

**Mulheres no Conselho Afetam o Desempenho Financeiro?  
Uma Análise da Representação Feminina nas Empresas Listadas na BM&FBOVESPA**

**Women in Board Affecting Financial Performance?  
An Analysis of Female Representation in Companies Listed on the BM&FBOVESPA**

**Claudio Pilar da Silva Júnior**

Mestre em Administração pela Universidade Federal da Paraíba  
Professor Assistente da Universidade Federal de Sergipe – UFS  
Cidade Univ. Prof. José Aloísio de Campos, Departamento de Administração  
Av. Marechal Rondon s/n, Rosa Elze, São Cristóvão – SE  
CEP: 49100-000  
**Email:** claudiopilar.adm@gmail.com

**Orleans Silva Martins**

Doutor em Ciências Contábeis pela Universidade de Brasília (UnB),  
Professor Adjunto do Departamento de Finanças e Contabilidade, do Programa de Pós-  
Graduação em Ciências Contábeis e do Programa de Pós-Graduação em Administração da  
UFPB  
Centro de Ciências Sociais Aplicadas - Departamento de Finanças e Contabilidade.  
Campus Universitário I - Jardim Cidade Universitária - João Pessoa, PB  
CEP: 58059-900  
**Email:** orleansmartins@yahoo.com.br

**Resumo**

Diante da crescente participação feminina no mercado de trabalho e, conseqüentemente, nos cargos de alta importância, o presente artigo teve por objetivo analisar a influência da participação feminina nos conselhos de administração sobre a performance das organizações. Utilizando uma amostra composta pelas empresas mais líquidas listadas na BM&FBovespa, nos períodos de 2010 a 2013, o presente estudo utilizou as variáveis: percentual de presença feminina e a *dummy* para presença feminina nos conselhos como proxies para análise da influência feminina sobre o desempenho financeiro das empresas. Observou-se que em média 63% das empresas analisadas não apresentam mulheres em seu conselho de administração. Adicionalmente, verificou-se uma baixa representação feminina nos conselhos, apresentando um percentual de 5,6%, em média, do gênero feminino nos conselhos de administração analisados. Inicialmente, comparando-se as características das organizações com e sem a presença feminina, observou-se que as empresas que possuíram uma diversidade de gênero apresentaram um melhor desempenho, capturados pelo Q de Tobin e pelo ROA, não se podendo rejeitar a hipótese de que as empresas com presença feminina nos conselhos de administração apresentam um desempenho financeiro maior do que as sem. Contrariando as evidências de estudos internacionais, não foi possível observar uma relação de endogeneidade na relação entre desempenho e a presença feminina nos conselhos de administração. Nesse sentido, buscou-se averiguar a relação entre a presença feminina e o desempenho financeiro por meio da estimação em mínimos quadrados ordinários e também pela utilização da regressão quantílica. Os resultados demonstraram que a presença feminina influenciou positivamente no desempenho financeiro, não se podendo rejeitar a Hipótese 2 da pesquisa.

**Palavras-chave:** Conselho de Administração; Performance; Gênero.

*Artigo submetido em agosto de 2016 e aceito em março pela editora Fernanda Sauerbronn, após processo de double blind review.*

*Versão preliminar apresentada no XV Congresso USP de Contabilidade e Controladoria (2015)*

## **Abstract**

In view of the increasing participation of women in the labor market and, consequently, in the positions of high importance, this research had the objective of analyzing the influence of female participation in boards of directors on the performance of organizations. Using a sample composed of the most liquid companies listed on BMF & Bovespa, from 2010 to 2013, the present study used the following variables: percentage of female presence and a dummy for female presence on boards as proxies for analysis of female influence on the financial performance of Companies. It was noted that on average 63% of the companies surveyed did not have women on their board. In addition, there was a low female representation in the councils, presenting a percentage of 5.6%, on average, of the female gender in the boards of administration analyzed. Initially, comparing the characteristics of the organizations with and without the female presence, it was observed that the companies that had a gender diversity presented a better performance, captured by the Tobin's Q and ROA, and it was not possible to reject the hypothesis that Companies with a female presence on boards of directors have a higher financial performance than those without. Contrary to the evidence from international studies, it was not possible to observe a relationship of endogeneity in the relation between performance and female presence in the boards of administration. In this sense, we sought to investigate the relationship between female presence and financial performance through estimation in ordinary least squares and using quantile regression. The results showed that the female presence positively influenced the financial performance, and Hypothesis 2 of the research cannot be rejected.

**Keyword:** Board of Directors; Performance; Gender.

## **1 Introdução**

A Governança Corporativa surgiu como um mecanismo de controle, por parte dos financiadores de capital, para assegurar que os gestores das organizações realizassem suas atividades de acordo com os interesses dos acionistas, além de evitar que os mesmos utilizassem os recursos da companhia em benefício próprio. Em geral, as práticas de governança corporativa buscam amenizar o problema entre principal e agente, promovendo maior transparência das atividades das organizações e dos seus administradores. Nesse sentido, essas práticas buscam alinhar as atividades dos executivos de uma organização com os interesses dos acionistas.

Adicionalmente, ressalta-se que as organizações no mercado de capitais atraem os investidores (poupadores de capital) por suas expectativas de ganhos. Dessa forma, a governança corporativa tem por objetivo facilitar a relação entre os investidores e as organizações (tomadoras de capital) e pode ser definida como a capacidade de as empresas atingirem eficazmente o seu propósito de proteger e promover os interesses das partes interessadas empresariais e da sociedade em geral, minimizando o envolvimento de agentes, a lei ou agentes reguladores (TURNBULL, 2010). Portanto, a boa governança permite a transparência de informações, fazendo com que os investidores recorram menos aos agentes reguladores na garantia de seus direitos.

Assim, a governança corporativa consiste em um conjunto de princípios que representam recomendações a serem empregadas nas organizações para contribuir com a sua longevidade. Dessa maneira, o senso comum considera as organizações aplicadoras das melhores práticas de governança corporativa como possuidoras de melhor desempenho e também as mais bem avaliadas pelo mercado no preço de suas ações (SILVEIRA, 2002), portanto, é de se pensar que a utilização das práticas de governança afete o desempenho das organizações.

O principal componente do sistema de governança corporativa é o conselho de administração, sendo por meio dele que são decididos os rumos dos negócios, visando o melhor interesse da organização (FERREIRA, 2010). A composição do conselho depende de uma variedade de fatores relacionados com a organização, como a visão estratégica da companhia e desafios particulares (TONELLO, 2010).

Verifica-se que o quesito gênero não faz parte das principais práticas a serem adotadas pelas organizações com adoção de práticas de governança, entretanto, esse é um tema que tem sido abordado internacionalmente e que evidencia um problema cultural e social, que é a baixa participação feminina nos cargos de decisão das organizações. Ainda, nota-se que a participação feminina nos conselhos de administração das corporações é reduzida tanto internacionalmente (FERREIRA, 2010; DEZSO; ROSS, 2012) quanto no Brasil (LAZZARETTI; GODOI, 2012; MADALOZZO, 2011), entretanto, observa-se um crescimento na taxa de participação feminina no mercado de trabalho brasileiro.

Com o aumento da participação feminina nos cargos importantes das organizações, pode-se verificar bons resultados em diversos países, nos quais a implementação de instrumentos legais exigindo percentuais mínimos de participação feminina nos conselhos é obrigatória (FERREIRA, 2010).

Os bons resultados da presença feminina ou mesmo a diversidade (inclusão das minorias) nas organizações decorrem da melhoria da tomada de decisão (ARFKEN; BELLAR, HELMS, 2004), pois as características comportamentais femininas tendem a influenciar positivamente as dinâmicas dos conselhos de administração (LAZZARETTI; GODOI, 2012; DEZSO; ROSS, 2012), permitindo uma oportunidade para as organizações testarem a diversidade de ideias, além de desenvolverem suas políticas públicas (ARFKEN; BELLAR, HELMS, 2004).

Muito administradores de empresas e outros interessados na boa governança acreditam que há uma relação positiva entre diversidade do conselho e valor da ação (CARTER; SIMKIS; SIMPSON, 2003). Todavia, enquanto a diversidade dentro dos conselhos de diretores pode ser um esforço altamente visível para demonstrar uma ausência de discriminação (ERHARDT; WERBEL; SHRADER, 2003), não é claro se essa diversidade tem um impacto sobre o desempenho organizacional, carecendo de uma melhor investigação teórica e empírica.

Assim, com o aumento da participação feminina nos conselhos de administração, este trabalho procurou analisar se a inserção feminina nos conselhos de administração resultou em um aumento do desempenho financeiro das organizações. Ressalta-se que a participação feminina no processo de tomada de decisão dos conselhos poderá resultar em decisões que são mais criativas e inovadoras, e que inspirarão e encorajarão outras mulheres a enfrentarem essas áreas, por meio da promoção de cargos para os novos membros do conselho do sexo feminino (LAZZARETTI; GODOI, 2012). Além de enriquecer o comportamento exibido pelos gerentes por toda a empresa e trazer benefícios informacionais e de diversidade social para grupo gerencial (DEZSO; ROSS, 2012).

Portanto, frente à crescente participação feminina no mercado de trabalho e, conseqüentemente, nos cargos de alta importância, o presente artigo tem por objetivo analisar a influência da participação feminina nos conselhos de administração sobre o desempenho financeiro das organizações.

## **2 Revisão da Literatura**

A teoria de agencia é a base mais utilizada na investigação das relações entre as características do conselho de administração e o valor das empresas, no entanto, por mais promissora que seja essa teoria, não há uma clara predição do papel da diversidade do

conselho no valor da empresa, no entanto, ao mesmo tempo, existe uma crença intuitiva de um efeito positivo da diversidade no mundo corporativo (CARTER; SIMKIS; SIMPSON, 2003). Verifica-se que as primeiras leis relacionadas a participação feminina nos conselhos de administração datam de 1993, em Israel. Após esse acontecimento, leis semelhantes foram implantadas em diversos países (África do Sul (1996), Irlanda (2004), Finlândia (2004), Islândia (2006), Suíça (2006) e Dinamarca (2009)), conforme estudo do Banco Mundial em 2011.

Um dos principais acontecimentos para a defesa da diversidade de gênero nos conselhos deu-se, principalmente, a partir da lei aprovada em 2003 na Noruega, em que a imposição da participação feminina nos conselhos ocasionou bons resultados para as corporações. Incentivados por esses resultados, países como a Bélgica, Espanha, França, Holanda, Itália e Malásia, também implantaram leis estabelecendo cotas reservadas para mulheres em empresas com ações negociadas em bolsa (IBGC, 2013).

Por outro lado, no Brasil, ainda não há nenhuma regulamentação sobre cotas para o gênero feminino no conselho de administração. Contudo, observa-se um primeiro passo nesse sentido com o projeto de lei 112/2010, em tramitação, impondo aos conselhos das empresas públicas, sociedades de economia mista e demais empresas controladas pela União um percentual mínimo de 40% de mulheres em sua composição até o ano de 2022. O objetivo principal desse projeto de lei é tornar efetiva a presença feminina na composição dos conselhos administrativos, para tentar corrigir distorções na ascensão feminina aos cargos executivos.

Essa imposição de leis, serve como um meio para superar o efeito teto de vidro (*glass ceiling*), que consiste em barreiras intransponíveis e invisíveis, mas perceptíveis na análise de progressão da carreira, que impossibilitam a ascensão feminina nas empresas, em virtude da classificação do gênero feminino como inferior (MADALOZZO, 2011), ou seja, consiste na restrição feminina a certos cargos e posições, como por exemplo, sendo limitadas a trabalhar em cargos de recursos humanos ou *staff* (ARFKEN; BELLAR, HELMS, 2004).

Outro ponto citado para a restrição do acesso feminino a cargos superiores está relacionado com o ramo do negócio. Por exemplo, Turnbull (2010) observou que os conselhos com maior participação feminina estão associados a áreas de bens de consumo e alimentação, entretanto, os conselhos de maior participação masculina estavam associados às áreas de infraestrutura, energia e eletrônicos. Nesse sentido, há indícios de que a participação feminina é mais relacionada a ramos específicos de negócios. Ressalta-se também que a presença feminina, ou mesmo a diversidade (inclusão das minorias), trará novos pontos de vista e ideias que conduzirão a melhores decisões. Por exemplo, em relação à inclusão feminina, por serem maioria na população, poderão ter uma melhor visão do ponto de vista populacional (ARFKEN; BELLAR, HELMS, 2004).

Além disso, a participação feminina é benéfica para as organizações, pois verifica-se que características comportamentais femininas tendem a influenciar positivamente as dinâmicas dos conselhos de administração, tais como: comunicação, empatia, aversão ao risco, busca pelo consenso, aspecto mais democrático (LAZZARETTI; GODOI, 2012; DEZSO; ROSS, 2012). Nesse sentido, as empresas que focam na diversidade buscam aumentar a sua participação nos mercados, produtividade, desenvolvimento da criatividade e efetividade. Logo, a participação feminina promove uma oportunidade para testar a diversidade de ideias, além de dar suporte a visão corporativa de políticas públicas (ARFKEN; BELLAR, HELMS, 2004).

Primeiramente, a diversidade promove um melhor entendimento do mercado, pois combina com a habilidade de penetrar em diferentes mercados e potenciais clientes. Adicionalmente, a diversidade potencializa a criatividade e inovação, bem como propicia uma melhor efetividade na resolução de problemas. Além disso, aliando esses aspectos na alta

cúpula da administração, poderá ocorrer um melhor entendimento das complexidades do ambiente e a tomada de decisões mais inteligentes. Por fim, a diversidade promove uma efetiva relação global da empresa, em termos de cultura (CARTER; SIMKIS; SIMPSON, 2003).

Estudos relacionados a participação feminina, em âmbito internacional, investigaram a relação entre a diversidade de gênero dos conselhos e o desempenho da empresa. Por exemplo, Carter, Simkis e Simpson (2003) utilizaram uma amostra de 1000 empresas da revista *Fortune* em 1997 e constataram que a diversidade de gênero nos conselhos, mensurada pelo percentual do gênero feminino, é associada positivamente com o desempenho da organização, mensurado pelo Q de Tobin. Ademais, Carter, Simkis e Simpson (2003) não constataram o efeito da diversidade do conselho sobre o desempenho financeiro para empresas incluídas na *Standard & Poor's 500* no período de 1998 a 2002 e também para 326 empresas da *Fortune* no ano de 2003.

Khan e Vieito (2013) analisaram se as organizações com *Chief Executive Officer* (CEO) feminino apresentavam o mesmo desempenho que empresas com CEO do sexo masculino, no mercado americano. Por meio de análise em painel, no período de 1992 a 2004, verificaram que o gênero do CEO importa no desempenho das organizações, sendo que organizações com CEO feminino apresentaram melhor desempenho e menor nível de risco do que empresas administradas por CEO masculino.

No mercado europeu, Rose (2007) verificou a relação entre diversidade do conselho e desempenho financeiro para empresas listadas no mercado dinamarquês, no qual observou uma relação insignificante. Já Belghiti-Mahut e Lafont (2010), no mercado acionário francês, constataram que a participação feminina tende a melhorar o desempenho financeiro.

Luckerath-Rovers (2013) investigou o desempenho financeiro de empresas holandesas, diferenciando-as pela presença ou não de mulheres. Como resultado, constatou que empresas com a participação feminina nos cargos de diretoria apresentaram desempenho financeiro superior as que não possuíam. Já Boubaker, Dang e Nguyen (2014) analisaram a influência da diversidade do conselho sobre o desempenho financeiro das empresas listadas na França no período de 2009 a 2011. Utilizando uma análise em painel, obtiveram como resultados uma relação negativa e estatisticamente significativa do percentual feminino no conselho sobre o desempenho financeiro, sugerindo que o aumento da participação feminina no conselho poderá ser contra produtivo para a empresa e conduzir para um baixo desempenho financeiro.

No Brasil, são poucas as pesquisas que analisaram o impacto da presença feminina nos conselhos de administração (ALMEIDA; KLOTZLE; PINTO, 2013). Lazarreti et al. (2013) analisaram a composição dos conselhos de administração, por gênero, das ações pertencentes às 99 empresas mais líquidas, listadas na BM&FBovespa no ano de 2011. Seus resultados evidenciaram uma baixa participação feminina nos conselhos, apenas 5,4%. Adicionalmente, de 836 posições existentes nos conselhos, apenas 45 delas foram ocupadas pelo gênero feminino.

Martins et al. (2012) buscaram identificar as principais características e competências dos conselhos dos bancos brasileiros e as suas relações com o desempenho financeiro das organizações, mensuradas pelo Retorno sobre o Ativo (ROA) e pelo Retorno sobre o Patrimônio (ROE). Utilizando dados financeiros dos anos de 2008 e 2009, verificaram que a quantidade de membros do gênero feminino influenciou de forma negativa e estatisticamente significativa o desempenho financeiro das organizações.

Por sua vez, Almeida, Klotzle e Pinto (2013) verificaram se a composição do conselho de administração afetava o valor e o desempenho das empresas. Utilizando 38 empresas do setor de energia elétrica, esperava-se encontrar uma relação positiva, ou seja, quanto maior a porcentagem feminina no conselho de administração, maior o valor da empresa e seu

desempenho. Contudo, contrariando o esperado, os resultados da regressão em painel, realizados para o período de 2005 a 2010, apresentaram uma relação negativa e estatisticamente não significativa entre a presença feminina e o valor e o desempenho das organizações, mensurados pelo Q de Tobin, ROA e ROE.

Já Massaini et al. (2014) utilizando dados do primeiro trimestre de 2014 de 202 empresas listadas como ativas da BM&FBovespa, encontraram uma relação positiva e significativa da participação feminina no conselho de administração das empresas, em valores percentuais, com seu resultado financeiro, mensurado pelo Q de Tobin.

Por fim, com base nas evidências da revisão da literatura, foram estabelecidas duas hipóteses para esta pesquisa:

**H1:** As empresas com presença feminina nos conselhos de administração apresentam um desempenho financeiro superior às sem.

**H2:** A presença feminina nos conselhos de administração influencia diretamente no aumento do desempenho financeiro.

### **3 Metodologia**

#### **3.1 Dados e Amostra**

A amostra deste estudo foi constituída pelas empresas mais líquidas da BM&FBovespa, listadas no índice IBRX 100, no qual foi considerada as ações pertencentes à carteira teórica ao final de cada ano, de 2010 a 2013. Escolheu-se esse período, em virtude de no ano de 2010 ocorrer a obrigatoriedade de padronização das demonstrações contábeis. Adicionalmente, a razão para a escolha dessas empresas está relacionada ao fato de elas possuírem os ativos mais visíveis no mercado de ações brasileiro e, como tal, podem ser tratados como representantes dos conselhos de administração das empresas brasileiras (KELLEN et al., 2013). Por fim, embora a utilização de apenas empresas com ações listadas na bolsa possa enviesar os resultados, é nessas empresas que ocorre de fato a separação entre propriedade e controle (SILVEIRA, 2004).

Baseado nos trabalhos anteriores, buscou-se verificar a significância da participação feminina no conselho de administração sobre o desempenho das empresas. Neste artigo, como variável de desempenho, foi utilizada a aproximação do Q de Tobin proposta por Chung e Pruitt's (1994), definido como a relação entre o valor de mercado da empresa e o custo de reposição de seus ativos físicos, conforme Equação 1.

$$Q_{i,t} = \frac{VMA_{i,t} + D_{i,t}}{AT_{i,t}} \quad (1)$$

Em que  $Q_{i,t}$  é o Q de Tobin para a empresa  $i$  no ano  $t$ , VMA é o valor de mercado das ações para a empresa  $i$  no ano  $t$ , AT é o ativo total da firma para a empresa  $i$  no ano  $t$ , medido pelo seu valor contábil, e D é o valor contábil da firma para a empresa  $i$  no ano  $t$ , calculado conforme Equação 2.

$$D = VCPC - VCAC + VCE + VCDLP \quad (2)$$

Em que, VCPC é o valor contábil do passivo circulante da firma, VCAC é o valor contábil do ativo circulante da firma, VCE é o valor contábil do estoque e VCDLP é o valor contábil da dívida de longo prazo.

Em consonância com Campbell e Minguez-Vera (2008) e Boubaker, Dang e Nguyen (2014), foram utilizadas duas medidas para avaliar a participação feminina no conselho de administração sobre o desempenho das organizações. A primeira *proxy* para a diversidade do conselho foi uma variável *dummy*, DFEM, que assumiu valor igual a 1 quando houve a presença feminina no conselho e 0, caso contrário. A segunda *proxy* utilizada foi a percentagem feminina no conselho, PFEM, calculada pela razão entre o número de mulheres no conselho e o número de membros total do conselho de administração.

Adicionalmente, para tentar melhor mensurar o efeito da participação feminina, foram incluídas algumas variáveis de controle que poderiam influenciar no desempenho corporativo. O Quadro 1 evidencia a descrição das variáveis utilizadas.

**Quadro 1** – Variáveis utilizadas

Variável	Acrônimo	Descrição	Efeito esperado
Alavancagem Financeira	ALAV	Obtido pelo quociente entre a dívida financeira total e o ativo total da empresa, ambos medidos em valores contábeis, em reais nominais, ao final de cada exercício social	Negativo
Tamanho da Empresa	TAM	Obtido pelo logaritmo neperiano do ativo total da empresa, medido em valores contábeis, em reais nominais, ao final de cada exercício social	Negativo
Tamanho do Conselho	NCA	Número de participantes do conselho de administração	Positivo
Retorno sobre o ativo	Roa	Variável de desempenho, operacionalizada como sendo o lucro operacional sobre o ativo total, medidos em valores contábeis, em reais nominais, ao final de cada exercício social	Positivo
<i>Dummy</i> para Governança	DG	<i>Dummy</i> para distinção das empresas participantes de níveis mais elevados de governança corporativa. Apresentando valor 1 para empresas listadas nos níveis 2 e Novo Mercado e 0 para o Nível 1 e segmento Tradicional	Positivo

Os dados contábeis utilizados nesta pesquisa foram obtidos junto ao banco de dados da Economatica. Por sua vez, os dados referentes à governança corporativa das empresas foram obtidos junto ao anuário de governança corporativa apresentado na Revista Capital Aberto.

### 3.2 Descrição do Modelo

Baseado nos estudos de Campbell e Minguez-Vera (2008) e Boubaker, Dang e Nguyen (2014) foi testado o modelo de mínimos quadrados ordinários e o modelo de regressão quantílica, conforme Equação 3.

$$Q_{it} = \beta_0 + \beta_1 Fem_{it} + \beta_2 Roa_{it} + \beta_3 Tam_{it} + \beta_4 Alav_{it} + \beta_5 DG_{it} + \beta_6 Nca_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

Em que,  $Q_{it}$  é a *proxy* para o desempenho financeiro para a empresa  $i$  no ano  $t$ ,  $Fem_{it}$  é a *proxy* para a presença feminina no conselho, sendo mensurado pela *dummy* de presença de ao menos uma mulher no conselho (DFem) ou pelo Percentual feminino no conselho em relação ao tamanho total do conselho (PFem).  $Roa_{it}$  é o retorno sobre o ativo para a empresa  $i$  no ano  $t$ ,  $Tam_{it}$  é o tamanho da empresa  $i$  no ano  $t$ ,  $Alav_{it}$  é o grau de alavancagem financeira

para a empresa  $i$  no ano  $t$ ,  $DG_{it}$  é a variável *dummy* para o nível de governança e  $Nca_{it}$  é a variável representando o tamanho do conselho de administração da empresa  $i$  no ano  $t$ .

#### 4 Resultados

A amostra foi constituída pelas empresas mais líquidas da BM&FBOVESPA, listadas no IBRX 100, no período de 2010 a 2013. Nesse sentido, inicialmente, obteve-se uma amostra composta por 120 empresas e 477 observações, porém após verificação, os dados das empresas com *missing values* foram retirados, fazendo com que a amostra final deste estudo fosse composta por 366 observações.

A Tabela 1 apresenta as estatísticas descritivas para os dados analisados. A média do valor do Q de Tobin foi 1,87, sugerindo que o valor de mercado médio das empresas na amostra em médio foi maior do que o seu valor contábil. As empresas apresentaram uma alta variabilidade de seu desempenho, apresentando um valor mínimo para o Q de Tobin de 0,20 e máximo de 8,67, com desvio padrão de 1,44. Os resultados encontrados foram superiores aos observados por Boubaker, Dang e Nguyen (2014), mas inferiores aos apresentados por Carter et al (2003).

**Tabela 1** – Estatísticas descritivas das empresas na amostra

Variáveis	Média	Mediana	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
Q de Tobin	1,870	1,357	1,442	0,200	8,676
Participação Feminina (%)	0,056	0,000	0,082	0,000	0,400
<i>Dummy</i> feminina	0,374	0,000	0,485	0,000	1,000
Tamanho Conselho	8,574	8,000	2,255	5,000	17,000
Tamanho Empresa	15,654	15,412	1,244	12,922	20,266
Alavancagem	20,220	18,500	15,790	0,000	67,6
Retorno Sobre o Ativo	0,9160	0,884	0,140	-1,509	0,645

Adicionalmente, observa-se que a proporção média feminina nos conselhos foi aproximadamente 5,6%, percentual considerado baixo em relação aos estudos em âmbito internacional (BOUBAKER; DANG; NGUYEN, 2014, 2014, DANG; BENDER; SCOTTO, 2014) e pouco superior ao encontrado no Brasil por Lazzaretti *et al.* (2013), que foi de 5,4%. Por outro lado, observa-se que as mulheres compõem até 40,0% das cadeiras do conselho, valor superior ao apresentado pelo relatório do IBGC (2011), reforçando que algumas empresas já implementam o crescimento da participação feminina nos conselhos. Ademais, observa-se que, da amostra em estudo, apenas 37,4% das empresas apresentam no mínimo uma mulher em seu conselho de administração, valor semelhante ao Lazzaretti e Godoi (2012), também considerado um valor baixo em relação aos estudos utilizados como referência (BOUBAKER; DANG; NGUYEN, 2014, DANG; BENDER; SCOTTO, 2014).

A Tabela 2 apresenta a matriz de correlação das variáveis. Nela é possível observar que, com exceção da variável para o tamanho do conselho ( $nca$ ), todas as variáveis demonstraram uma correlação significativa com a variável dependente ( $qtobin$ ). Conforme esperado, há indícios de que a participação feminina, o nível de governança corporativa e o retorno sobre o ativo influenciaram diretamente no aumento do desempenho financeiro, enquanto que o número de membros do conselho de administração, o tamanho da empresa e o grau de alavancagem influenciaram negativamente.



Tabela 2 - Matriz de Correlação

	Qtobin	Dfem	Pfem	Dg	Nca	Roa	Tam	Alavac
Qtobin	1							
Dfem	0,102*	1						
Pfem	0,099*	0,895***	1					
Dg	0,121**	-0,024	0,013	1				
Nca	-0,071	0,069	-0,065	-0,302***	1			
Roa	0,509***	0,130**	0,122**	-0,069	0,037	1		
Tam	-0,332**	-0,016	-0,068	-0,551***	0,462***	-0,034	1	
Alavac	-0,245***	0,049	0,043	-0,042	-0,001	-0,102*	0,089*	1

\*, \*\*, \*\*\* significativos estatisticamente a 10%, 5% e 1% respectivamente.

Em seguida, verificou-se se as características das empresas estão relacionadas com a presença feminina, seguindo os mesmos procedimentos adotados por Adams e Ferreira (2009), Belghiti-MMahut e Lafont (2010) e Boubaker, Dang e Nguyen (2014). A Tabela 3 apresentou que, em média, quando comparadas, as empresas que possuíam participação feminina apresentaram um melhor desempenho, capturado pelo Q de Tobin e pelo ROA, estatisticamente significantes aos níveis de 10 e 5%, respectivamente, não se podendo rejeitar a Hipótese 1 da pesquisa. Entretanto, quando comparadas pelas características de tamanho da empresa, alavancagem e tamanho do conselho, não foi possível constatar a diferença significativa das médias entre os grupos.

Tabela 3 – Comparação das médias das empresas com base na presença feminina

Variável	Empresas com presença feminina no Conselho (n=137)	Empresas sem a presença feminina no Conselho (n=239)	p-Valor
Q de Tobin	2,060	1,756	0,051
Retorno Sobre o Ativo	0,115	0,077	0,012
Tamanho da Empresa	15,627	15,670	0,753
Alavancagem	21,228	19,616	0,330
Tamanho do Conselho	8,774	8,454	0,199

Conforme sugere Carter et al. (2003), a relação entre composição do conselho e desempenho poderá sofrer problemas de endogeneidade. Em outras palavras, a presença de mulheres no conselho administrativo poderá criar valor e conduzir a um alto desempenho. Por outro lado, maiores proporções de mulheres conselheiras são predominantes nas empresas de melhor desempenho que estão mais dispostas a assumirem riscos com a nomeação de mulheres em seus conselhos de administração (BOUBAKER; DANG; NGUYEN, 2014).

Assim sendo, a condução de regressão por mínimos quadrados, ignorando o problema de endogeneidade, pode conduzir a viés de estimação e a erros de interpretação. Nesse sentido, consistente com Carter et al. (2003), Campbell e Minguez-Vera (2008) e Boubaker, Dang e Nguyen (2014), para lidar com o problema de endogeneidade utilizou-se a estimação por mínimos quadrados em dois estágios, conforme a Equação 4.

$$Q_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Fem_{it} + \sum \alpha x + \varepsilon_{it}$$

$$Fem_{it} = \beta_0 + \beta_1 Q_{it} + \sum \alpha z + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

Neste sistema de equações, o desempenho da empresa e a diversidade de gênero do conselho são conjuntamente determinados para captar todos os mecanismos de *feedback* que podem estar envolvidos com as suas relações (BOUBAKER; DANG; NGUYEN, 2014). Os

vetores  $x$  e  $z$  são variáveis exógenas que são determinadas "fora" do sistema. O vector  $x$  inclui a Alavancagem, o Roa e o tamanho da empresa, enquanto que o vector  $z$  inclui Tamanho do Conselho e o Tamanho da Empresa. Com isso, espera-se que a relação entre a participação feminina e o desempenho financeiro seja negativa, ao se considerar o problema de endogeneidade das variáveis.

Por influência dos resultados de endogeneidade nos estudos internacionais, iniciou-se primeiramente a estimação por Mínimos Quadrados em 2 Estágios (MQ2E), sendo os resultados apresentados na Tabela 4. Conforme os resultados, observa-se que o percentual feminino no conselho é negativamente relacionado com o desempenho financeiro, mensurado pelo Q de Tobin, enquanto que a *dummy* para a presença feminina apresentou influência positiva sobre o desempenho. Entretanto, ambos não apresentaram significância estatística.

Resultado semelhante é apresentado também por Adams e Ferreira (2009), que relataram que a relação entre a presença feminina e o desempenho financeiro se torna negativa após ocorrer o tratamento estatístico com relação a endogeneidade.

**Tabela 4** – Resultados da Regressão por Mínimos Quadrados em 2 Estágios

Variável	Coefficiente	Variável	Coefficiente
Intercepto	9,031***	Intercepto	6,361***
Presença feminina	-16,161	D(feminina)	2,062
Alavancagem	-0,010	Alavancagem	-0,020***
Retorno Sobre o Ativo	6,161***	Retorno Sobre o Ativo	3,978***
TAM da empresa?	-0,420***	TAM	-0,334***

\*\*\*, \*\*, \* Significante ao nível de 10%; de 5% e de 1%, respectivamente.

Adicionalmente, verifica-se que as demais variáveis apresentam significância estatística sobre o desempenho financeiro. Observa-se que tanto a Alavancagem quanto o Tamanho apresentam influência negativa sobre o desempenho financeiro, enquanto que o ROA apresentou influência positiva sobre o Q de Tobin.

Contudo, o estimador de Mínimo Quadrados em 2 Estágios é menos eficiente que o de MQO, quando as variáveis explicativas são exógenas, isto é, na ausência de endogeneidade. Sendo assim, conforme ressalta Wooldridge (2011), torna-se útil fazer um teste de endogeneidade de uma variável explicativa que mostre se a utilização de MQ2E é necessária. Nesse sentido, realizou-se o teste de endogeneidade proposto por Hausman, cuja Hipótese Nula ( $H_0$ ) atesta que todas as variáveis instrumentais são não correlacionadas com o erro, enquanto a Hipótese Alternativa ( $H_1$ ) indica que pelo menos uma das variáveis instrumentais não é exógena.

O teste de Hausman faz uma comparação das estimativas de MQO e MQ2E para determinar se as diferenças são estatisticamente significantes. Nesse sentido, se as estimativas geradas pelos modelos diferirem de forma significativa, conclui-se que a variável em análise é endógena. Assim, ao se rejeitar o teste de Hausman, significa que pelo menos umas das variáveis instrumentais não é exógena, indicando a estimação por MQ2E. O resultado do teste de Hausman indicou um p-valor de 0,791, superior ao nível de significância de 0,05. Portanto, conclui-se pela não rejeição da hipótese nula, indicando a não endogeneidade da variável explicativa. Nesse sentido, a estimação do modelo de mínimos quadrados em dois estágios, sem a presença de variáveis explicativas endógenas, produz estimadores ineficientes, ou seja, que não possuem variância mínima.

Com a não rejeição da hipótese nula do teste de Hausman, calculou-se a estimativa da influência feminina no desempenho financeira da empresa por Mínimos Quadrados Ordinários, conforme Equação 3. Os resultados apresentaram que a presença feminina, mensurada pelo percentual em relação a número total do conselho ou pela *dummy* para

presença feminina nos conselhos, apresentaram um efeito positivo sobre o desempenho. Porém, ambas não significativas estatisticamente, apresentados na Tabela 5.

**Tabela 5** – Regressão por MQO da influência da participação feminina sobre o desempenho financeiro

Painel A				
Variável Explicativa	Coefficiente	Erro padrão <sup>a</sup>	Estatística <i>t</i>	<i>p</i> -valor
Constante	7,578	1,031	7,345	0,000***
Presença feminina <sup>b</sup>	0,503	0,666	0,755	0,451
Retorno Sobre o Ativo	4,866	1,372	3,544	0,000***
Tamanho da Empresa	-0,393	0,056	-6,986	0,000***
Alavancagem	-0,015	0,004	-3,501	0,000***
<i>Dummy</i> Governança	-0,071	0,176	-0,406	0,685
Tamanho do Conselho	0,040	0,028	1,393	0,164

Painel B			
Descrição	Valor	Descrição	Valor
R <sup>2</sup>	0,392	Teste F (Estatística)	38,619
R <sup>2</sup> ajustado	0,382	Teste F ( <i>p</i> -value)	0,000

Notas: <sup>a</sup> Erros padrões ajustados heterocedasticidade, usando correção de White, uma vez que a hipótese nula de homocedasticidade foi rejeitada, ao nível de 1%, pelo teste White. Adicionalmente, realizou-se o teste para autocorrelação pelo teste LM, não se rejeitando a hipótese nula de autocorrelação. O Teste Jarque-Bera rejeitou a hipótese nula de distribuição normal, entretanto, de acordo com o teorema do limite central e considerando que foram utilizadas 366 observações, o pressuposto da normalidade pode ser relaxado (BROOKS, 2008). Adicionalmente, a correção de Newey-West aumenta o erro padrão, diminuindo a estatística *t*, tornando sua estimativa mais robusta. Para detectar a presença de multicolinearidade, fez-se uso do teste FIV (*variance inflation factor*). Obteve-se um FIV de 1,31, concluindo-se pela inexistência de colinearidade (LEVINE; BERENSON; STEPHAN, 2000).

<sup>b</sup> Quando utilizou-se a *dummy* como variável explicativa, obteve-se um coeficiente de valor igual a 0,113, não significativo estatisticamente.

\* Significante ao nível de 1%.

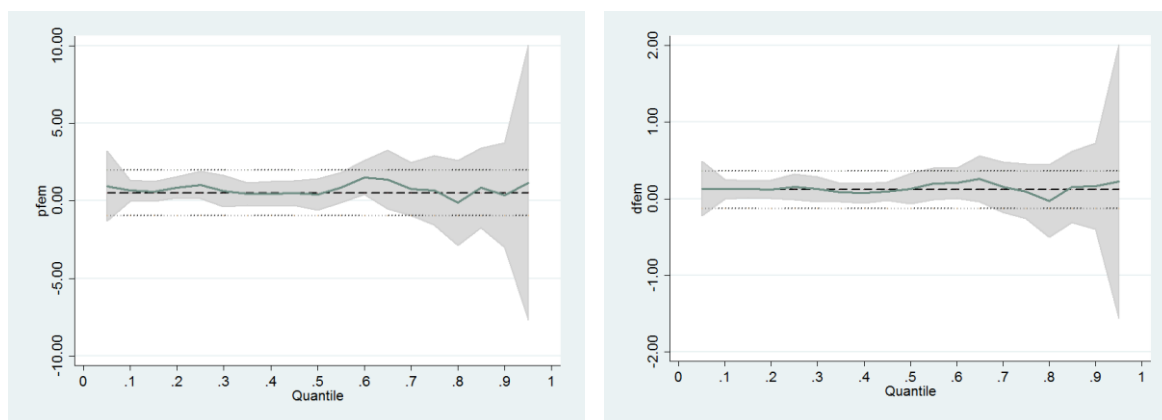
Em relação às variáveis de controle, observa-se que o ROA, conforme esperado, apresentou uma relação positiva e significativa na explicação do desempenho. Ademais, conforme esperado, a variável Tamanho apresentou relação negativa e significativa, indicando que quanto maior o tamanho da empresa menor tende a ser o desempenho. Resultado semelhante foi observado pela variável Alavancagem, indicando que quanto maior a alavancagem da organização, menor tende a ser o seu desempenho. Já a variável para o Tamanho do Conselho e a *dummy* para os níveis de Governança Corporativa não apresentaram significância estatística na explicação do desempenho das organizações.

Com o intuito de analisar o efeito das variáveis independentes sobre medidas de posição ao longo de toda a variável dependente, e não só de sua média, conforme ocorre por MQO, optou-se por uma estimação mais robusta por meio de regressão quantílica (KOENKER; HALLOCK, 2001), que elimina problemas de não normalidade de supostos erros, heterocedasticidade e a presença de *outliers* de resíduos, clássicos nos modelos de mínimos quadrados ordinários.

Inicialmente, buscou-se verificar o comportamento dos quantis das variáveis *pfem* e *dfem* sobre a variável desempenho financeiro por meio da análise gráfica. Na Figura 1, o eixo das abscissas representa os coeficientes das variáveis *pfem* (esquerda) e *dfem* (direita), enquanto que o eixo das ordenadas representa os quantis para o desempenho financeiro, por fim, a área sombreada representa o intervalo de confiança para os coeficientes da regressão quantílica.

Na Figura 1, pode-se observar que a relação esperada entre as variáveis para mensuração da participação feminina e o desempenho financeiro é positiva, porém não é

possível afirmar que a mesma é crescente ao longo dos quantis. Verifica-se que há uma influência maior da presença feminina dos quantis situados fora do ponto central, justificando a abordagem por meio da regressão quantílica.



**Figura 1** – Quantis das variáveis pfem e dfem e sua relação com o desempenho financeiro

Ademais, pode-se observa-se uma comparação dos coeficientes para a participação feminina estimados por meio da estimação quantílica (linha verde) e ao coeficiente estimado por mínimos quadrados ordinários (linha central pontilhada).

A Tabela 6 apresenta os resultados de alguns dos quantis utilizados para elaboração dos gráficos na Figura 1. Em oposição aos resultados da regressão por mínimos quadrados ordinários, verifica-se que pela estimação quantílica, a variável para mensuração da participação feminina apresentou-se positiva e estatisticamente significativa na explicação do desempenho financeiro, não se podendo rejeitar a Hipótese 2 da pesquisa. Ademais, os coeficientes para as variáveis para mensuração da participação feminina não apresentaram uma alta dispersão, mantendo o seu sinal ao longo dos quantis.

**Tabela 6** – Resultados da regressão quantílica

Painel A - variável percentual feminino						
Variável	$\tau = 0,10$	$\tau = 0,25$	$\tau = 0,50$	$\tau = 0,65$	$\tau = 0,75$	$\tau = 0,90$
Constante	2,101 <sup>***</sup>	3,402 <sup>***</sup>	5,381 <sup>***</sup>	7,945 <sup>***</sup>	9,651 <sup>***</sup>	13,198
Pfem	0,655 <sup>*</sup>	1,023 <sup>**</sup>	0,423	1,359 <sup>*</sup>	0,692	0,381
Roa	3,689 <sup>***</sup>	3,587 <sup>***</sup>	6,062 <sup>***</sup>	6,342 <sup>***</sup>	5,789 <sup>***</sup>	5,839 <sup>***</sup>
Tam	-0,102 <sup>**</sup>	-0,173 <sup>***</sup>	-0,260 <sup>***</sup>	-0,397 <sup>***</sup>	-0,451 <sup>***</sup>	-0,713 <sup>***</sup>
Alavac	-0,002	-0,005 <sup>**n</sup>	-0,008 <sup>***</sup>	-0,012 <sup>***</sup>	-0,172 <sup>***</sup>	-0,199 <sup>**</sup>
Dg	0,038	0,103	-0,237	-0,152	-0,357	-0,801
Nca	0,005	0,011	-0,013	-0,010	-0,035	0,196 <sup>*</sup>
Pseudo R <sup>2</sup>	0,188	0,193	0,244	0,278	0,294	0,293
Painel B -variável dummy feminino						
Variável	$\tau = 0,10$	$\tau = 0,25$	$\tau = 0,50$	$\tau = 0,65$	$\tau = 0,75$	$\tau = 0,90$
Constante	2,464 <sup>***</sup>	3,250 <sup>***</sup>	5,472 <sup>***</sup>	7,776 <sup>***</sup>	9,392 <sup>***</sup>	14,214 <sup>***</sup>
Dfem	0,124 <sup>**</sup>	0,154 <sup>*</sup>	0,129	0,257 <sup>***</sup>	0,097	0,161
Roa	3,500 <sup>***</sup>	3,657 <sup>***</sup>	5,881 <sup>***</sup>	5,866 <sup>***</sup>	5,705 <sup>***</sup>	5,972 <sup>***</sup>
Tam	-0,123 <sup>***</sup>	-0,157 <sup>***</sup>	-0,260 <sup>***</sup>	-0,382 <sup>***</sup>	-0,431 <sup>***</sup>	-0,781 <sup>***</sup>
Alavac	-0,003	-0,005 <sup>**</sup>	-0,009 <sup>***</sup>	-0,013 <sup>***</sup>	-0,017 <sup>***</sup>	-0,019 <sup>**</sup>
Dg	0,007	0,051	-0,020	-0,197	-0,314	-1,043 <sup>*</sup>
Nca	0,006	0,001	-0,217	-0,0128	-0,040	0,214
Pseudo R <sup>2</sup>	0,190	0,192	0,244	0,278	0,294	0,294

<sup>\*, \*\*, \*\*\*</sup> significativos estatisticamente a 10%, 5% e 1% respectivamente.

## 5 Conclusão

Frente à crescente participação das mulheres no mercado de trabalho e, conseqüentemente, nos cargos de alta importância, o presente artigo teve por objetivo analisar a influência da participação feminina nos conselhos de administração sobre o desempenho financeiro das organizações.

Observou-se que em média 63% das empresas analisadas não apresentam mulheres em seu conselho de administração, verifica-se que a baixa participação feminina nos conselhos pode estar relacionada a fatores culturais e sociais (LAZZARETTI E GODOI (2012)). Uma das prováveis causas para a baixa participação feminina nos conselhos pode ser o efeito do teto de vidro, fenômeno discriminatório, caracterizado pela dificuldade da ascensão hierárquica feminina e também pela desvalorização do seu trabalho. Em virtude desse fenômeno ter origem em fatores culturais e, no caso brasileiro, ter-se uma sociedade machista, acredita-se ser necessário, esforços por parte do governo, das organizações e das mulheres para superação dessa barreira.

Adicionalmente, acredita-se que o efeito da participação feminina poderia ter sido maior sobre o desempenho financeiro. Contudo, a mera inclusão feminina nos conselhos não desvincula a estrutura de dominação masculina. Uma possível explicação para isso é o tokenismo, fenômeno no qual a inserção da minoria, neste caso a inclusão feminina, em grupos onde há a prevalência de grupos dominantes, não possui o mesmo poder, nem a influência do grupo dominante, em virtude de ser minoria, portanto, não interferindo muito nos resultados. Nesse sentido, esforços para o aumento da participação feminina e das minorias em cargos de alta hierarquia e decisórios deverão ser necessários para promover de fato a diversidade e os benefícios por ela.

## Referências

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

ARFKEN, D. E.; BELLAR.; S. L. HELMS, M. M. The Ultimate Glass Ceiling Revisited: The Presence of Women on Corporate Boards. **Journal of Business Ethics** 50, p. 177 – 186, 2004.

ALMEIDA, R. S.; KLOTZLE, M. C.; PINTO, A. C. F. Composição do Conselho de Administração no setor de energia elétrica do Brasil. **Revista de Administração da UNIMEP**, v.11, n.1, Janeiro/Abril, 2013.

BELGHITI-MAHUT, S., LAFONT, A.-L. Lien entre présence des femmes dans le top management et performance financière des entreprises en France. **Gestion**, 27(5), 131-146, 2010.

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>

CAMPBELL, K., MINGUEZ-VERA. Gender diversity in the boardroom and firm financial performance. **Journal of Business Ethics**, vol. 83, p 435-451, 2008.

CARTER, D A., SIMKINS, B. J., SIMPSON, W. G. Corporate Governance, Board Diversity, and Firm Value. **The Financial Review**, v. 38, p. 33-53, 2003.

CHUNG, K. H., PRUITT, S. W. A simple approximation of Tobin's q. **Financial Management**, vol. 23, p. 70-74, 1994.

DANG, R.; BENDER, A.; SCOTTO, M. Women on French corporate board of directors: How do they differ from their male counterparts? **The Journal of Applied Business Research**, v. 30, n.2, 2014.

ERHARDT, N. L.; WERBEL, J. D.; SHRADER, C. B. Board of director diversity and firm financial performance. **Corporate Governance: an international review**, v.11, p. 102 -111, 2003.

FERREIRA, D. Board diversity. In: Baker, H. K., Anderson, R. (Ed.). *Corporate governance: a synthesis of theory, research, and practice*. The Robert W. Kolb series in finance. New Jersey: Wiley, 2010.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). Relatório de Mulheres na Administração das Empresas Brasileiras Listadas – 2010 e 2011. São Paulo, 2013.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. Theory of firm: managerial behavior. Agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, 3, 1976.

KHAN, W. A.; VIEITO, J. P. CEO gender and firm performance. **Journal of Economics Business** 67, p. 55-66, 2013.

KOENKER, R.; HALLOCK, K. F. Quantile Regression. **Journal of Economic Perspectives**, v. 15, n. 4, 2001.

LAZZARETTI, K.; GODOI, C. K. A participação feminina nos conselhos de administração das empresas brasileiras: uma análise das características de formação acadêmica e experiência profissional à luz da teoria do capital humano. **Revista Gestão & Conexões**, Vitória (ES), v. 1, n. 1, 2012

LAZZARETI, K. et al. Gender diversity in the boards of directors of Brazilian businesses. **gender in Management: an International Journal**, vol. 28, n. 2, p. 94-110, 2013.

LUCKERATH-ROVERS, M. Women on boards and firm performance. **Journal Management and Governance**17, p. 491-509, 2013.

MADALOZZO, R. "CEOs e Composição do Conselho de Administração: a falta de identificação pode ser motivo para existência de teto de vidro para mulheres no Brasil?", **RAC**, Vol. 15 No. 1, pp. 126-37, 2011.

MARTINS, O. S. et al. Características e competências dos conselhos de administração de bancos brasileiros e sua relação com seu desempenho financeiro. **Revista Universo Contábil**, v.8, n. 3, p. 40-61, 2012.

MASSAINI, S. A. et al. Análise da representação feminina na alta administração e sua relação com o desempenho financeiro da empresa. **In:** XVII Seminários em Administração. Outubro de 2014. São Paulo, 2014.

ROSE, C. Does female board representation influence firm performance? The Danish evidence. **Corporate Governance: An International Review**, 15: 404–413, 2007.

SILVEIRA, A. D. M. *Governança Corporativa, Desempenho e Valor da Empresa no Brasil*. Dissertação (Mestrado em Administração) –Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. São Paulo: Universidade de São Paulo. 152p, 2002.

TONELLO, M. Board composition and organization issues. In: Baker, H. K., & Anderson, R. (Ed.). *Corporate governance: a synthesis of theory, research, and practice*. The Robert W. Kolb series in finance. New Jersey: Wiley, 2010.

TURNBULL, C. S. S. **What's wrong with corporate governance best practices?** In: Baker, H.K., & Anderson, R. (Ed.). *Corporate governance: a synthesis of theory, research, and practice*. The Robert W. Kolb series in finance. New Jersey: Wiley, 2010.

WOOLDRIDGE, J. **Introdução à econometria:** Uma abordagem moderna. São Paulo: Cengage Learning, 2011.