
A DIVERSIDADE DE GÉNERO NO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO E O SEU IMPACTO NA PERFORMANCE DAS EMPRESAS

Ana Sofia Castro Cunha Pinto Bastos

Dissertação

Mestrado em Economia e Administração de Empresas

Orientado por

Professor Doutor Carlos Francisco Ferreira Alves

2020

Nota Biográfica

Ana Sofia Castro Cunha Pinto Bastos nasceu a 6 de outubro de 1996 em Guimarães, Portugal.

Em 2014 iniciou a Licenciatura em Gestão na Universidade Portucalense Infante D. Henrique, a qual concluiu em 2017.

Em 2017 iniciou o Mestrado em Economia e Administração de Empresas na Faculdade de Economia da Universidade do Porto, tendo concluído a componente curricular do plano em 2020.

Agradecimentos

É com enorme prazer e rejúbilo que escrevo este ponto da dissertação, manifestando a minha mais sincera gratidão a todos aqueles que contribuíram, de alguma forma, para que fosse possível chegar até aqui.

À vista disso, gostaria de agradecer ao meu orientador neste estudo, o Professor Doutor Carlos Francisco Ferreira Alves, pela disponibilidade, interesse e dedicação demonstrados ao longo de todo o projeto, pelas sugestões e conselhos e pelo acompanhamento na realização desta dissertação.

Os seus valiosos conhecimentos fomentaram ainda mais o meu interesse pela área financeira, ciente de que foi o caminho certo a seguir.

Agradeço também a todos os meus amigos e colegas, que me acompanharam e apoiaram ao longo deste percurso.

Finalmente, um agradecimento especial para os meus pais pelo habitual suporte, compreensão, motivação e confiança, que foram essenciais para o sucesso desta etapa.

Resumo

Após algumas crises financeiras, a presença de um número mais elevado de representantes femininas nos conselhos de administração, tem sido motivo de discussão e matéria de pesquisa.

A diversidade de género nos quadros superiores é uma questão cada vez mais discutida. A literatura proporciona uma vasta evidência sobre este tema, evidenciando que o papel exercido pelo género feminino é monitorizado com um nível de qualidade e eficácia bastante elevado, que em última instância melhora a performance da empresa.

O estudo contribui para a literatura empírica existente, na medida em que examina a relação entre a diversidade de género no conselho de administração e o desempenho financeiro das empresas alvo de estudo, que são constituintes do índice bolsista S&P 1000.

Foram utilizados dados em painel, pelo motivo de os modelos definidos incluírem muitas e diferentes variáveis independentes e um elevado número de observações, e assim, ser possível controlar a endogeneidade.

Verificou-se que existe uma fraca presença feminina nos quadros superiores das empresas que constituem este estudo, o que originou que os três modelos econométricos fossem pouco significativos nos seus resultados, por falta da presença do género feminino, em massa.

Os resultados revelam que, no entanto, a diversidade de género tem um efeito positivo, pois existe um número suficiente de empresas com presença do género feminino nos seus conselhos de administração, mas, o mesmo não se passa com o género do CEO, uma vez que em 1000 empresas que constituíam o índice bolsista, apenas 60 tinham CEO feminino, o que prova que ainda há muito a ser desenvolvido em relação à meta de igualdade de género.

Desta forma, é importante salientar que o género feminino possui um conhecimento pouco aprofundado dos mercados; comunica melhor que o género masculino, implicando uma melhor fluidez da informação; possui qualificações e grau académico mais elevados; e possui características para uma gestão racional e ponderada.

De um modo geral conclui-se que os argumentos negativos não são suficientes para refutar os positivos, mas acabam por ser uma consequência de um passado pouco representativo. No entanto a presença de mulheres nos conselhos de administração tem vindo a intensificar-se, o que pode significar que no futuro esta presença seja assemelhada à presença masculina.

Palavras-chave: Corporate Governance, Diversidade de Género, Performance.

Classificação de acordo com as categorias definidas pelo Journal of Economics Literature (JEL *Classification Systems*): *Corporate Governance (G34); Business Economics (M21); Dissertations (Y40).*

Abstract

After some financial crises, the presence of a greater number of female representatives on the boards of directors has been subject of discussion and research.

Gender diversity in senior management is an increasingly debated issue. The literature provides vast evidence on this topic, showing that the role played by the female gender is monitored with a very high level of quality and effectiveness, which ultimately improves the company's performance.

This study contributes to the existing empirical literature, insofar as it examines the relationship between gender diversity in the board of directors and the financial performance of the target companies of this study, which are constituents of the S&P 1000 stock index.

Panel data were used, because the defined models include many and different independent variables and a high number of observations, and thus, it is possible to control endogeneity.

It was found that there is a weak female presence in the board of directors of the companies that make up this study, which caused the three econometric models to be insignificant in their results, due to the lack of the presence of the female gender, in mass.

The results reveal that, however, gender diversity has a positive effect, as there are a sufficient number of companies with a female presence in their board of directors, but the same does not happen with the CEO's gender, since in 1000 companies that made up the stock market index, only 60 had female CEO's, which proves that there is still much to be developed in relation to the goal of gender equality.

Thus, it is important to note that the female gender has little knowledge of the markets; communicates better than the male gender, implying better fluidity of information; has higher qualifications and academic degree; and has characteristics for rational and thoughtful management.

In general, it is concluded that the negative arguments are not enough to refute the positive ones, but they end up being a consequence of a past that is not very representative.

However, the presence of women in the board of directors has been intensifying, which may mean that in the future this presence will be similar to that of men.

Key words: Corporate Governance, Gender Diversity, Performance.

Classification according to the categories defined by the Journal of Economics Literature (JEL Classification Systems): Corporate Governance (G34); Business Economics (M21); Dissertations (Y40).

Índice

Nota Biográfica.....	II
Agradecimentos.....	III
Resumo	IV
Abstract.....	VI
Lista de Abreviaturas	XI
1. Introdução.....	1
2. Revisão da Literatura	3
2.1 Governo da Empresa	4
2.2 Administradores Executivos vs. Administradores Não Executivos	5
2.3 Medidas de Performance.....	7
2.4 Diversidade de Género nos Quadros Superiores	8
2.5 Limitações dos Sistemas de Corporate Governance.....	9
2.5.1 Incentivos dos Gestores	10
2.5.2 Neutralidade dos Administradores Externos	10
2.5.3 Influência dos Acionistas Dominantes.....	10
2.5.4 Auditoria e Divulgação de Informação	11
3. Metodologia e Dados	12
3.1 Amostra	12
3.2 Metodologia	13
3.3 Modelo Econométrico	17
3.3.1 Variáveis Dependentes.....	18
3.3.2 Variáveis Independentes	19
3.4 Estatísticas Descritivas	22
3.5 Procedimentos de Estimação	24
4. Apresentação e Discussão dos Resultados.....	30
5. Conclusão.....	34

Apêndice 1: Base de dados relativa às empresas em estudo.....	36
Bibliografia	39

Índice de Tabelas

Tabela 1- Revisão bibliográfica de diferentes métodos de estimação	14
Tabela 2- Estatísticas descritivas.....	22
Tabela 3- Matriz de correlação.....	25
Tabela 4- Teste de especificação de Hausman, modelo 1.....	27
Tabela 5- Teste de especificação de Hausman, modelo 2.....	28
Tabela 6- Teste de especificação de Hausman, modelo 3.....	29
Tabela 7- Resultados do modelo econométrico 1.....	30
Tabela 8- Resultados do modelo econométrico 2.....	31
Tabela 9- Resultados do modelo econométrico 3.....	32

Lista de Abreviaturas

CA- Conselho de Administração

CEO- *Chief Executive Officer*

CG- Corporate Governance

CMVM- Comissão de Mercado de Valores Mobiliários

EBIT- Lucro Líquido antes de Juros e Impostos

EPS- *Earning per Share*

EUA- Estados Unidos da América

LTSG- *Long Term Sales Growth*

ROA- *Return on Assets*

ROE- *Return on Equity*

S&P 1000- *Standard & Poor's 1000*

1. Introdução

Existem diversos fatores económicos, culturais, éticos, demográficos, sociais, políticos e fiscais que influenciam o mercado e afetam, conseqüentemente, a performance e resultados das empresas.

Outro fator que influencia a performance das empresas são os quadros superiores que têm na sua composição, administradores executivos e administradores não executivos, e que definem e garantem o cumprimento dos objetivos da organização, bem como dos limites regulamentares e legais.

O presente estudo pretende analisar a relação entre a diversidade de gênero nos quadros superiores e a performance das empresas do índice bolsista S&P1000, através de uma abordagem estatística.

A desigualdade de gênero é um fator social e cultural onde existe ocorrência de discriminação. Apesar do forte aumento da participação feminina na formação académica superior, é possível observar que o profissionalismo subsequente dessa aprendizagem é menos valorizado do que o masculino.

A presença do gênero feminino nos quadros superiores é, hoje em dia, um tema bastante discutido.

Outrora a mulher era vista como “dona de casa” onde lhe eram atribuídas tarefas domésticas. Com a emancipação da mulher esta figura de subordinação não se encontra tão vinculada sendo ainda possível constatar a existência de desigualdade de gênero.

Ainda que o gênero seja exposto de forma diferente dependendo da cultura, e o grau de subordinação das mulheres varie com o tempo e espaço, dificilmente a mulher é tida como uma figura de poder superior ao homem, sendo a prova, a reduzida presença de mulheres em cargos de topo.

Uma das principais motivações do estudo é a situação atual sobre a igualdade de gênero e a percepção dos benefícios financeiros que poderão ou não existir para uma empresa, em relação à existência de mulheres nos quadros superiores.

Este trabalho final de Mestrado, apresentará argumentos teóricos sobre a existência de diversidade de género nos Conselhos de Administração, mas também por dados estatísticos que demonstrem a heterogeneidade das empresas. Tentar-se-á também, através da estimação de três modelos econométricos, compreender se esta diversidade tem algum impacto nos indicadores económico-financeiros que serão destacados ao longo deste estudo.

Neste estudo, pretendemos desmistificar se efetivamente as mulheres são ou não são, tão capazes como os homens quando lideram cargos de topo. É importante salientar que este trabalho será apenas desenvolvido em termos económico/financeiros, não sendo objeto de estudo questões morais ou éticas.

Este trabalho encontra-se dividido em 5 capítulos distintos, mas interligados entre si.

Assim, no próximo capítulo será apresentada uma revisão da literatura, que aborda o tema do Corporate Governance, as diferenças entre os administradores executivos e os administradores não executivos, as medidas de performance, a diversidade de género do órgão de administração e ainda as limitações dos Sistemas de Corporate Governance.

No capítulo 3 temos os diferentes tipos de metodologias e dados que vamos utilizar neste estudo.

No capítulo 4, encontram-se as conclusões, seguindo-se a bibliografia e o apêndice nos capítulos seguintes.

A metodologia utilizada será a regressão linear uma vez que se pretende comparar variáveis do balanço das empresas com CEO feminino e com CEO masculino.

2. Revisão da Literatura

Em ambiente de negócios, as relações são estabelecidas através de interações sociais. A principal forma de interação é através de um contrato estabelecido entre duas partes, o agente e o principal, onde o primeiro (gestor) tem o poder e o dever de tomar decisões, agindo em nome e interesse do segundo (acionistas).

No entanto, cada um dos intervenientes, tem como principal objetivo maximizar a sua própria utilidade (Ross, 1973), o que por sua vez, pode levar os gestores a concretizarem interesses pessoais e a desviarem-se do seu dever moral de exercer os seus melhores esforços para criar valor para a empresa, ou seja, maximizar a riqueza dos acionistas.

Em 1776, Smith, discutia esta questão, posicionando-se sobre a perspetiva de que quando alguém gere o dinheiro de outra pessoa não o faz com a mesma vigilância e dedicação que faria se o dinheiro fosse o seu.

A separação que existe entre estes dois agentes é definida por (Berle & Means, 1932) como um problema da agência.

A teoria da agência (Jensen & Meckling, 1976), para além da sua elevada relevância (Eisenhardt, 1989) tem foco principal na relação entre o agente e o principal, de forma a esclarecer os problemas que podem erguer-se entre estes dois agentes económicos (Eisenhardt, 1989 e Fama & Jensen, 1983). Estes problemas ocorrem quando se verifica um desalinhamento dos objetivos dos dois agentes ou de partilha do risco, quando ambos os agentes não são equitativamente tolerantes ao risco.

A teoria sugere ainda que o CEO e o Conselho de administração (CA) devem ser independentes, de forma a evitar o *entrenchment* (Eisenhardt, 1989), pois a forma como o CEO gere a empresa é condicionada pela ameaça de ser substituído (Lausten, 2002). Assim, existe evidência de que após um mau desempenho na empresa, a probabilidade de os gestores abandonarem, aumenta, tendo a ameaça de demissão um efeito de disciplina sobre os mesmos (Jensen & Murphy, 1990).

O comportamento de um CEO que age por conta própria e em defesa dos seus melhores interesses gera custos para a empresa (Shleifer & Vishny, 1986), sendo esses custos,

gastos na implementação de mecanismos de alinhamento de incentivos e monitorização, na tentativa de melhorar a qualidade das atividades de gestão de acordo com os interesses dos acionistas (Jensen & Meckling, 1976).

É neste ponto da situação que surge uma questão crucial: qual é o mecanismo, ou incentivo que podemos usar para cumprir esse propósito?

Acontece que, numa empresa, são utilizados mecanismos tendo em vista o aumento da qualidade do seu governo.

Assim, tendo em consideração o objetivo deste estudo, analisarei o impacto da proporção de mulheres no conselho de administração e do facto de o CEO ser mulher no desempenho da empresa.

Dado o objetivo deste estudo, focalizarei em estudos que analisem o impacto da inclusão de mulheres no conselho de administração das empresas.

2.1 Governo da Empresa

O termo *Corporate Governance* ou governo da empresa define-se como o sistema pelo qual as empresas são lideradas e contraladas (Cadbury, 1992).

É caracterizado pelo “conjunto de estruturas de autoridade e de fiscalização do exercício da sociedade, internas e externas, que tem como objetivo garantir que a sociedade institua e concretize, eficaz e eficientemente, atividades e relações contratuais concordantes com os fins privados para que foi criada e é mantida e, as responsabilidades sociais que estão subjacentes à sua existência” (Santos Silva *et al*, 2006).

Segundo as recomendações da CMVM (1999) é o “conjunto de regras e condutas relativas ao exercício da direção e controlo das sociedades emissoras de ações que se encontram admitidas à negociação em mercado regulamentado”.

O objetivo de *Corporate Governance* é encontrar mecanismos que assegurem um mínimo de supervisão e competências de forma a concretizar os objetivos para os quais as empresas foram criadas, tanto ao nível das atividades económicas, como da organização operacional dessas atividades, como na tomada de decisões de financiamento dos

investimentos, bem como na devolução dos recursos investidos aos seus proprietários (Santos Silva *et al*, 2006).

2.2 Administradores Executivos vs. Administradores Não Executivos

Historicamente, nos EUA, o capital estava concentrado num número reduzido de sócios, o que significava que tanto o conceito como a estrutura das empresas cotadas se apresentavam centrados nos seus acionistas, na medida em que eram estes quem controlavam e geriam totalmente a empresa, ou seja, não havia separação entre propriedade e controlo (Berle & Means, 1932).

Com o crescimento das empresas, tornou-se cada vez mais difícil para esses donos exercer controlo direto, o que incitou a dispersão do poder e a consequente venda de ações dessas empresas. Neste ponto surgiu a necessidade de contratar gestores instruídos e capazes de tomar decisões financeiras e estratégicas mais eficientes (Berle & Means, 1932).

Quando o capital está disperso são necessários alguns sistemas que garantam aos acionistas que quem toma as decisões não vai contra os seus interesses e, por isso, que façam o acionista confiar nos sistemas.

Foi decorrente desta necessidade que se gerou um problema de agência em termos de alinhamento entre os interesses dos gestores e os interesses dos acionistas, pois na perspetiva de Berle & Means (2017), os proprietários de capital não controlavam mais as suas empresas e aqueles que controlavam (gestores) queriam maximizar o seu bem-estar.

Como forma de contestação a esta questão, (Rose, 2005) argumenta que os administradores não executivos ocupam uma posição fundamental e decisiva para o controlo efetivo da gestão da empresa, pois a função destes é assegurar que os interesses dos acionistas sejam respeitados.

A função dos administradores não executivos, é de garantir a eficiência das organizações, nos termos da sua legalidade e das suas responsabilidades fiscais (Zahra & Pearce II, 1989).

A título de exemplo, em 2001, a Enron uma empresa sediada nos Estados Unidos, era a sétima empresa que melhor remunerava os quadros executivos. A alta remuneração que a Enron proporcionou pode ter sido um dos fatores comprometedores dos seus principais objetivos de gestão em nome dos acionistas (Mizruchi, 2004 e Brick *et al*, 2006). A fraca estrutura de governo da organização foi determinante para a existência de um baixo desempenho e para a sua não detecção pelos respectivos administradores não executivos (Lawrence, 2004 e Solomon, 2007).

Os gestores tomam decisões de forma a maximizar os seus interesses, de forma egoísta pelo que não havendo restrições legais difíceis de contornar ou incentivos, não têm em conta os interesses da organização, prejudicando o seu rendimento (Deegan, 2006).

Os administradores não executivos têm como principal função supervisionar, desafiar e avaliar os executivos, de forma a impedirem que tomem decisões de carácter pessoal e garantindo que os interesses da organização são assegurados, bem como a aplicação de princípios de sustentabilidade e responsabilidade social (Catalyst, 2004 e Van der Walt & Ingley, 2003).

O papel da monitorização e do controlo dos gestores, pelos administradores não executivos é um importante mecanismo de *Corporate Governance*, no sentido em que, o gestor tem o dever de gerir a empresa (agente) e as consequências dessas decisões vão ter efeito direto para os acionistas (principal), sejam positivos ou negativos.

Segundo Jensen & Meckling (1976), a diversidade nos quadros superiores, sugere que o acompanhamento e supervisão dos gestores seja maior, porque a diversidade tende aumentar com a independência, o que pode gerar conflitos de interesses das empresas com as relações pessoais e profissionais dos gestores e isso acontece porque, tal como a teoria económica diz, cada um tende a maximizar o seu bem-estar – Teoria da Agência.

A posição dos quadros executivos é de destaque, pois para além de darem um complemento à organização, enquanto partes interessadas (*stakeholders*), são quem tem mais informação e conhecimento específico do negócio, e por isso quem pode melhor assegurar os interesses da organização e dos acionistas, seja a nível legal, financeiro ou humano. Têm como objetivo principal alinhar os interesses da empresa e maximizar a riqueza dos acionistas.

Após esta breve contextualização sobre a estrutura das empresas cotadas, importa sumariamente relembrar que os quadros superiores também podem ser designados por Conselho de Administração (CA). O CA é composto por administradores executivos cuja principal função é executar gerir a empresa no dia a dia, e por administradores não executivos cuja função é a de supervisionar e fiscalizar os quadros superiores.

Assim, tentaremos estudar qual o impacto (positivo, negativo ou sem influência) da diversidade de género nos quadros superiores e na performance das empresas que vamos analisar.

2.3 Medidas de Performance

A medição do desempenho de uma empresa não é uma tarefa fácil. Não há, por isso, um indicador único e universal para aferir tal desempenho. Pela revisão de literatura de muitos estudos constatamos que as *proxies* mais utilizadas para medir a performance das empresas são:

- **Return on Assets (ROA):** pode ser determinado quando o resultado operacional divide pelo ativo líquido total (Yermack, 1996 e Bhagat & Bolton, 2008), ou pelo resultado líquido sobre o total do ativo (Gupta & Sharma, 2014), ou pelo resultado antes de juros e impostos (EBIT) sobre o total do ativo (Li *et al.*, 2015 e Adams & Jiang, 2016);
- **Return on Equity (ROE):** resulta da divisão do resultado líquido pelo capital próprio (Gupta & Sharma, 2014), ou pela divisão do EBIT pelo capital próprio (Adams & Jiang, 2016);
- **Q de Tobin:** resulta da divisão do *market value* pelo *book value* (Bertoni *et al.*, 2014 e Li *et al.*, 2015);
- **Earning per share (EPS):** resulta da divisão do resultado líquido pelo número total de ações da empresa (Mashayekhi & Bazaz, 2008);
- **Long term sales growth (LTSG):** representa a média do crescimento das vendas de cada empresa (Garcia-Ramos & Garcia-Olalla, 2014);
- **Retorno das ações:** pode ser medido tendo por base a média dos retornos mensais no fim do ano fiscal (Duchin *et al.*, 2010), ou através da média do retorno semanal em excesso das ações (Alves & Mendes, 2004).

2.4 Diversidade de Género nos Quadros Superiores

Existem vários tipos de diversidade nos CA das empresas de entre os quais, a diversidade de género (Adams & Ferreira, 2009 e Kulik *et al*, 2009). Este estudo será orientado neste sentido, sendo que qualquer termo relacionado com diversidade, foca-se puramente no género, excluindo todos os outros tipos de diversidade.

Tanto ao nível comportamental como psicológico, o género feminino apresenta de modo geral características mais afetivas, como por exemplo simpatia, ao contrário do género masculino que tem tendência para ser mais insensível e assertivo (Eagly, 1987).

Segundo Rosener (1995), as mulheres tendem a ser mais condescendentes, o que poderá ser indispensável para uma gestão executiva mais harmonizada e ponderada.

Outra característica que define as mulheres é o desenvolvimento de competências de comunicação ou de atividades que não se encontram relacionadas com o seu trabalho, que podem ser benéficas para os acionistas (Groysberg & Bell, 2013).

A comunicação proporciona-lhe maior fluidez de informação que pode ser fulcral no processo de tomada de decisão e na resolução de problemas (Stephenson, 2004 e Robinson & Dechant, 1997).

Apesar deste género se apresentar em minoria nos quadros administrativos, Virtanen (2012), defende que têm tendência para se apresentarem presencialmente e intervir em assembleia-geral (Bilimoria & Wheeler, 2000), apresentam características de participação únicas (Eagly & Johnson, 1990), questionam problemas e dificuldades (Ingley & Van der Walt, 2005), aplicam com mais assiduidade parâmetros fastidiosos de ética (Pan & Sparks, 2012) e preparam-se melhor para reuniões ou assembleias (Pathan & Faff, 2013).

Todas as características enumeradas até este ponto são indícios, defendidos pelos autores anteriormente mencionados, de que o papel exercido pelo género feminino é monitorizado com um nível de qualidade e eficácia bastante elevado, que em última instância poderá melhorar a performance da empresa.

A realidade histórica mostra que o género feminino era induzido a não ter ambições profissionais, confiança e assertividade, quando comparado com o género masculino, o que impossibilitava o desenvolvimento de competências fundamentais de liderança para quem ocupa um cargo num quadro executivo (Powell, 1999).

Apesar de a partir da segunda metade do século XX, na maioria dos países, a igualdade de género ser mais evidente, nos Estados Unidos da América ainda era expectável que as mulheres ficassem em casa a cuidar das suas famílias.

A falta de credibilidade e confiança nas mulheres era uma realidade irrefutável quando se fala em experiência profissional em cargos executivos, pois efetivamente, era naquela época, um emprego para homens. O poder executivo e não executivo, ficava assim concentrado num grupo restrito composto unicamente por homens (Rosener, 1990).

Outro argumento indispensável para justificar a falta de presença feminina nos quadros superiores é a sua vida pessoal. Apresenta responsabilidades familiares que muitas vezes se opõe à sua carreira profissional sacrificando-a em prol da sua família (Hewlett & Luce, 2005). Em função deste argumento, a presença de membros femininos em cargos de topo pressupõe na maioria das vezes a inexistência de filhos ou a existência de poucos filhos.

Podemos concluir que a diversidade de género melhora a habilidade dos quadros monitorizarem os gestores, o processo de tomada de decisão e a comunicação uma vez que pode levar a pontos de vista diferentes e maior coesão, proporciona legitimidade às organizações e o acesso a mais e melhor talento humano.

2.5 Limitações dos Sistemas de Corporate Governance

As limitações do Corporate Governance distribuem-se de forma geral, em quatro pontos, sendo eles os incentivos dos gestores, a neutralidade dos administradores externos, a influência dos acionistas dominantes e a auditoria e divulgação de informação.

2.5.1 Incentivos dos Gestores

Segundo Conyon *et al*, 1995 e Monks, 2001, o CEO possui um elevado nível de autonomia no que diz respeito à fixação das suas remunerações, que serve como fator justificativo do elevado crescimento do seu salário ao longo da sua carreira (Hall & Liebman, 1998).

Raramente, os gestores, vêm aplicadas sanções pelo seu fraco desempenho (Farrel & Whidbee, 2000), o que se torna num efeito negligenciável, pois nada é feito para contrariar estas práticas, nem sequer a substituição dos gestores (Agrawal *et al*, 1999).

2.5.2 Neutralidade dos Administradores Externos

Os administradores internos são avaliados por administradores externos. A performance dos administradores externos é um dos mecanismos que apresenta limitações ao *Corporate Governance*, pois para além dos administradores não executivos de uma empresa exercerem, em grande parte das vezes, funções de administração executivo noutras empresa, são, também, os administradores executivos, os responsáveis pela escolha dos administradores não executivos, o que implica que o seu poder de ação fique limitado ao seu poder de fiscalização (Stapledon, 1997).

Segundo Porter (1992), é de realçar que os administradores não executivos manifestam maior empenho em funções de avaliação da gestão e fiscalização da empresa por não disporem na maioria dos casos de tempo ou conhecimento necessário para que o desempenho da empresa seja eficaz.

Por fim, a diferença de recursos e tempo dedicado à empresa, entre administradores executivos e não executivos, é uma barreira com grande influência na atuação dos administradores não executivos, pelo que nem sempre é possível que o desempenho eficaz (Stapledon, 1997).

2.5.3 Influência dos Acionistas Dominantes

É do interesse dos acionistas ter influência sobre os gestores, de forma a influenciar as ações dos gestores para obterem melhores resultados em prol daqueles para quem trabalham.

Os acionistas majoritários têm significativamente mais poder sobre os gestores que os acionistas minoritários. Desta forma é mais fácil persuadir os gestores a tomarem atitudes que beneficiem os acionistas majoritários através de ameaças de exercício dos direitos dos gestores, bem como quando os direitos de voto se encontram limitados a um pequeno número de investidores e não dispersos por vários (Alves, 2005).

Os pequenos acionistas saem prejudicados pois são explorados pelos acionistas dominantes, nomeadamente quando os direitos de voto de estes são superiores aos dividendos, pois acabam por não ter poder de decisão sobre a empresa (Claessens *et al*, 2002).

De outro ponto de vista, o controlo excessivo dos acionistas majoritários pode levar à contenção dos gestores na melhoria do seu desempenho, uma vez que se sentem impedidos de alcançar maiores remunerações e até mesmo obterem progressão na carreira (Burkart *et al*, 1997).

2.5.4 Auditoria e Divulgação de Informação

Desde 2001 que a qualidade da informação auditada nas empresas foi exposta por vários escândalos financeiros que provocaram elevados prejuízos em vários segmentos de mercado (Almeida, 2015 e Alves, 2005). Exemplos disso foram empresas como a Enron, o Banco Espírito Santo (BES) ou a WorldCom.

Os escândalos provocaram desconfiança na auditoria das empresas, fortalecendo a ideia de que o papel do auditor não estava a ser desempenhado de forma eficiente. A qualidade de atuação dos auditores foi posta em causa pois favoreciam os gestores e acionistas e acresciam funções que provavelmente eram incompatíveis (Richardson & Waagelein, 2002).

3. Metodologia e Dados

Esta secção pretende investigar e quantificar o impacto da diversidade de género nos do órgão de administração na performance das empresas. Para tal, constitui-se uma amostra a partir de empresas integrantes no índice bolsista S&P 1000 (Apêndice 1).

Sobre o intervalo de anos a analisar, optou-se pela estimação para os últimos 5 anos, com início em janeiro de 2015 e fim em dezembro de 2019, tendo em consideração a disponibilidade de dados necessários para testar a hipótese.

Em seguida serão apresentadas as variáveis com impacto e pertinência no modelo em estudo, bem como alguns dados recolhidos que serão importantes para a justificação da escolha do modelo econométrico. Após a apresentação dos mesmos, serão enumerados os procedimentos de estimação e os resultados.

3.1 Amostra

A amostra engloba todas as empresas cotadas no índice bolsista S&P 1000, criado em 28 de Outubro de 1994, que resulta de uma combinação dos índices S&P 400 de capitalização média e S&P 600 de baixa capitalização, para formar uma referência de investimento, no segmento de média e pequena dimensão do mercado de ações dos Estados Unidos da América.

É constituído por 1000 empresas que possuem ações ordinárias. O índice é ponderado pela capitalização do mercado, ajustada pelas flutuações.

A S&P Global dispõe de um serviço *online*, o Capital IQ que fornece dados financeiros, técnicos e setoriais em tempo real sobre as empresas que constituem o índice.

Para a realização do estudo foi necessário construir duas bases de dados.

A primeira foi construída com o objetivo de determinar as mudanças de CEO ocorridas ao longo do período selecionado, de forma a perceber em que empresas do índice estavam presentes mulheres no CA. Para tal foi elaborada uma pesquisa *online* através do motor

de busca *Google*, nos sites oficiais das empresas constituintes do índice. Esta base de dados encontra-se no Apêndice 1.

Para elaborar a segunda base de dados recorreu-se ao *Datastream*, para extrair as informações necessárias aos indicadores económico-financeiros pretendidos, procedendo-se posteriormente ao cálculo dos mesmos.

Como resultado, este estudo utilizará dados em painel, com 3600 observações para um total de 60 empresas, que foram escolhidas aleatoriamente através da limpeza e simplificação dos dados recolhidos no índice.

3.2 Metodologia

Após uma análise dos modelos utilizados por vários autores e com o intuito de encontrar o modelo e as variáveis que melhor se aplicam a este estudo, foram definidas variáveis dependentes e variáveis independentes, como será explicado na secção seguinte. Será apresentado um quadro com um sumário da literatura que foi analisada.

Tabela 1- Revisão bibliográfica de diferentes métodos de estimação

Título do Artigo	Autor	Tipo de regressão, dados e nº de observações	Variáveis Dependentes	Variáveis Independentes
<i>“Effect of Gender Diversity on the Performance of Non-Financial Listed Firms in Ghana”</i>	(Agyapong & Appiah, 2015)	Dados em painel Período 2007-2011 Teste de Hausman: efeitos fixos ou aleatórios? Modelo de efeitos aleatórios	ROA Q Tobin (valor de mercado = $Book\ value + \text{preço da ação} * \text{quantidade total de ações em circulação} / book\ value$ do total dos ativos)	Variáveis de controlo: Dimensão da empresa, alavancagem, dimensão do conselho de administração

<i>“Board Structure and Corporate Performance”</i>	(Arslan <i>et al</i>, 2010)	Logística binária Metodologia Regressão Logística Painel de Dados 999 Observações Período 1995-2006 Empresas não financeiras listadas na Bolsa de Valores de Istambul	Duas variáveis dependentes do Estado: 1: Alto Desempenho Corporativo 2: Baixo Desempenho Corporativo A variável dependente é uma variável <i>dummy</i> que assume o valor de 1 se uma empresa relatou ter um alto desempenho corporativo e 0 se contrário	$P_{it} = f(X_{it-1}, E_t - 1)$ $P_{it}=1$ se Q Tobin alto $P_{it}=0$ se Q Tobin baixo Vetor X_{it-1}: representa as características da empresa Vetor E_{t-1}: representa os atributos financeiros da empresa $P[Y_i=1] = 1-P_0$ é a probabilidade da empresa ter um desempenho alto $P[Y_i=0] = 1-P_0$ é a probabilidade da empresa ter um desempenho baixo Variáveis de controlo: Idade, dimensão, estrutura de vencimento da dívida e comportamento financeiro da empresa
--	------------------------------------	--	---	---

<i>“The Diversity of Corporate Board Committees and Financial Performance”</i>	(Carter <i>et al</i>, 2007)	Dados em painel 2000 Anos de Observações Fortune 500, período de 1998-2000	Medida de Desempenho Financeiro (Q Tobin)	Retorno dos Ativos (ROA) Logaritmo do Total de Ativos Medida da diversidade dos quadros (% de mulheres no quadro) Retornos de mercado Número de mulheres no Conselho de Administração Vetor de variáveis <i>dummy</i> que representa anos no vetor de dados do painel de variáveis <i>dummy</i> que representa a indústria da empresa
--	------------------------------------	---	--	---

		Dados em painel		Nível de endividamento
<i>“Gender diversity in the Boardroom and Firm Financial Performance”</i>	(Campbell & Minguez-Vera, 2008)	Período 1995-2000 Empresas não financeiras listadas no mercado contínuo de Madrid	Medida de Desempenho Financeiro (Q Tobin)	Retorno dos Ativos (ROA) Tamanho da empresa Número total de diretores

3.3 Modelo Econométrico

Após a análise dos vários modelos existentes, apresentados na secção anterior, optou-se por estimar os 3 seguintes modelos:

Modelo 1:

$$ROA_{ij} = \beta_0 + \beta_1 \text{dim}_{ij} + \beta_2 \text{lev}_{ij} + \beta_3 \text{BoardSize}_{ij} + \beta_4 \text{BtoM}_{ij} + \beta_5 \text{wom}_{ij} + \beta_6 \text{CEOWoman}_{ij} + \beta_7 \text{ind}_{ij} + \varepsilon_{ij}$$

Modelo 2:

$$Qtobin_{ij} = \beta_0 + \beta_1 \text{dim}_{ij} + \beta_2 \text{lev}_{ij} + \beta_3 \text{BoardSize}_{ij} + \beta_4 \text{BtoM}_{ij} + \beta_5 \text{wom}_{ij} + \beta_6 \text{ROA}_{ij} + \beta_7 \text{CEOWoman}_{ij} + \beta_8 \text{ind}_{ij} + \varepsilon_{ij}$$

Modelo 3:

$$ROE_{ij} = \beta_0 + \beta_1 \text{dim}_{ij} + \beta_2 \text{lev}_{ij} + \beta_3 \text{size}_{ij} + \beta_4 \text{book}_{ij} + \beta_5 \text{wom}_{ij} + \beta_6 \text{ROA}_{ij} + \beta_7 \text{CEOWoman}_{ij} + \beta_8 \text{ind}_{ij} + \varepsilon_{ij}$$

3.3.1 Variáveis Dependentes

As variáveis dependentes utilizadas neste estudo são as seguintes:

- ***Return On Assets (ROA)***

O ROA é uma medida de desempenho usada para medir a eficiência e a eficácia dos ativos (Adams & Mehran, 2004 e Jackling & Johl, 2009).

Estudos já realizados por (Agyapong & Appiah, 2015; Dobbin & Jung, 2011 e Cabo *et al*, 2010) utilizaram o ROA como principal medida de estimação do desempenho financeiro da empresa, quando a presença de mulheres no CA é conhecida, pois mede tanto a eficácia como a eficiência dos ativos (Adams & Mehran, 2001 e Jackling & Johl, 2009)

Assim, neste estudo, utilizaremos o ROA como *proxy* para o desempenho financeiro, através do rácio lucro líquido antes de juros e impostos (EBIT) sobre o total de ativos (Atrill *et al*, 2009).

- ***Q de Tobin (QTobin)***

Segundo Campbell & Minguez-Vera, 2008; Campbell & Minguez-Vera, 2010; Carter D. *et al*, 2007; Carter D. *et al*, 2010 e Gul *et al*, 2011, o Q de Tobin define o valor de mercado de uma empresa.

Desta forma, utilizaremos o Q de Tobin em representação do desempenho financeiro das empresas com base no mercado, calculando-o através da soma do valor da dívida total com o preço das ações multiplicado pelo número total de ações em circulação, dividido pelo valor total de ativos.

- ***Return on Equity (ROE)***

O ROE resulta da divisão do resultado líquido pelo capital próprio (Gupta & Sharma, 2014) ou pela divisão do EBIT pelo capital próprio (Adams & Jiang, 2016).

Desta forma, iremos calcular o ROE através do EBIT, em representação do desempenho financeiro das empresas com base no capital próprio.

3.3.2 Variáveis Independentes

As variáveis independentes utilizadas neste estudo são as seguintes:

- ***Tamanho da Empresa (dim)***

Estudos de Heenetigala (2011) e Radlach & Schlemmbach (2008), descobriram que o tamanho de uma empresa afeta direta e positivamente o seu desempenho financeiro.

A pertinência desta variável surge, uma vez que empresas de maiores dimensões são mais complexas e podem envolver custos de monitorização mais elevados (Carter *et al*, 2003; Isidro & Sobral, 2015 e Low *et al*, 2015). Segundo estes autores, o tamanho da empresa é habitualmente empregue como uma variável de controlo em pesquisas relacionadas com o Corporate Governance.

No presente estudo, esta variável foi calculada através do logaritmo natural do total de ativos das empresas, de forma a normalizar a informação e eliminar o valor do desvio-padrão (Hair *et al*, 2006; Guo & Masulis, 2015; Huson *et al*, 2001; Vossemer *et al*, 2013 e Zhu & Shen, 2016).

- ***Alavancagem Financeira (lev)***

A alavancagem financeira influencia diretamente o desempenho de uma empresa e, por esse motivo, é utilizada na avaliação da estabilidade financeira no longo prazo, bem como a solvência financeira da empresa (Atrill *et al*, 2009).

O motivo que explica a inclusão desta variável é que a estabilidade financeira, influencia por sua vez a performance da empresa (Jensen & Meckling, 1976).

Dessa forma, iremos efetuar a medição da alavancagem através do rácio *Debt-to-Equity*.

- ***Tamanho do Conselho de Administração (BoardSize)***

Estudos de Bathula (2008), Campbell & Minguez-Vera (2008), Adams & Mehran (2001), Rose (2006) e Kiel & Nicholson (2003), utilizaram o tamanho do conselho de administração como variável de controlo, tendo em conta que, a capacidade de um CEO influenciar os quadros superiores e os administradores não executivos depende da distribuição e dimensão dos órgãos de gestão, ou seja, do tamanho do CA (Finkelstein & Hambrick, 1996).

Podemos definir que o tamanho do CA é composto pelo número de membros que participam nesse conselho. Assim, será medido pelo logaritmo do número total de membros do CA de cada empresa em análise.

- ***Oportunidades de Crescimento (BtoM)***

Fama & French (1992), concluíram que a relação do rácio *book-to-market* de ações individuais tem a capacidade de explicar variações transversais nos retornos das ações.

Estudos de Stattman (1980) e Rosenberg *et al* (1985), descobriram que os retornos médios das ações nos EUA estão positivamente relacionados com a razão entre o valor contábil de uma empresa (*firm value*) e o seu valor de mercado (*market value*).

Estes foram os principais motivos da escolha do rácio *book-to-market* para representar as oportunidades de crescimento de uma empresa.

- ***Diversidade de Género do CA (wom)***

Existe evidência de que a diversidade de género no CA afeta diretamente o desempenho social da empresa, ao contrário de, por exemplo, fatores externos que não apresentam qualquer contributo (Hafsi & Turgut, 2013; Adams & Ferreira, 2009; Campbell & Minguez-Vera, 2008 e Liu *et al*, 2014).

Esta variável foi já considerada anteriormente em estudos realizados por Rechner & Dalton (1986) e Zahra & Stanton (1988).

Esta variável foi calculada através da percentagem de mulheres no CA, tendo sido os valores diretamente retirados do *datastream*.

- ***Género (gen)***

A variável género, é uma variável *dummy* que representa o género do CEO de cada empresa presente na amostra. Assume o valor de 0 quando o CEO é homem e o valor de 1 quando o CEO é mulher.

- ***Tipo de Indústria (ind)***

A variável Indústria diz respeito ao setor a que cada empresa pertence. A relevância desta variável surge na medida em que os resultados podem diferir tendo em consideração a área de negócio, e por este motivo, é importante perceber quais os negócios com mais destaque.

Segundo estudos de Chappel & Humphrey (2014) e Joecks *et al* (2013), as indústrias com maior representação de mulheres no CA são serviços ao consumidor, telecomunicações e saúde.

As empresas foram divididas em 7 categorias, as quais: Consumo discricionário; Materiais; Indústria; Serviços de Utilidade Pública; Saúde; Tecnologia da Informação e Energia.

3.4 Estatísticas Descritivas

Esta subsecção mostra as estatísticas descritivas das variáveis incluídas neste estudo.

Tabela 2- Estatísticas descritivas

	<i>Média</i>	<i>Mediana</i>	<i>Desvio-padrão</i>	<i>Nº observações</i>
ROA	7,479	6,587	7,872	3600
Q TOBIN	129,086	85,753	236,301	3600
ROE	11,431	10,300	17,143	3600
dim	6,252	6,227	0,413	3600
lev	1,883	1,288	5,311	3600
BoardSize	8,805	9,000	1,522	3600
BtoM	0,015	0,011	0,017	3600
wom	23,928	25,000	12,44	3600
CEOWoman	0,429	0	0,495	3600
ind D1	0,417	0	0,493	3600
ind D2	0,083	0	0,276	3600
ind D3	0,150	0	0,357	3600
ind D4	0,100	0	0,300	3600
ind D5	0,050	0	0,218	3600
ind D6	0,117	0	0,321	3600
ind D7	0,083	0	0,276	3600

Da tabela 3, constatamos a existência de 3 variáveis dependentes, sendo elas: o ROA, o Q Tobin e o ROE.

O ROA é usado como medida de desempenho das empresas. Podemos observar que na amostra esta variável tem um valor médio de 7,479, o que sugere uma elevada eficiência.

O desvio padrão do ROA é 7,872, o que nos indica que os pontos dos dados estão espalhados por uma ampla gama de valores.

O Q Tobin define o valor de mercado de uma empresa. Apresenta uma média de 129,086 o que significa que em média o valor das empresas é superior ao valor de reposição, indicando-nos um valor superestimado, de modo que para estas empresas, os investimentos são incentivados.

O ROE mede a capacidade que uma empresa tem para gerar valor para o negócio e para os investidores, a partir dos recursos que dispõe. Quanto maior o valor deste indicador, maior é a capacidade de valorização dos ativos da empresa. Apresenta uma média de 11,431 e um desvio-padrão de 17,143.

Para a variável independente *dim*, o valor médio é de 6,252, o que faz sentido pois quanto maior o tamanho da empresa, maior será o ROA.

A variável *lev* indica-nos o grau de alavancagem de uma empresa e apresenta uma média de 1,883, o que sugere que o ativo das empresas é financiado em grande maioria por capital próprio.

As variáveis *BoardSize*, *BtoM* e *wom* e apresentam valores médios de 8,805, 0,015 e 23,928, respetivamente.

Por último, as variáveis género e indústria (D1 a D7), são variáveis *dummy*, que apresentam valores médios menores que 1,000, o que indica que o impacto destas variáveis sobre as variáveis independentes não é elevado.

3.5 Procedimentos de Estimação

Uma vez apresentada a regressão econométrica e fundamentadas as variáveis que a integram, interessa agora perceber através da estimação econométrica se, o género feminino realmente é ou não um ativo valioso na performance das empresas.

Para além desta constatação, será também possível perceber se existem motivos suficientes e válidos para as empresas não apresentarem membros femininos nos seus quadros, ou se porventura, a sua estrutura deve sofrer alterações.

Existe ainda outro cenário alternativo à regressão, que passa por obter resultados inconclusivos relativamente ao objetivo deste estudo.

Assim, o primeiro passo foi a medição do grau de relacionamento e correlação entre as diversas variáveis através da elaboração de uma matriz de correlação para cada uma das variáveis dependentes.

Tabela 3-Matriz de correlação

	<i>ROA</i>	<i>QTOBIN</i>	<i>ROE</i>	<i>dim</i>	<i>lev</i>	<i>BoardSize</i>	<i>BtoM</i>	<i>wom</i>	<i>CEO Woman</i>	<i>ind D1</i>	<i>ind D2</i>	<i>ind D3</i>	<i>ind D4</i>	<i>ind D5</i>	<i>ind D6</i>	<i>ind D7</i>
<i>ROA</i>	1,0000															
<i>QTOBIN</i>	0,1181	1,0000														
<i>ROE</i>	0,5945	0,1608	1,0000													
<i>dim</i>	-0,2179	0,0461	-0,1053	1,0000												
<i>lev</i>	0,0030	0,1214	0,1485	0,0974	1,0000											
<i>BoardSize</i>	-0,0950	0,0213	0,0263	0,3798	0,0121	1,0000										
<i>BtoM</i>	-0,1176	-0,3135	0,2226	-0,1628	0,0899	-0,1511	1,0000									
<i>wom</i>	0,0467	0,0333	0,0370	0,1919	0,0493	0,3205	-0,0392	1,0000								
<i>CEO Woman</i>	0,0090	0,0187	0,0094	-0,0664	0,0428	-0,0403	0,1274	0,3926	1,0000							
<i>ind D1</i>	0,2327	-0,0586	0,0999	-0,0361	-0,0296	0,0812	-0,1226	0,1335	-0,2206	1,0000						
<i>ind D2</i>	-0,0745	-0,0765	0,0767	-0,0375	-0,0178	0,0162	0,0705	0,0987	0,1229	-0,2561	1,0000					
<i>ind D3</i>	0,0739	0,0410	0,0888	0,1600	0,0629	0,1836	0,4031	0,0063	0,1544	0,3526	0,1300	1,0000				
<i>ind D4</i>	-0,0941	-0,0510	-0,0657	0,3379	0,0226	0,1707	-0,0664	0,2217	0,1447	-0,2832	-0,1044	-0,1438	1,0000			
<i>ind D5</i>	0,0947	0,0125	0,1382	-0,0629	-0,0037	0,0613	-0,0608	-0,0035	0,0663	-0,1732	-0,0639	0,0880	-0,0706	1,0000		
<i>ind D6</i>	-0,0328	0,1773	0,1309	0,0513	0,0274	0,0556	-0,1745	0,1306	0,1049	0,3089	0,1139	0,1568	0,1260	-0,0770	1,0000	
<i>ind D7</i>	-0,3546	0,0327	0,1636	0,0762	0,0646	0,2171	0,0532	0,2297	0,0159	0,2561	0,0944	0,1300	0,1044	0,0639	0,1139	1,0000

Depois de analisar os resultados da matriz de correlação apresentada na tabela 3, podemos retirar algumas conclusões relevantes.

Assim, verifica-se que o ROA e o tamanho da empresa apresentam correlação negativa ($r_{ROA, dim} = -0,2179$).

Sobre a relação da variável Q Tobin, verifica-se que quando relacionada com a variável oportunidades de crescimento, esta relação é negativa ($r_{QTobin, BtoM} = -0,3135$) e verifica-se uma relação positiva quando o segmento onde a empresa opera são as tecnologias da informação ($r_{QTobin, D6} = 0,1773$).

A variável ROE tem um nível de relacionamento relativamente baixo com as oportunidades de crescimento ($r_{ROE, BtoM} = -0,2226$).

O tamanho da empresa apresenta maior relacionamento com o tamanho do CA ($r_{dim, BoardSize} = 0,3798$).

A alavancagem da empresa apresenta uma relação positiva baixa com o género ($r_{lev, CEOWoman} = 0,0428$) e uma relação negativa com as oportunidades de crescimento ($r_{lev, BtoM} = -0,0899$).

Sobre o tamanho do CA podemos constatar que a relação com a diversidade de género no CA é elevada ($r_{BoardSize, wom} = 0,3205$).

As oportunidades de crescimento relacionam-se positivamente com a variável indústria ($r_{BtoM, D3} = 0,4031$) e negativamente quando o segmento onde a empresa opera são as tecnologias da informação ($r_{BtoM, D6} = -0,1745$).

Sobre as variáveis *dummy*, constata-se que o género se relaciona positivamente com o segmento indústria ($r_{CEOWoman, D3} = 0,1544$) e que as sub-variáveis do tipo de segmento (D1-D6) se relacionam em negativamente entre elas.

O segundo passo de estimação do modelo econométrico passa pela seleção do melhor método de estimação: entre efeitos fixos (*fixed effects*) e efeitos aleatórios (*random effects*).

Os passos efetuados foram os seguintes:

- Estimação com efeitos fixos;
- Estimação com efeitos aleatórios;

Para identificar o melhor método de estimação e assim garantir a consistência dos estimadores, recorreu-se à ferramenta do teste de especificação de Hausman (1978), tendo obtido os seguintes resultados:

Tabela 4- Teste de especificação de Hausman, modelo 1

<i>ROA</i>	<i>Efeitos Fixos</i>	<i>Efeitos Aleatórios</i>	<i>Diferença</i>	<i>Probabili- dade</i>
<i>dim</i>	-4,214978	-4,293776	0,001895	0,0702
<i>lev</i>	-0,060760	-0,060728	0,000003	0,9857
<i>BoardSize</i>	-0,507137	-0,505556	0,000016	0,6922
<i>BtoM</i>	-110,9179	-113,076706	0,553539	0,0037
<i>wom</i>	-0,005726	-0,006229	0,000001	0,6464
<i>CEOWoman</i>	0,506856	0,473024	0,000763	0,2206
<i>ind D1</i>	12,497795	12,502021	0,000070	0,6132
<i>ind D2</i>	8,415326	8,442118	0,000128	0,0181
<i>ind D3</i>	12,288186	12,333420	0,000319	0,0114
<i>ind D4</i>	9,734108	9,786753	0,001347	0,1515
<i>ind D5</i>	12,563181	12,541067	0,000062	0,0049
<i>ind D6</i>	9,026071	9,024221	0,000016	0,6388

Notas: Chi2 = 12 | Prob> Chi2 = 1,0000

Tabela 5- Teste de especificação de Hausman, modelo 2

<i>Q TOBIN</i>	<i>Efeitos Fixos</i>	<i>Efeitos Aleatórios</i>	<i>Diferença</i>	<i>Probabili- dade</i>
<i>dim</i>	38,059861	38,937374	1,940423	0,5287
<i>lev</i>	6,750213	6,730697	0,003565	0,7438
<i>BoardSize</i>	-5,826853	-5,774988	0,018868	0,7057
<i>BtoM</i>	-3557,187394	-3543,975373	494,785305	0,5525
<i>wom</i>	0,813359	0,787285	0,001333	0,4752
<i>ROA</i>	0,999402	0,910355	0,002497	0,0747
<i>CEOWoman</i>	13,638093	16,886695	0,858744	0,0005
<i>ind D1</i>	-32,127732	-30,572154	0,434620	0,0183
<i>ind D2</i>	-22,798710	-22,950112	0,178447	0,7200
<i>ind D3</i>	81,256917	81,548341	0,383833	0,6381
<i>ind D4</i>	-53,213144	-53,443870	1,412513	0,8461
<i>ind D5</i>	21,245562	22,125851	0,636215	0,2698
<i>ind D6</i>	93,736749	94,842825	0,231109	0,0214

Notas: Chi2 = 13 | Prob> Chi2 = 1,0000

Tabela 6- Teste de especificação de Hausman, modelo 3

<i>ROE</i>	<i>Efeitos Fixos</i>	<i>Efeitos Aleatórios</i>	<i>Diferença</i>	<i>Probabilidade</i>
<i>dim</i>	-0,990831	-0,778321	0,007615	0,0149
<i>lev</i>	0,506296	0,496419	0,000015	0,0095
<i>BoardSize</i>	-0,034279	-0,049466	0,000136	0,1925
<i>BtoM</i>	-73,205457	-72,995755	2,580465	0,8961
<i>wom</i>	0,087299	0,090474	0,000003	0,0623
<i>ROA</i>	1,379457	1,383107	0,000011	0,2815
<i>CEOWoman</i>	-0,730977	-0,629531	0,003769	0,0985
<i>ind D1</i>	-5,157001	-5,218230	0,001373	0,0985
<i>ind D2</i>	-4,801034	-4,852272	0,000420	0,0124
<i>ind D3</i>	-8,653351	-8,708141	0,001518	0,1597
<i>ind D4</i>	-4,891213	-5,058845	0,002947	0,0020
<i>ind D5</i>	2,346141	2,363037	0,004804	0,8074
<i>ind D6</i>	2,612632	2,581670	0,001130	0,3571

Notas: Chi2 = 13 | Prob> Chi2 = 1,0000

Analisando os resultados, é possível verificar que o *p-value* é superior a 0,05 nos 3 testes.

Um valor p baixo contraria a hipótese nula de que o modelo de efeitos aleatórios é consistente, validando a hipótese alternativa (H1) de existência do modelo de efeitos fixos. Desta forma, como se verificou o contrário, a hipótese nula (H0) não é rejeitada e o método de estimação escolhido é o de efeitos aleatório.

O terceiro passo consiste na estimação do modelo econométrico.

4. Apresentação e Discussão dos Resultados

Neste capítulo serão apresentados os resultados empíricos dos modelos econométricos, de acordo com a metodologia discutida no capítulo anterior.

A seguinte tabela mostra a relação do ROA com as variáveis dependes: tamanho da empresa (*dim*), debt-to-equity (*lev*), tamanho CA (*BoardSize*), book-to-market (*BtoM*), diversidade de género no CA (*wom*), género (*CEOWoman*) e as variáveis do tipo de indústria (*D1* a *D6*).

Tabela 7- Resultados do modelo econométrico 1

<i>ROA</i>	<i>Coef</i>	<i>Desvio-Padrão</i>	<i>Prob.</i>	<i>T</i>
<i>dim</i>	-4,293776	0,312205	0,0000	-13,75308
<i>lev</i>	-0,060728	0,021300	0,0044	-2,851100
<i>BoardSize</i>	-0,505556	0,085289	0,0000	-5,927539
<i>BtoM</i>	-113,0767	7,187994	0,0000	-15,73133
<i>wom</i>	-0,006229	0,011315	0,5820	-0,550490
<i>CEOWoman</i>	0,473024	0,268923	0,0787	1,758955
<i>ind D1</i>	12,50202	0,445537	0,0000	28,06056
<i>ind D2</i>	8,442118	0,554323	0,0000	15,22960
<i>ind D3</i>	12,33342	0,507776	0,0000	24,28911
<i>ind D4</i>	9,786753	0,562697	0,0000	17,39257
<i>ind D5</i>	12,54107	0,643899	0,0000	19,47676
<i>ind D6</i>	9,024221	0,514435	0,0000	17,54201

Notas: Regressão: Panel EGLS (Period random effects)

Observações: 3600

R²: 0,299218

F-statistic = 127,6307

Prob(F-statistic) = 0,00000

Pela análise deste modelo é possível perceber que a única variável de controlo com resultados positivos é a variável “tipo de indústria”, concluindo assim que esta variável é uma boa medida da eficácia e eficiência dos ativos das empresas. Além disso, a alavancagem (*lev*)

tem um desempenho negativo, quando confrontada com esta variável dependente, mas quase nulo, o que a torna pouco significativa para o estudo.

É ainda possível concluir, que o impacto das variáveis *wom* e *CEOWoman* é praticamente nulo.

As tabelas 8 e 9 mostram a relação entre o QTobin e o ROE, respetivamente, e as variáveis dependes: tamanho da empresa (*dim*), debt-to-equity (*lev*), tamanho CA (*BoardSize*), Book-to-market (*BtoM*), ROA, diversidade de género no CA (*wom*), género (*CEOWoman*) e as variáveis do tipo de indústria (*ind D1 a ind D6*).

Tabela 8- Resultados do modelo econométrico 2

<i>QTOBIN</i>	<i>Coefficiente</i>	<i>Desvio-Padrão</i>	<i>Prob.</i>	<i>T-Statistic</i>
<i>dim</i>	38,93737	10,68136	0,0003	3,645357
<i>lev</i>	6,730697	0,710895	0,0000	9,467926
<i>BoardSize</i>	-5,774988	2,857354	0,0433	-2,021096
<i>BtoM</i>	-3543,975	247,8282	0,0000	-14,30013
<i>ROA</i>	0,910355	0,559039	0,1035	1,628428
<i>wom</i>	0,787285	0,377224	0,0370	2,087051
<i>CEOWoman</i>	16,88670	8,969147	0,0598	1,882754
<i>ind D1</i>	-30,57215	16,41534	0,0626	-1,862413
<i>ind D2</i>	-22,95011	19,07293	0,2289	-1,203282
<i>ind D3</i>	81,54834	18,27833	0,0000	4,461478
<i>ind D4</i>	-53,44387	19,54055	0,0063	-2,735024
<i>ind D5</i>	22,12585	22,58196	0,3272	0,979802
<i>ind D6</i>	94,84283	17,87664	0,0000	5,305405

Notas: Regressão: Panel EGLS (Period random effects)

Observações: 3600

R²: 0,134924

F-statistic = 43,02301

Prob(F-statistic) = 0,00000

Acerca do segundo modelo, representado na tabela 8, com a variável depende QTobin é possível verificar que a variável ROA tem um grande impacto na estimação do modelo, o que significa que muitas das empresas que constituem este estudo, têm capacidade para gerar receitas num período de 3 a 5 anos. A variável “género do CEO” (*CEOWoman*), também apresenta resultados favoráveis, sendo que, daqui, podemos concluir que as empresas com CEO mulher podem estar ligadas ao resultado da variável “ROA”. Finalmente, a variável “tamanho da empresa” (*dim*), definida como logaritmo do total de ativos, tem um impacto positivo no desempenho das empresas, resultado que está de acordo com as evidências de Lee (2009), mas que no estudo em questão não é estatisticamente significativo.

Tabela 9- Resultados do modelo econométrico 3

<i>ROE</i>	<i>Coef</i>	<i>Desvio-Padrão</i>	<i>Prob.</i>	<i>T</i>
<i>dim</i>	-0,778321	0,644773	0,2275	-1,207124
<i>lev</i>	0,496419	0,043028	0,0000	11,53723
<i>BoardSize</i>	-0,049466	0,170585	0,7719	-0,289978
<i>BtoM</i>	-72,99575	15,39639	0,0000	-4,741097
<i>ROA</i>	1,383107	0,034028	0,0000	40,64654
<i>wom</i>	0,090474	0,022676	0,0001	3,989822
<i>CEOWoman</i>	-0,629531	0,534999	0,2394	-1,176695
<i>ind D1</i>	-5,218230	0,972240	0,0000	-5,367223
<i>ind D2</i>	-4,852272	1,128433	0,0000	-4,300010
<i>ind D3</i>	-8,708141	1,090800	0,0000	-7,983258
<i>ind D4</i>	-5,058845	1,158907	0,0000	-4,365184
<i>ind D5</i>	2,363037	1,421661	0,0966	1,662167
<i>ind D6</i>	2,581670	1,058872	0,0148	2,438131

Notas: Regressão: Panel EGLS (Period random effects)

Observações: 3600

R²: 0,429918

F-statistic = 200,8894

Prob(F-statistic) = 0,00000

Por último, o terceiro modelo, representado na tabela 9, com variável dependente “ROE”, também apresenta os melhores resultados para a variável de controlo “ROA”, sendo que, a única variável que também apresenta resultados positivos, mas quase nulos, é a variável “diversidade género no CA” (*wom*), concluindo que a % de mulheres no CA pode estar positivamente relacionada com a capacidade de gerar receita.

No geral, pode-se dizer que estes resultados são explicados pelo facto de as mulheres ainda estarem sub-representadas em altas posições corporativas.

Na maioria dos casos, os CA têm apenas uma mulher entre 5 a 10 membros, o que significa que o género feminino se estabelece num status minoritário. Este facto pode levar ao *Tokenismo*, que acontece quando menos de 15% dos representantes de uma comunidade em particular na sociedade, são vistos como símbolos, ou seja, apenas representantes de uma categoria. Assim, o resultado esperado é de que os “*tokens*” tenham um impacto muito reduzido sobre o grupo ou comunidade onde se inserem (Jackson *et al*, 1995).

Outra explicação para a reduzida presença de mulheres, poderia ser a existência de um *glass ceiling* (teto de vidro), um argumento de que as mulheres enfrentam duas vezes mais fronteiras do que os homens com o mesmo nível (Akpinar-Sposito, 2013).

Por fim, o impacto negativo que existe no desempenho das empresas pode ser causado pela falta de treino e experiência das representantes femininas ao longo da sua carreira, devido à falta de oportunidades de crescimento e aprendizagem.

Em relação ao papel desempenhado pelas mulheres no CA, os resultados para os três modelos são semelhantes aos obtidos por Ahern & Dittmar (2012) e Shrader *et al* (1997), onde a evidência sugere que o impacto no valor da empresa é negativo (variável “*book*”).

5. Conclusão

O início deste estudo passou por uma extensa revisão da literatura existente sobre o impacto da diversidade de género nos conselhos de administração. Foi a partir deste ponto que surgiram as primeiras evidências empíricas sobre a relação existente entre o desempenho de uma empresa e a diversidade de género.

Os objetivos de investigação passaram por perceber o impacto que a diversidade de género tem no *Corporate Governance*, mais especificamente do impacto da inclusão de mulheres nos CA e no desempenho da empresa.

No geral, os resultados mostram que existe uma fraca presença feminina nos quadros superiores das empresas que constituem este estudo, o que originou que os três modelos econométricos fossem pouco significativos nos seus resultados, por falta da presença do género feminino, em massa.

Os resultados mostram também que a diversidade de género tem um efeito positivo, pois existe um número suficiente de empresas com presença do género feminino nos seus CA, mas no entanto, o mesmo não se passa com o género do CEO, uma vez que em 1000 empresas que constituíam o índice bolsista, apenas 48 tinham CEO feminino, o que prova que ainda há muito a ser desenvolvido em relação à meta de igualdade de género.

Os fenómenos explicados na secção dos Resultados, de entre os quais status de *token*, e *glass ceiling*, necessitam de ser ultrapassados, fortalecendo o papel do género feminino na sociedade e nos cargos de alta administração.

A questão que se impõe passa por perceber as razões e motivos que justificam esta realidade, bem como se as mulheres oferecem ou não valor adicional aos quadros superiores.

A unanimidade e inconsistência das possíveis respostas a estas duas questões levam-nos à conclusão de que a maior parte dos argumentos analisados apontam para um impacto positivo do género feminino.

Desta forma, é importante salientar que o género feminino possui um conhecimento pouco aprofundado dos mercados; comunica melhor que o género masculino, implicando

uma melhor fluidez da informação; possui qualificações e grau acadêmico mais elevados; e possui características para uma gestão racional e ponderada.

Por outro lado, apresenta características igualmente relevantes que influenciam negativamente, tais como a falta de confiança, a falta de competências de liderança e a falta de experiência profissional.

Os argumentos apresentados, levam-nos a concluir que os argumentos negativos não são suficientes para refutar os positivos, mas acabam por ser uma consequência de um passado pouco representativo, o que poderá provocar falta de confiança.

No entanto a presença de mulheres nos conselhos de administração tem vindo a intensificar-se, o que pode significar que no futuro esta presença seja assemelhada à presença masculina.

Assim, o desejo de finalizar e partilhar um projeto que considero importante, pertinente e atual para a sociedade dos tempos modernos, será satisfatório para perceber com alguma certeza a influência do género feminino nos quadros superiores.

Para futuras pesquisas ou desenvolvimentos deste estudo, poderia ser interessante incorporar outras variáveis de controlo como, volatilidade, rotatividade do CEO, idade do CEO e salário do CEO, que no momento não estavam disponíveis devido à falta de informações corporativas.

Apêndice 1: Base de dados relativa às empresas em estudo

<i>Obs</i>	<i>Empresa</i>	<i>CEO</i>	<i>Última mudança de CEO</i>	<i>Género</i>
1	Aaron's, Inc.	John W. Robinson III	Abril de 2014	Masculino
2	Abercrombie & Fitch Company	Fran Horowitz	Fevereiro de 2017	Feminino
3	Adtalem Global Education	Lisa W. Wardell	Maio de 2016	Feminino
4	Advansix, Inc.	Erin N. Kane	Outubro de 2016	Feminino
5	Aegion Corporation	Charles R. Gordon	Outubro de 2014	Masculino
6	Aerojet Rocketdyne Holdings	Eileen Drake	Agosto de 2015	Feminino
7	ALLETE, Inc.	Alan R. Hodnik	Maio de 2010	Masculino
8	AMN Healthcare Services, Inc.	Susan Salka	Maio de 2005	Feminino
9	Arcbest Corporation	Judy R. McReynolds	Janeiro de 2010	Feminino
10	Arrow Electronics	Michael J. Long	Maio de 2009	Masculino
11	Atlas Air Worldwide Holdings	William J. Flynn	Setembro de 2006	Masculino
12	Axcelis Tech, Inc.	Mary Puma	Janeiro de 2002	Feminino
13	Boise Cascade Company	Thomas K. Corrick	Março de 2015	Masculino
14	Boston Beer Company	Martin F. Roper	Janeiro de 2001	Masculino
15	Cable One, Inc.	Julie Laulis	Janeiro de 2017	Feminino
16	Caleres, Inc.	Diane M. Sullivan	Maio de 2011	Feminino
17	Cheesecake Factory, Inc.	David M. Overton	Fevereiro de 1992	Masculino
18	The Children's Place	Jane T. Elfers	Janeiro de 2010	Feminino
19	Clearwater Paper Corporation	Linda K. Massman	Janeiro de 2013	Feminino

20	Commercial Metals Company	Barbara R. Smith	Setembro de 2017	Feminino
21	Cooper Tire & Rubber Company	Roy V. Armes	Dezembro de 2006	Masculino
22	Cracker Barrel	Sandra B. Cochran	Setembro de 2011	Feminino
23	Deckers Outdoors Corporation	David Powers	Junho de 2016	Masculino
24	Diamond Offshore Drilling	Marc Edwards	Março de 2014	Masculino
25	El Paso Electric Company	Mary E. Kipp	Dezembro de 2015	Feminino
26	Evertec, Inc.	Morgan Schuessler	Abril de 2015	Masculino
27	Federal Signal Corporation	Jennifer L. Sherman	Dezembro de 2015	Feminino
28	Fossil Group, Inc.	Kosta Kartsotis	Junho 2013	Masculino
29	Gannett CO, Inc.	Mike Reed	Janeiro de 2006	Masculino
30	Hawaiian Electric Industries	Constance H. Lau	Maio de 2006	Feminino
31	Lantheus Holdings, Inc.	Mary Anne Heino	Agosto de 2015	Feminino
32	Integer Holdings Corporation	Joseph W. Dziedzic	Fevereiro de 2013	Masculino
33	J2 Global, Inc.	Vivek Shak	Janeiro de 2018	Masculino
34	Jabil Circuit, Inc.	Mark T. Mondello	Janeiro de 2013	Masculino
35	Jack in the Box, Inc.	Leonard A. Comma	Janeiro de 2014	Masculino
36	John B. Sanfilippo & Son, Inc.	Jeffrey T. Sanfilippo	Novembro de 2006	Masculino
37	KB Home	Jeffrey T. Mezger	Novembro de 2006	Masculino
38	Landstar System, Inc.	James B. Gattoni	Dezembro de 2014	Masculino
39	National Presto Industries, Inc.	Maryjo R. Cohen	Maio de 1994	Feminino
40	Marriot Vacations	Stephen P. Weisz	Janeiro de 2011	Masculino

41	Oil States International, Inc.	Cynthia B. Taylor	Maio de 2007	Feminino
42	P. H. Glatfelter Company	Kathleen Dahlberg	Janeiro de 2006	Feminino
43	Oxford industries, Inc.	Thomas C. Chubb III	Janeiro de 2013	Masculino
44	PNM Resources	Patricia K. Collawn	Janeiro de 2012	Feminino
45	Polaris Industries, Inc.	Scott W. Wine	Setembro de 2008	Masculino
46	ProPetro Holding Corporation	Dale Redman	Janeiro de 2008	Masculino
47	Proto Labs, Inc.	Victoria M. Holt	Fevereiro de 2014	Feminino
48	QuinStreet, Inc.	Doug Valenti	Julho de 1999	Masculino
49	Ring Energy, Inc.	Kelly Hoffman	Janeiro de 2013	Feminino
50	Rogers Corporation	Bruce D. Hoechner	Outubro de 2011	Masculino
51	Signet Jewelers	Virginia C. Drosos	Agosto de 2017	Feminino
52	Sleep Number Corporation	Shelly R. Ibach	Junho de 2012	Feminino
53	Sonic Corporation	J. Clifford Hudson	Abril de 1995	Masculino
54	Spire, Inc.	Suzanne Sitherwood	Janeiro de 2011	Feminino
55	U.S.Silica Holdings, Inc.	Bryan Shinn	Janeiro de 2012	Masculino
56	Veritiv Corporation	Mary Laschinger	Julho de 2014	Feminino
57	WEX, Inc.	Melissa D. Smith	Janeiro de 2014	Feminino
58	Williams Sonoma, Inc.	Laura J. Alber	Maio de 2010	Feminino
59	Wolverine World Wide, Inc.	Blake W. Krueger	Abril de 2007	Masculino
60	Yelp, Inc.	Jeremy Stoppelman	Julho de 2004	Masculino

Bibliografia

- Adams, M., & Jiang, W. (2016). Do Outside Directors Influence the Financial Performance of Risk-Trading Firms? Evidence From the United Kingdom (UK) Insurance Industry. *Journal of Banking & Finance*, 64(3), pp. 36-51.
- Adams, R. B., & Ferreira, D. (2009). Women in the Boardroom and Their Impact on Governance and Performance. *Journal of Financial Economics*, 94, pp. 291-309.
- Adams, R., & Mehran, H. (2001). Bank Board Structure and Performance: Evidence for Large Bank Holding Companies. *Journal of Financial Intermediation*, 21, pp. 243- 267.
- Adams, R., & Mehran, H. (2004). *Board Structure, Banking Firm Performance and the Bank Holding Company Organisational Form*.
- Agrawal, A., & Knoeber, C. (1996). Firm's Performance and Mechanism to Control Agency Problems between Managers and Shareholders. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31 (3), 377-397.
- Agrawal, A., Jaffe, J., & Karpoff, J. (1999). Management Turnover and Governance Changes Following the Revelation of Fraud. *The Journal of Law and Economics*, 42, pp. 309-342.
- Agyapong, D., & Appiah, S. O. (2015). Effect of Gender Diversity on the Performance of Non-Financial Listed Firms in Ghana. *British Journal of Economics, Management & Trade*, 8, pp. 55-67.
- Ahern, K., & Dittmar, A. (2012). The Changing of the Boards: The Impact on Firm Valuation of Mandated Female Board Representation. *Quarterly Journal of Economics*, 127(1), pp. 137-197.
- Akpınar-Sposito, C. (2013). *Career Barriers for Women Executives and the Glass Ceiling Syndrome: The Case Study Comparison between French and Turkish Women Executives* (Vol. 75).
- Almeida, M. (2015). *A Fraude de Relato Financeiro e a Independência dos Auditores*. Universidade Autónoma de Lisboa: Dissertação de Mestrado em Gestão de Empresas.
- Alves, C. (2005). Os Investidores Institucionais e o Governo das Sociedades: Disponibilidade, Condicionantes e Implicações. Coimbra: Edições Almedina.
- Alves, C., & Mendes, V. (2004). Corporate Governance Policy and Company Performance: The Case of Portugal. Em *Corporate Governance: An International Review* (Vol. 12, pp. 290-301).
- Arslan, O., Karan, M. B., & Eksi, C. (2010). Board Structure and Corporate Performance.
- Atrill, P., McLaney, E., Harvey, D., & Jenner, M. (2009). *Accounting: An introduction*. Australia: Pearson Education.

- Ball, R. (1978). Anomalies in Relationships Between Securities-Yields and Yield-Surrogates. *Journal of Financial Economics*, 6, pp. 103—126.
- Bathula, H. (2008). *Board Characteristics and Firm Performance: Evidence from New Zealand*. Ph.D. Thesis, Auckland University of Technology, New Zealand.
- Berle, A., & Means, G. (1932). *The Modern Corporations and Private Property*. New York: Harcourt Brace and World Inc.
- Bernstein, L. A. (1993). *Financial Statement Analysis : Theory, Application and Interpretation*.
- Bertoni, F., Meoli, M., & Vismara, S. (2014). Board Independence, Ownership Structure and the Valuation of IPOs in Continental Europe. Em *Corporate Governance - An International Review* (Vol. 22, pp. 116-131).
- Bhagat, S., & Bolton, B. (2008). Corporate Governance and Firm Performance. *Journal of Corporate Finance*, 14, pp. 257-273.
- Biggs, S. F. (1984). Financial Analysts Information Search in the Assessment of Corporate Earning Power. Em *Accounting, Organizations and Society* (Vol. 9, pp. 313-323).
- Bilimoria, D., & Wheeler, J. V. (2000). Women Corporate Directors: Current Research and Future Directions. Em M. J. Davidson, & J. D. Burke, *Women in Management: Current Research Issues* (Vol. II, pp. 138- 142). London: Paul Chapman Publishers.
- Brick, I. E., Palmon, O., & Wald, J. K. (2006). CEO Compensation, Director Compensation and Firm Performance: Evidence or Cronyism? *Journal of Corporate Finance*, 3, pp. 403-423.
- Burkart, M., Gromb, D., & Panunzi, F. (1997). Large Shareholders, Monitoring, and the Value of the Firm. *Journal of Economics*, Vol. 112, pp. 693-728.
- Cabo, R., Nogues, R., & Mangas, L. (2010). *Discrimination on the Spanish Boards of Directors: Analysis and Economic Implications*.
- Cadbury, A. (1992). Report of the Committee. *The Financial Aspects of Corporate Governance*. GEE.
- Campbell, K., & Minguez-Vera, A. (2008). Gender Diversity in the Boardroom and Firm Financial Performance. *Journal of Business Ethics*, 83, pp. 435-451.
- Campbell, K., & Minguez-Vera, A. (2010). Female Board Appointments and Firm Valuation: Short and Long-Term Effects. *Journal of Management and Governance*, 14, pp. 37-59.
- Carter, D. A., D'Souza, F., Simkins, B. J., & Simpson, G. W. (2007). The Diversity of Corporate Board Committees and Firm Financial Performance.
- Carter, D., D'Souza, F., Simkins, B., & Simpson, W. (2010). The Gender and Ethnic Diversity

- of US Boards and Board Committees and Firm Financial Performance. Em *Corporate Governance: An International Review* (Vol. 18, pp. 396-434).
- Carter, D., Simkins, B., & Simpson, W. (2003). Corporate Governance, Board Diversity and Firm Value. Em *Financial Review* (Vol. 38, pp. 33-53).
- Catalyst, I. (2004). The Bottom Line: Connecting Corporate Performance and Gender Diversity. New York: Challenges Persist.
- Chan, L. K., Yasushi, H., & Josef, L. (1991). Fundamentals and Stock Returns in Japan. *Journal of Finance*, 46, pp. 1739-1789.
- Chappel, L., & Humphrey, J. (2014). Does Board Gender Diversity Have a Financial Impact? Evidence Using Stock Portfolio Performance. *Journal of Business Ethics*, 122, pp. 709-723.
- Chen, X., Cheng, Q., & Dai, Z. (2013). Family Ownership and CEO Turnovers. Em *Contemporary Accounting Research* (Vol. 30, pp. 1166-1190).
- Claessens, S., Djankov, S., Fan, J., & Lang, L. (2002). Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings. *The Journal of Finance*, 57, pp. 2741-2771.
- CMVM. (1999). Regulamento da CMVM N° 07/2001. *Governo das Sociedades Cotadas*.
- Conyon, M., Gregg, P., & Machin, S. (1995). Taking Care of Business: Executive Compensation in the United Kingdom. *The Economic Journal*, 105, pp. 704-714.
- Cziraki, P., & Xu, M. (2014). *CEO Job Security and Risk-Taking*. Obtido de <https://EconPapers.repec.org/RePEc:fmg:fmgdps:dp729>
- Deegan, C. (2006). *Financial Accounting Theory*. Sydney: McGraw Hill Australia Pty Ltd.
- Dobbin, F., & Jung, J. (2011). *Corporate Board Gender Diversity and Stock Performance: The Competence Gap or Institutional Investor Bias?*
- Duchin, R., Matsusaka, J., & Ozbas, O. (2010). When are Outside Directors Effective? *Journal of Financial Economics*, 96, pp. 195-214.
- Eagly, A. (1987). Sex Differences in Social Behavior: A Social-Role Interpretation. Hillsdale, New Jersey: Lawrence Erlbaum Associates Publishers.
- Eagly, A., & Johnson, B. (1990). Gender and Leadership Style: A Meta-analysis. *Psychological Bulletin*, 108, pp. 233-562.
- Eisenhardt, K. (1989). Agency Theory: An Assessment and Review. Em *The Academy of Management Review* (Vol. 14, pp. 57-74).
- Fama, E., & French, K. (1992). The Cross-Section of Expected Stock Returns. *Journal of*

- Finance*, pp. 427-465.
- Fama, E., & Jensen, M. (1983). Agency Problems and Residual Claims. *The Journal of Law and Economics*, 26(2), pp. 327-349.
- Farrel, K., & Whidbee, D. (2000). The Consequences of Forced CEO Succession for Outside Directors. *Journal of Business*, 73, pp. 597-627.
- Finkelstein, S., & Hambrick, D. (1996). *Strategic Leadership: Top Executives and Their Effects on Organization*. Minneapolis/St. Paul: West Publishing Company.
- Foster, G. (1978). *Financial Statement Analysis*.
- Garcia-Ramos, R., & Garcia-Olalla, M. (2014). Board Independence and Firm Performance in Southern Europe: A Contextual and Contingency Approach. *Journal of Management & Organization*, pp. 313-332.
- Groysberg, B., & Bell, D. (2013). Dysfunction in the Boardroom. Em *Harvard Business Review* (pp. 89-97).
- Gul, F., Srinidhi, B., & Ng, A. (2011). Does Board Gender Diversity Improve the Informativeness of Stock Prices? *Journal of Accounting and Economics*, pp. 314-338.
- Guo, L., & Masulis, R. (2015). Board Structure and Monitoring: New Evidence from CEO Turnovers. Em *Review of Financial Studies* (Vol. 28, pp. 2770-2811).
- Gupta, P., & Sharma, A. (2014). A Study of the Impact of Corporate Governance Practices on Firm Performance in Indian and South Korean Companies. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 133, pp. 4-11.
- Hafsi, T., & Turgut, G. (2013). Boardroom Diversity and its Effect on Social Performance: Conceptualization and Empirical Evidence. *Journal of Business Ethics*, 112, pp. 463-479.
- Hair, J., Black, W., Babin, B., Anderson, R., & Tatham, R. (2006). *Multivariate Data Analysis* (Vol. 6). New Jersey: Pearson Education Inc.
- Hall, B., & Liebman, J. (1998). Are CEOs Really Paid like Bureaucrats? *The Quarterly Journal of Economics*, 113, pp. 653-691.
- Hausman, J. A. (1978). *Specification Tests in Econometrics* (Vol. 46). Econométrica.
- Heenetigala, K. (2011). *Corporate Governance Practices and Firm Performance of Listed Companies in Sri Lanka*. Doctoral thesis, Victoria University, Victoria Graduate School, faculty of business and law, Melbourne.
- Hewlett, S., & Luce, C. (2005). Off Ramps and On Ramps. *Harvard Business Review*, 83(3), pp. 43-54.

- Huson, M., Parrino, R., & Starks, L. (2001). Internal Monitoring Mechanisms and CEO Turnover: A Long-Term Perspective. *The Journal of Finance*, 56, pp. 2265-2297.
- Ingley, C., & Van der Walt, N. (2005). Do Board Processes Influence Director and Board Performance? Statutory and Performance Implications. Em *Corporate Governance: An International Review* (pp. 632-653).
- Isidro, H., & Sobral, M. (2015). The Effects of Women on Corporate Boards on Firm Value, Financial Performance, and Ethical and Social Compliance. *Journal of Business Ethics*, 132, pp. 1-19.
- Jackling, B., & Johl, S. (2009). Board Structure and Firm Performance: Evidence from India's Top Companies. Em *Corporate Governance: An International Review* (pp. 492-509).
- Jackson, P., Thoits, P., & Taylor, H. (1995). *Composition of the Workplace and Psychological Well-Being: The Effects of Tokenism on America's Black Elite* (Vol. 74(2)).
- Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, pp. 305-360.
- Jensen, M., & Murphy, K. (1990). Performance Pay and Top-Management Incentives. *Journal of Political Economy*(98(2)), pp. 225-264.
- Joecks, J., Pull, K., & Vetter, K. (2013). Gender Diversity in the Boardroom and Firm Performance: What Exactly Constitutes a "Critical Mass?". *Journal of Business Ethics*, 118, pp. 61-72.
- Kiel, G., & Nicholson, G. (2003). Board Composition and Corporate Performance: How the Australian Experience Informs Contrasting Theories of Corporate Governance. Em *Corporate Governance: An International Review* (Vol. 11, pp. 189-205).
- Kulik, C., Ali, M., & Metz, I. (2009). The Impact of Gender Diversity on Performance in Services and Manufacturing Organizations.
- Lausten, M. (2002). CEO Turnover, Firm Performance and Corporate Governance: Empirical Evidence on Danish Firms. *International Journal of Industrial Organization*, 20(3), pp. 391- 414.
- Lawrence, A. (2004). The Collapse of Enron. Em *Financial Accounting Theory and Practice*. Sydney: McGraw-Hill.
- Lee, J. (2009). Does Size Matter in Firm Performance? Evidence from US Public Firms. *International Journal of the Economics of Business*, 16(2), pp. 189-203.
- Li, K., Lu, L., Mittoo, U., & Zhang, Z. (2015). Board Independence, Ownership Concentration and Corporate Performance-Chinese Evidence. Em *International*

- Review of Financial Analysis* (Vol. 41, pp. 162-175).
- Liu, Y., Wei, Z., & Xie, F. (2014). Do Women Directors Improve Firm Performance in China? *Journal of Corporate Finance*, 28, pp. 169-184.
- Low, D., Roberts, H., Whiting, R., & Low, D. (2015). Board Gender Diversity and Firm Performance: Empirical Evidence from Hong Kong, South Korea, Malaysia and Singapore. *Pacific-Basin Finance Journal*, 35, pp. 381-401.
- Mashayekhi, B., & Bazaz, M. (2008). Corporate Governance and Firm Performance in Iran. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 4, pp. 156-172.
- Mizruchi, M. S. (2004). Berle and Means Revisited: The Governance and Power of Large U.S. Corporations. *Theory and Society*, pp. 579-617.
- Monks, R. (2001). Redesigning Corporate Governance Structures and Systems for the Twenty First Century. Em *Corporate Governance: An International Review* (Vol. 9, pp. 142-147).
- Oxelheim, L., & Clarkson, K. (2015). Cronyism and the Determinants of Chairman Compensation. *Journal of Business Ethics*, 131, pp. 69-87.
- Pan, Y., & Sparks, J. R. (2012). Predictors, Consequence, and Measurement of Ethical Judgments: Review and Meta-analysis. *Journal of Business Research*, 65, pp. 84-91.
- Pathan, S., & Faff, R. (2013). Does Board Structure in Banks Really Affect Their Performance? *Journal of Banking and Finance*, 37, pp. 1573-1589.
- Porter, M. E. (1992). Capital Disadvantage: America's Failing Capital Investment System. Em *Harvard Business Review* (Vol. 70, pp. 65-82).
- Powell, G. (1999). *Handbook of Gender and Works*. Thousand Oaks, CA: Sage.
- Radlach, P., & Schlemmbach, K. (2008). *The Board of Directors and its Influence on Risk Propensity and Firm Performance: An Empirical Study of their Relations in the Banking Sector*. Master dissertation, Kristianstad University College, International Business and Economics Program.
- Rechner, P., & Dalton, R. (1986). Board Composition and Shareholders Wealth: An Empirical Assessment. *International Journal of Management*, 3, 86-92.
- Richardson, V., & Waagelein, J. (2002). The Influence of Long-Term Performance Plans on Earnings Management and Firm Performance. Em *Review of Quantitative Finance and Accounting* (Vol. 18, pp. 161-183).
- Robinson, G., & Dechant, K. (1997). Building a Business Case for Diversity. 11, pp. 21-31.
- Rose, C. (2005). The Composition of Semi-Two-Tier Corporate Boards and Firm

- Performance. Em *Corporate Governance An International Review* (Vol. 13(5)).
- Rose, C. (2006). Board Composition and Corporate Governance: A Multivariate Analysis of Listed Danish Firms. *European Journal of Law and Economic*, 21, pp. 113-127.
- Rosenberg, B., Kenneth, R., & Ronald, L. (1985). Persuasive Evidence of Market Inefficiency. *Journal of Portfolio Management*, 11, pp. 9- 17.
- Rosener, J. (1990). Ways Women Lead. *Harvard Business Review*, 68(6), pp. 119-125.
- Rosener, J. B. (1995). *America's Competitive Secret: Utilizing Women as a Management Strategy*. New York: Oxford University Press.
- Ross, S. (1973). The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem. *American Economic Review*, 63, pp. 134-139.
- Santos Silva, A., Vitorino, A., Alves, C. F., Da Cunha, J. A., & Monteiro, M. A. (2006). *Livro Branco Sobre Corporate Governance em Portugal*. Instituto Português de Corporate Governance.
- Shleifer, A., & Vishny, R. (1986). Large Shareholders and Corporate Control. *Journal of Political Economy*, 94, pp. 461-488.
- Shrader, C., Blackburn, V., & Iles, P. (1997). Women in Management and Firm Financial Performance: An Exploratory Study. *Journal of Managerial Issues*, pp. 355-372.
- Smith, A. (1776). *A Riqueza das Nações*.
- Solomon, J. (2007 de 2007). *Corporate Governance and Accountability*. Chischester: John Wiley and Sons Ltd.
- Stapledon, G. P. (1997). *Institutional Shareholders and Corporate Governance*. Oxford: Clarendon Press.
- Stattman, D. (1980). Book Values and Stock Returns. *The Chicago MBA: A Journal of Selected Papers*, 4, pp. 25-45.
- Steigenberger, N. (2014). Only a Matter of Chance? How Firm Performance Measurement Impacts Study Results. *European Management Journal*, 32, pp. 46-65.
- Stephenson, C. (2004). Leveraging Diversity to Maximum Advantage: The Business Case for Appointing Women to Boards. *Ivey Business Journal*, pp. 1-5.
- Van der Walt, N., & Ingley, C. (2003). Board Dynamics and the Influence of Professional Background, Gender and Ethnic Diversity of Directors. Em *Corporate Governance: An international Perspective* (Vol. 11, pp. 218-234). Wiley.
- Virtanen, A. (2012). Women on the Boards of Listed Companies: Evidence from Finland. *Journal o Management and Governance*, 16, pp. 571-593.

- Voussem, B., Burchard, C., Schweizer, D., & Schäffer, U. (2013). Sudden Top Management Turnovers and Their Effects on Capital Markets: Evidence from a Country with Low Managerial Discretion. Em *Corporate Governance in Mittelständischen Unternehmen* (pp. 149-184).
- Yermack, D. (1996). Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors. *Journal of Financial Economics*, 40, pp. 185-211.
- Zahra, S., & Pearce II, J. (1989). Board of Directores and Corporate Financial Performance: A Review and Integrative Model. *Journal of Management*, 15(2), pp. 291-334.
- Zahra, S., & Stanton, W. (1988). The Implications of Board of Directors Composition for Corporate Strategy and Performance. *International Journal of Management*, 5, 229-236.
- Zhu, D., & Shen, W. (2016). Why do Some Outside Successions Fare Better than Others? The Role of Outside CEO's Prior Experience with Board Diversity. *Strategic Management Journal*, 37, pp. 2695-2708.