



Revista Brasileira de Finanças

ISSN: 1679-0731

rbfin@fgv.br

Sociedade Brasileira de Finanças

Brasil

Carvalho da Silva, André Luiz; Margem, Helena
Mulheres em Cargos de Alta Administração Afetam o Valor e Desempenho das Empresas
Brasileiras?

Revista Brasileira de Finanças, vol. 13, núm. 1, enero, 2015, pp. 102-133

Sociedade Brasileira de Finanças

Rio de Janeiro, Brasil

Disponível em: <http://www.redalyc.org/articulo.oa?id=305842561004>

- Como citar este artigo
- Número completo
- Mais artigos
- Home da revista no Redalyc

redalyc.org

Sistema de Informação Científica

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

Projeto acadêmico sem fins lucrativos desenvolvido no âmbito da iniciativa Acesso Aberto

Mulheres em Cargos de Alta Administração Afetam o Valor e Desempenho das Empresas Brasileiras?

(Do Women in Top Management Affect the Value and Performance of Brazilian Firms?)

André Luiz Carvalhal da Silva*
Helena Margem**

Resumo

Este trabalho tem como objetivo identificar se a presença de mulheres no conselho de administração e diretoria gera impacto no valor e desempenho das empresas brasileiras de capital aberto. A literatura internacional indica que não existe uma relação única e definida entre a presença feminina em cargos de alta administração, valor e desempenho das firmas. Alguns estudos mostram um efeito positivo da participação de mulheres em cargos de alta administração, enquanto outras pesquisas encontram uma relação negativa ou não significativa. O presente trabalho estuda a relação entre a presença feminina na alta administração, valor e desempenho das firmas no Brasil, analisando 383 empresas de capital aberto no período de 2002 a 2009. Os resultados indicam que, em geral, não existe uma relação estatisticamente significativa entre a presença de mulheres em cargos de alta administração e o valor e desempenho das empresas no Brasil. No entanto, em alguns modelos econométricos, empresas que possuem pelo menos duas mulheres no conselho de administração tendem a apresentar maior valor e melhor desempenho.

Palavras-Chave: Mulheres; Conselho de administração; Diretoria; Valor e desempenho de empresas; Brasil.

Códigos JEL: G32, G34, J16, L25.

Submetido em 05 de outubro de 2014. Reformulado em 03 de fevereiro de 2015. Aceito em 01 de julho de 2015. Publicado on-line em 5 de novembro de 2015. O artigo foi avaliado segundo o processo de duplo anonimato além de ser avaliado pelo editor. Editor responsável: Ricardo Leal.

*PUC-Rio, Rio de Janeiro, RJ, Brasil. E-mail: andrec@coppead.ufrj.br

**EPGE/FGV, Rio de Janeiro, RJ, Brasil. E-mail: margem.helena@gmail.com

Rev. Bras. Finanças (Online), Rio de Janeiro, Vol. 13, No. 1, January 2015, pp. 102–133

ISSN 1679-0731, ISSN online 1984-5146

©2015 Sociedade Brasileira de Finanças, under a Creative Commons Attribution 3.0 license - <http://creativecommons.org/licenses/by/3.0>

Abstract

This study analyzes if the presence of women on boards of directors and in top executive positions has impact on firm value and performance. The international literature shows that there is not a unique and defined relation between female participation on boards of directors and top executive positions and firm value and performance. Some studies show a positive effect of the female participation, whereas others present a negative or no significant relation. This work studies the female influence on firm value and performance in Brazil. The analysis of 383 publicly traded companies from 2002 to 2009 indicates that the relationship between the presence of women in top management, firm value and performance is, in general, not statistically significant in Brazil. However, in some econometric models, companies with at least two women in the board of directors tend to have higher value and better performance.

Keywords: Women. Board of directors. Top executive position. Firm value and performance; Brazil.

1. Introdução

A participação de mulheres no conselho de administração e na diretoria das empresas é um tema bastante discutido e estudado na literatura internacional. No Brasil, no entanto, esse tema é ainda pouco estudado. Esse artigo visa analisar a relação entre a presença feminina no conselho de administração e diretoria, valor e desempenho das empresas brasileiras de capital aberto.

A diversidade de gênero no conselho de administração vem ganhando importância nas discussões sobre as melhores práticas de governança corporativa, na medida em que ações afirmativas vêm sendo adotadas por diversos países, tais como Noruega, Espanha, França, Bélgica, Itália, entre outros. No Brasil, foi proposto em 2010 um projeto de lei pelo Senado Federal para estabelecer um percentual mínimo de mulheres nos conselhos das empresas estatais, visando aumentar a proporção para 40% até 2022.

A literatura internacional sobre diversidade no conselho de administração é vasta. O efeito da presença de mulheres em cargos de alta administração sobre o valor e desempenho das empresas é ambíguo. Por um lado, a presença de mulheres na alta administração das empresas aumenta a diversidade, proporciona pontos de vistas diversos e torna o processo de tomada de decisão mais eficiente, o que deveria aumentar o valor e desempenho da empresa (Carter et al., 2003, Brammer, 2007, Nelson e Quick, 2011). Por outro lado, a diversidade na alta

administração das empresas pode levar a mais conflitos e tornar o processo decisório lento e ineficiente (Hambrick et al., 1996).

Muitos estudos mostram uma relação positiva entre presença feminina em cargos de alta administração, valor e desempenho das companhias (Adler, 2001, Carter et al., 2003, Bell, 2005, e Krishnane Park, 2005), enquanto outras pesquisas não encontram relação significativa ou encontram relação negativa entre essas variáveis (Shrader et al., 1997, Kochan et al., 2003, Du Rietz e Henrekson, 2000, Rose, 2007, e Farrelle Hersch, 2005, Adam e Ferreira, 2009, Dobbin e Jung, 2011).

No Brasil ainda existem poucos estudos sobre a participação das mulheres nos conselhos de administração e diretoria (Bruschini, 2004, Madalozzo, 2011, Fraga, 2012, Martins et al., 2012, Almeida et al., 2013, Silveira et al., 2014). Este trabalho tem como objetivo identificar se a participação das mulheres nos conselhos de administração e diretoria afeta o valor e desempenho das empresas brasileiras.

Esse estudo utilizou uma ampla base de dados (383 companhias abertas no período de 2002 a 2009) com o objetivo de analisar a relação entre a presença de mulheres em cargos de alta administração, valor e desempenho das empresas brasileiras. Este estudo se diferencia das demais pesquisas sobre o tema no Brasil ao utilizar modelos dinâmicos de regressão linear múltipla, estimados pelo Método dos Momentos Generalizado Sistemático, para mitigar possíveis fontes de endogeneidade como a omissão de variáveis, o efeito-feedback e a simultaneidade.

Nossa análise indica que, em geral, não existe uma relação significativa entre a participação das mulheres no conselho de administração e diretoria, o valor das empresas (índices preço/valor contábil e preço/lucro), rentabilidade (ROA e ROE) e crescimento das vendas no Brasil, ou seja, empresas que possuem mais mulheres em cargos de alta administração não possuem maior valor de mercado e melhor desempenho. No entanto, vale ressaltar que os resultados de alguns modelos indicam que empresas com pelo menos duas mulheres no conselho de administração parecem ter maior valor e melhor desempenho.

Esse artigo está organizado da seguinte forma. A próxima seção apresenta a revisão de literatura, e a seção 3 mostra os dados e metodologia empregados no estudo. A seção 4 analisa os resultados empíricos, e a seção 5 discute as principais conclusões.

2. Revisão de Literatura

O conselho de administração é um dos instrumentos mais importantes de governança corporativa (Monks e Minow, 2001, Forbes e Milliken, 1999). Em geral, podemos identificar quatro fatores que afetam o conselho de administração e contribuem para o desempenho da firma: composição, características, estrutura e processo de atuação.

A composição do conselho se refere ao seu tamanho e aos tipos de conselheiros (Castaldi e Wortman Jr., 1984). O tamanho diz respeito ao número de membros existentes no conselho. O tipo se refere à dicotomia existente entre os conselheiros internos e externos à organização e à participação e representação das minorias étnicas e mulheres como membros (Jones e Goldberg, 1982, Chaganti et al., 1985, Zahra e Pearce II, 1989).

As características do conselho se referem à experiência e formação dos conselheiros, independência para o trabalho nos conselhos, propriedade ou não de ações da empresa e outras variáveis que influenciam os interesses e o desempenho dos conselheiros em suas atividades e tarefas (Kesner et al., 1986).

A estrutura do conselho se refere à sua organização, divisão do trabalho, formação de comitês e eficiência de suas operações. Especificamente, esses atributos se materializam no número e tipos de comitês, no fluxo de informações entre os conselheiros, comitês, diretores executivos, acionistas e o ambiente externo, e principalmente, no modo como se configura a liderança do conselho (Vance, 1983, Zahra e Pearce II, 1989).

O processo de atuação no conselho se refere, principalmente, às atividades de tomada de decisão: frequência e duração das reuniões, interface do conselho com o principal executivo da empresa (CEO), nível de consenso entre os conselheiros, formalidade dos procedimentos e preocupação e envolvimento do conselho com sua própria avaliação (Vance, 1983, Zahra e Pearce II, 1989).

A homogeneidade do conselho vem sendo bastante estudada na literatura internacional. Nelson e Quick (2011) argumentam que conselhos mais homogêneos, com pouca diversidade entre os membros, são mais propensos a sofrer de *groupthink*. Janis (1982) alega que esse pensamento, característico de grupos coesos, pode ser disfuncional na tomada de decisão e levar a julgamentos falhos. Bénabou (2009) mostra que o *groupthink* estava presente nos escândalos da Enron e

Worldcom.

Conselhos mais homogêneos tendem a pertencer à mesma rede social do CEO e a possuir visões semelhantes sobre a empresa, aumentando a passividade e reduzindo o questionamento das decisões do principal executivo por parte dos conselheiros (Subrahmanyam, 2008, Burch, 2008, Dorff, 2007), o que pode levar a redução do valor da empresa.

A presença de mulheres nos conselhos de administração e na diretoria aumenta a diversidade e diminui o *groupthink*, o que pode aumentar o valor e desempenho da empresa, pois uma equipe diversificada proporciona pontos de vistas diversos e consequentemente torna o processo de tomada de decisão mais eficiente (Bantel e Jackson, 1989, Murray, 1989, Carter et al., 2003, Brammer, 2007).

Por outro lado, existem argumentos contra a diversidade na alta administração das empresas. Se a heterogeneidade do conselho e diretoria produzir muitas opiniões e questionamentos, o processo decisório pode ficar lento e não ser efetivo, principalmente em firmas que operam em um ambiente altamente competitivo. Uma alta administração com diversidade cultural e de gênero pode levar a mais conflitos e, mesmo que a decisão tenha melhor qualidade, isso pode não compensar os feitos negativos de um processo decisório mais lento e conflituoso (Hambrick et al., 1996).

Portanto, pelos motivos explicados anteriormente, o efeito da presença de mulheres em cargos de alta administração no valor e desempenho das empresas é indeterminado. De fato, muitos estudos mostram uma relação positiva entre presença feminina na alta administração, valor e desempenho das companhias. Por outro lado, existem várias pesquisas que não encontram relação significativa ou encontram relação negativa entre essas variáveis.

A maioria dos estudos foi feita nos Estados Unidos. Adler (2001), Carter et al. (2003), Bell (2005), e Krishnan e Park (2005) encontram relações positivas entre presença de mulheres na alta administração e desempenho das empresas norte-americanas. Kramer et al. (2008) mostram que conselhos com mais de duas mulheres são mais eficientes.

Por outro lado, Shrader et al. (1997) analisam empresas norte-americanas e não encontram relação positiva entre a presença de mulheres no conselho e desempenho da firma. Em alguns casos, eles encontram relações negativas (Adam e Ferreira, 2009, Dobbin e Jung,

2011). Kochan et al. (2003) também não encontram relação positiva entre a presença de mulheres na alta administração e desempenho das empresas nos Estados Unidos.

As evidências em outros países desenvolvidos são semelhantes às encontradas nos Estados Unidos. Du Rietz e Henrekson (2000) não encontram relação estatisticamente significativa entre a presença de mulheres no conselho e desempenho das empresas na Suécia. Rose (2007) e Farrelle Hersch (2005) encontram resultados semelhantes na Dinamarca. Por outro lado, Smith, Smith e Verner (2005) analisam encontram que a proporção de mulheres em cargos de alta administração tem efeito positivo no desempenho das empresas dinamarquesas. Lückérath-Rovers (2010) mostram que empresas com mulheres no conselho possuem desempenho superior na Holanda.

Ryan e Haslam (2005) encontraram que as firmas com mulheres no conselho apresentaram pior desempenho durante os cinco meses antes da participação das mulheres no conselho. Os autores concluem que, muitas vezes, as mulheres são nomeadas para os conselhos de administração quando as companhias estão com problemas.

Lee e James (2003) observam a queda no preço de determinada ação após a nomeação de um novo CEO e mostram que essa queda é maior após uma mulher ser nomeada. De acordo com os autores, os investidores normalmente associam a nomeação de novo CEO com um aumento da incerteza, e esta incerteza é maior quando o CEO é uma mulher.

No Brasil ainda existem poucos estudos sobre a relação entre a participação das mulheres nos conselhos de administração e diretoria, e o valor e desempenho das firmas. IBGC (2012) mostra que as mulheres ocupam 7,7% das posições nos conselhos de administração das companhias brasileiras listadas.

Silveira et al. (2014) analisam 837 companhias abertas de 1997 a 2012 e mostram que a proporção de mulheres em cargos de alta administração se situa em 8% e é relativamente estável ao longo dos anos. Ao contrário do esperado, os autores encontram que empresas estatais e listadas no Novo Mercado possuem menos mulheres no conselho de administração.

Madalozzo (2011) mostra que as mulheres têm ascensão mais restrita ao cargo de CEO nas empresas brasileiras cujos conselhos de administração são constituídos em sua maioria por homens. Bruschini (2004) encontra resultado semelhante, destacando que as empresas com

grande presença masculina são mais resistentes em dar oportunidades às mulheres a atingir os cargos-chave.

Martins et al. (2012) analisam 28 bancos brasileiros e mostram que a presença feminina no conselho de administração é muito pequena e possui relação negativa com o desempenho financeiro. Almeida et al. (2013) encontram o mesmo resultado analisando empresas do setor de energia elétrica. Fraga (2012) analisa empresas brasileiras sem acionista controlador e não encontra relação significativa entre presença de mulheres nos conselhos de administração e desempenho das firmas.

Avaliando os trabalhos da literatura internacional e brasileira, concluímos que não existe uma relação única e definida entre participação das mulheres nos conselhos e diretoria, o valor e desempenho das firmas. A presente pesquisa visa contribuir com a literatura sobre diversidade no conselho de administração ao analisar se a presença feminina em cargos de alta administração afeta de forma significativa o valor e desempenho das empresas no Brasil.

3. Dados e Metodologia

Nossa amostra é composta de um painel desbalanceado de 383 companhias abertas brasileiras no período de 2002 a 2009. A coleta de dados foi feita diretamente no site da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), verificando-se as informações disponíveis sobre a quantidade de conselheiros e diretores nos informativos anuais (IAN) de 2002 a 2008 e nos formulários de referência (FR) em 2009.

Utilizamos cinco variáveis para medir a participação das mulheres em cargos de alta administração: proporção de mulheres no conselho de administração (MULCA), proporção de mulheres na diretoria (MULDIR), proporção de mulheres no conselho de administração e diretoria (MULADM), presença de mulheres no conselho ou diretoria (PRESMUL), e presença de duas ou mais mulheres no conselho (PRESMULCA>1).

Como medidas de valor e desempenho das empresas, usamos o índice preço de mercado/valor contábil (*price-to-book* - P/B), preço de mercado/lucro (*price-to-earnings* - P/E), retorno sobre os ativos (ROA), retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) e o crescimento das vendas (CRE).

Além das informações sobre a presença de mulheres no conselho e diretoria, também coletamos dados financeiros (ativo total, patrimônio líquido, valor de mercado, faturamento e lucro) e societários (percentual do capital votante detido diretamente pelo maior acionista) do banco de dados Economática.

Para medir a qualidade das práticas de governança da empresa, verificamos se ela era listada nos níveis mais avançados de governança da BMF&Bovespa (Nível 2 e Novo Mercado). Para medir a qualidade das práticas de governança no conselho de administração, utilizamos o índice de Leal e Carvalhal (2007).

Para avaliar se as empresas que possuem mais mulheres em cargos de alta administração apresentam maior valor e melhor desempenho, estimamos regressões usando dois métodos econométricos: Mínimos Quadrados em Painel com Efeitos Fixos (“Efeitos Fixos”) e Método dos Momentos Generalizado Sistemático (MMG-Sis). Esses modelos permitem analisar a relação entre a presença de mulheres em cargos de alta administração, valor e desempenho corporativo nas dimensões *cross-section* (entre as 383 empresas) e temporal (2002 a 2009). Vale ressaltar que também estimamos os modelos por Mínimos Quadrados em Painel com “Efeitos Aleatórios”, mas o teste de Hausman indicou que o modelo com “Efeitos Fixos” é mais apropriado.

Empregamos modelos dinâmicos de regressão, estimados pelo Método dos Momentos Generalizado Sistemático (MMG-Sis), para mitigar possíveis fontes de endogeneidade, que podem produzir resultados errôneos nas regressões. Börsch-Supan e Köke (2002) e Barros, Castro Júnior, Silveira e Bergmann Sr. (2010) destacam três fontes de endogeneidade nas pesquisas de finanças corporativas: a omissão de variáveis (não disponibilidade de dados de variáveis potencialmente importantes), o efeito feedback (quando os valores passados da variável dependente influenciam os valores contemporâneos e/ou futuros das variáveis independentes) e a causalidade reversa (a direção da causalidade entre presença de mulheres em cargos executivos, valor e desempenho da empresa não é clara).

Nossas variáveis dependentes de interesse são o percentual de mulheres no conselho de administração (MULCA), na diretoria (MULDIR), em cargos de alta administração (MULADM), presença de mulheres no conselho ou diretoria (PRESMUL) e presença de duas ou mais mulheres no conselho (PRESMULCA>1).

Usamos como variáveis de controle diversas características da firma identificadas na literatura como alavancagem, tamanho da empresa, rentabilidade, crescimento, práticas de governança, tamanho do conselho e diretoria, e estrutura de controle e propriedade. Os modelos estimados encontram-se a seguir:

$$\text{ValorDesem}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{ValorDesem}_{i,t-1} + \beta_2 \text{Mulher}_{i,t} + \beta_3 \text{NM}_{i,t} + \beta_4 \text{GOVCA}_{i,t} + \beta_5 \text{TAMADM}_{i,t} + \beta_6 \text{VOT}_{i,t} + \beta_7 \text{ORIGCAP}_{i,t} + \beta_8 \text{ALAV}_{i,t} + \beta_9 \text{TAM}_{i,t} + \eta_i + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

em que *ValorDesem* é uma medida de valor (*P/B* e *P/E*) ou desempenho (*ROA*, *ROE* e *CRE*), *Mulher* mede a presença feminina em cargos da alta administração (*MULCA*, *MULDIR*, *MULADM*, *PRESMUL* e *PRESMULCA* > 1), *P/B* é o *price-to-book* (razão entre o valor de mercado e o valor contábil), *P/E* é o *price-to-earnings* (razão entre o valor de mercado e o lucro), *ROA* é o retorno sobre ativos (razão entre o EBITDA e o ativo total), *ROE* é o retorno sobre o patrimônio líquido (razão entre o lucro líquido e o patrimônio líquido), *CRE* é a média anual de crescimento das vendas nos últimos 3 anos, *MULCA* é o percentual de mulheres no conselho de administração, *MULDIR* é o percentual de mulheres na diretoria, *MULADM* é o percentual de mulheres em cargos de alta administração (conselho e diretoria), *PRESMUL* é uma variável *dummy* que indica se a empresa possui mulheres no conselho ou diretoria, *PRESMULCA* > 1 é uma variável *dummy* que indica se a empresa possui duas ou mais mulheres no conselho, *NM* é uma variável *dummy* que indica se a empresa está listada nos níveis mais avançados de governança da BM&FBovespa (Nível 2 ou Novo Mercado), *GOVCA* é o índice de qualidade das práticas de governança no conselho de administração de Leal e Carvalhal (2007), *TAMADM* é a quantidade de conselheiros e diretores, *VOT* é o percentual de capital votante detido diretamente pelo acionista controlador, *ORIGCAP* são variáveis *dummy* que indicam se a empresa possui controle familiar, governamental, estrangeiro, institucional e compartilhado (*FAM*, *GOV*, *EST*, *INS* e *COMP*, respectivamente), *ALAV* é a alavancagem (razão entre o passivo exigível e o ativo total da empresa), *TAM* é o tamanho da empresa (logaritmo do ativo total), $\varepsilon_{i,t}$ é o termo de erro da *i*-ésima firma no *t*-ésimo ano e η_i é a heterogeneidade não observada das empresas da amostra, que capta quaisquer características não observadas da firma *i*, que não variam entre os períodos. Também foram acrescentadas variáveis binárias anuais para isolar quaisquer efeitos macroeconômicos, e variáveis binárias setoriais para controlar os efeitos do setor econômico das empresas, conforme classificação do Economática.

4. Resultados

A Tabela 1 apresenta as estatísticas descritivas das variáveis deste estudo. Em média, o percentual de mulheres é 9,17% no conselho de administração, 5,79% na diretoria e 7,25% nos dois órgãos como um todo. Em torno de 52% das empresas possuem pelo menos uma mulher em cargos de alta administração (conselho ou diretoria), e 12% das empresas possuem duas ou mais mulheres no conselho de administração.

Nota-se uma grande dispersão no percentual de mulheres no conselho e diretoria (desvio padrão variando entre 10% e 15%), existindo apenas uma empresa em nossa amostra com 100% de mulheres no conselho e 50% na diretoria. Por outro lado, as medianas das variáveis MULCA e MULDIR indicam que mais da metade das empresas não possui mulheres no conselho e diretoria.

As medidas de valor e desempenho consideradas nesse estudo revelam que as empresas brasileiras possuem, na média, um valor de mercado 2,41 vezes superior ao seu valor contábil e 16,08 vezes o seu lucro. Em média, a rentabilidade está em 3,94% (ROA) e 16,2% (ROE) e o crescimento no faturamento em 21,51%. Existe grande variabilidade entre as empresas, existindo firmas com P/B de 73,90, P/E de 53,04, ROA de 426%, ROE de 155% e crescimento de vendas de 944%. Fizemos uma análise de robustez excluindo os *outliers* e os resultados permaneceram substancialmente os mesmos.

Tabela 1 – Estatística Descritiva

Estatística descritiva de todas as variáveis utilizadas neste estudo de 2002 a 2009. A definição de cada variável pode ser vista na seção 3.

Variável	Média	Mediana	Desvio Padrão	Min	Max
P/B	2,41	1,40	4,51	0,00	73,90
P/E	16,08	8,36	152,17	-81,35	53,04
ROA	3,94	3,30	9,58	-85,20	426,70
ROE	16,18	10,40	25,22	-107,00	155,16
CRE	21,51	13,85	55,36	-90,17	944,54
MULCA	9,17	0,00	15,45	0,00	100,00
MULDIR	5,79	0,00	13,49	0,00	50,00
MULADM	7,25	3,57	9,98	0,00	78,57
PRESMUL	0,52	1,00	0,50	0,00	1,00
PRESMULCA>1	0,12	0,00	0,33	0,00	1,00
NM	0,16	0,00	0,36	0,00	1,00
GOVCA	5,49	6,00	2,53	0,00	10,00
TAMADM	12,71	10,00	9,36	3,00	126,00
VOT	61,33	59,65	27,44	0,00	100,00
FAM	0,29	0,00	0,45	0,00	1,00
GOV	0,07	0,00	0,25	0,00	1,00
EST	0,11	0,00	0,31	0,00	1,00
INS	0,06	0,00	0,23	0,00	1,00
COMP	0,30	0,00	0,46	0,00	1,00
TAM	6,11	6,12	0,91	0,48	8,85
ALAV	60,23	61,80	23,14	0,00	99,90

Quanto à governança corporativa, vale destacar que apenas 16% das empresas de nossa amostra estavam listadas no Nível 2 ou Novo Mercado da BM&FBovespa, o que revela um grande espaço para melhorar as práticas de governança entre as empresas brasileiras. O índice de práticas de governança no conselho de administração de Leal e Carvalhal (2007) é, em média, igual a 5,49 (de um total de 10 pontos possíveis). Além disso, a maioria das empresas no Brasil é de controle familiar (29%) ou compartilhado (30%), e a estrutura de propriedade é bastante concentrada, com o maior acionista possuindo diretamente na média 61% do capital votante da empresa.

A Tabela 2 mostra a matriz de correlação das variáveis usadas neste estudo. As correlações entre o percentual de mulheres no conselho e diretoria e as variáveis de valor e desempenho das empresas são baixas. A correlação entre o percentual de mulheres no conselho e diretoria com P/B é próxima a zero (-0,05 e 0,05 respectivamente), o mesmo acontecendo com P/E (-0,01 e -0,03 respectivamente), ROA (-0,03 e -0,01 respectivamente), ROE (-0,01 e -0,01 respectivamente) e CRE (-0,02 e -0,04 respectivamente).

Vale destacar que as correlações do valor e desempenho das empresas com as variáveis *dummy* de presença de mulheres em cargos de alta administração (PRESMUL e PRESMULCA>1) também são baixas e próximas a zero. Estes resultados parecem indicar que a presença de mulheres no conselho e diretoria não possui relação significativa com valor e desempenho das empresas no Brasil. As correlações entre mulheres em cargos de alta administração e origem do acionista controlador (familiar, estatal, estrangeiro, institucional e compartilhado) são baixas e próximas a zero, e não foram reportadas na Tabela 2 por questões de espaço.

Os coeficientes de correlação entre as variáveis independentes são baixos. Para detectar a presença de multicolinearidade nos modelos de regressão, calculamos os fatores de inflação da variância (VIF) e nenhum deles excedeu 5, indicando baixa multicolinearidade entre as variáveis independentes.

Tabela 2 – Matriz de Correlação

Matriz de correlação de variáveis selecionadas de 2002 a 2009. A definição de cada variável pode ser vista na seção 3.

	P/B	P/E	ROA	ROE	CRE	MUL CA	MUL DIR	MUL ADM	PRES MUL	PRES MULCA> 1	NM	GOV CA	TAM AD M	VOT	TAM	ALA V
P/B	1.00															
P/E	0.05	1.00														
ROA	-0.01	0.01	1.00													
ROE	-0.29	0.01	0.28	1.00												
CRE	0.03	0.13	0.00	0.01	1.00											
MULCA	-0.05	-0.01	-0.03	-0.01	-0.02	1.00										
MULDIR	0.05	-0.03	-0.01	-0.01	-0.04	0.25	1.00									
MULADM	-0.02	-0.03	-0.04	-0.02	-0.05	0.85	0.61	1.00								
PRESMUL	-0.02	-0.03	0.03	0.00	-0.02	0.59	0.45	0.70	1.00							
PRESMULCA																
>1	-0.06	-0.01	-0.01	-0.01	-0.05	0.26	0.06	0.17	0.08	1.00						
NM	0.11	0.06	0.02	0.02	0.13	-0.08	0.01	-0.06	0.05	-0.03	1.00					
GOVCA	0.11	0.04	0.11	0.05	0.09	-0.11	0.03	-0.06	0.09	-0.09	0.40	1.00				
TAMADM	0.01	0.01	0.02	0.02	0.03	-0.03	0.00	-0.04	0.14	0.05	0.03	0.18	1.00			
VOT	-0.06	0.00	0.03	0.03	-0.01	0.02	0.02	0.01	-0.06	0.07	-0.28	-0.09	0.01	1.00		
TAM	-0.02	0.02	0.02	0.03	0.01	-0.12	-0.04	-0.18	0.06	0.03	0.15	0.35	0.36	-0.01	1.00	
ALAV	0.20	-0.04	-0.18	-0.10	-0.02	-0.09	0.04	-0.11	-0.07	0.03	-0.12	-0.02	0.15	0.06	0.30	1.00

Em seguida, as separamos as empresas em dois grupos de acordo com a presença ou não de mulheres em cargos de alta administração (conselho ou diretoria). Para verificar se existe diferença de características entre as firmas com e sem mulheres em cargos de alta administração, realizamos um teste de diferença de média (teste t) e mediana (teste de Mann-Whitney).

A Tabela 3 mostra o teste de diferença de média e mediana das variáveis financeiras para as empresas com e sem mulheres em cargos de alta administração. Os resultados indicam que, quando analisamos as médias, não existe diferença estatisticamente significativa entre o valor e desempenho das empresas com e sem mulheres em cargos de alta administração (médias de P/B de 2,31 versus 2,50, P/E de 12,30 versus 21,42, ROA de 4,07% versus 3,57%, ROE de 16,81% versus 15,46% e crescimento de 20,63% versus 22,19%, respectivamente).

Tabela 3 – Características das Empresas com e sem Mulheres em Cargos de Alta Administração

Valor da média e mediana das variáveis após classificar as firmas de acordo com a presença ou não de mulheres em cargos de alta administração (conselho ou diretoria). A amostra foi dividida em dois grupos (firmas com e sem mulheres em cargos de alta administração) e realizamos um teste de média e mediana para verificar se existe diferença significativa entre os grupos. A mediana está reportada em parênteses abaixo da média, e o valor-p do teste Mann-Whitney está em parênteses abaixo do valor-p do teste t. A definição de cada variável pode ser vista na seção 3. ***, ** e * indicam significância estatística a 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Variável	Empresas com Mulheres na Alta Administração	Empresas sem Mulheres na Alta Administração	Valor -p do Teste t (Mann-Whitney)
P/B	2,31 (1,40)	2,50 (1,40)	0,39 (0,53)
P/E	12,30 (8,77)	21,42 (7,04)	0,25 (0,00)***
ROA	4,07 (3,70)	3,57 (3,10)	0,22 (0,00)***
ROE	16,81 (11,29)	15,46 (10,34)	0,91 (0,07)*
CRE	20,63 (13,41)	22,19 (14,48)	0,47 (0,41)
NM	0,18 (0,00)	0,14 (0,00)	0,02** (0,12)
GOVCA	5,70 (6,00)	5,24 (5,00)	0,00*** (0,00)***
TAMADM	13,80 (12,00)	10,77 (10,00)	0,00*** (0,00)***
VOT	60,03 (58,60)	63,45 (62,95)	0,01*** (0,00)***
FAM	0,30 (0,00)	0,37 (0,00)	0,00*** (0,02)***
GOV	0,11 (0,00)	0,04 (0,00)	0,00*** (0,02)**
EST	0,08 (0,00)	0,12 (0,00)	0,00*** (0,10)*
INS	0,04 (0,00)	0,03 (0,00)	0,28 (0,73)
COMP	0,30 (0,00)	0,25 (0,00)	0,01*** (0,05)**
TAM	6,16 (6,16)	6,03 (6,08)	0,01*** (0,06)*
ALAV	59,11 (60,70)	62,31 (64,10)	0,00*** (0,00)***

No entanto, quando analisamos as medianas, as firmas com mulheres em cargos de alta administração apresentam maior P/E (8,77 versus 7,04), ROA (3,70% versus 3,10%) e ROE (11,29% versus 10,34%), sendo que as diferenças são significativas a 1% (P/E e ROA) e 10% (ROE). Portanto, os resultados dos testes de média e mediana da Tabela 3 não nos permitem concluir se existe relação significativa entre valor e desempenho das empresas e presença das mulheres em cargos de alta administração.

Em relação às demais variáveis, as empresas com mulheres em cargos de alta administração são maiores, menos alavancadas, possuem mais conselheiros e diretores, menor concentração acionária e melhores práticas de governança. Em torno de 18% das firmas com mulheres na alta administração estão listadas no Nível 2 ou Novo Mercado, em contraste com 14% das firmas sem mulheres. Além disso, o índice de práticas de governança no conselho de Leal e Carvalhal (2007) é maior nas firmas com mulheres na alta administração (5,70 versus 5,24). Pode-se perceber ainda que a frequência de empresas estatais e de controle compartilhado é maior nas companhias com mulheres em cargos de alta administração, enquanto a proporção de empresas familiares e estrangeiras é maior nas companhias sem mulheres em cargos de alta administração.

A Tabela 4 mostra os resultados das regressões considerando o *price-to-book* como variável dependente. Em geral, os coeficientes de MULCA, MULDIR e MULADM são positivos, mas não são significativos, indicando que não existe relação significativa entre a proporção de mulheres no conselho e diretoria e valor da empresa. Em geral, os coeficientes de PRES MUL e PRES MULCA>1 também não são significativos (à exceção de PRES MULCA>1 no modelo MMG-Sis a 7%), revelando que a proporção de mulheres em cargos da alta administração não influencia significativamente o *price-to-book* das empresas. Por outro lado, o coeficiente de PRES MULCA>1 no modelo MMG-Sis, embora com pouca significância estatística, indica que a presença de pelo menos duas mulheres no conselho parece influenciar positivamente o valor da empresa.

Tabela 4 – Valor da Firma (*Price-to-Book*) e Presença de Mulheres em Cargos de Alta Administração

Modelos de Mínimos Quadrados em Pannel com Efeitos Fixos (“Efeitos Fixos”) e Método dos Momentos Generalizado Sistemático (“MMG-Sis”) em que a variável dependente é o *price-to-book*. As definições de cada variável podem ser encontradas na seção 3. Os p-valores, ajustados por autocorrelação e heteroscedasticidade, são reportados em parênteses. ***, ** e * indicam significância estatística a 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Variável	Efeitos Fixos					MMG-Sis				
	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X
MULCA	0,01 (0,63)					-0,02 (0,73)				
MULDIR		0,01 (0,48)					0,09 (0,11)			
MULADM			0,02 (0,61)					0,03 (0,79)		
PRESMUL				-0,07 (0,86)					0,41 (0,82)	
PRESMULCA>1					0,27 (0,45)					0,68* (0,07)
NM	0,53 (0,43)	0,52 (0,44)	0,52 (0,44)	0,52 (0,44)	1,49 (0,26)	1,91*** (0,00)	1,32*** (0,00)	1,16*** (0,00)	1,67*** (0,00)	2,24*** (0,01)
GOVCA	0,20 (0,14)	0,19 (0,14)	0,20 (0,15)	0,20 (0,14)	0,12 (0,12)	0,21 (0,33)	0,23 (0,19)	0,31 (0,12)	0,25 (0,11)	0,10 (0,25)
TAMADM	0,02 (0,68)	0,02 (0,66)	0,02 (0,67)	0,03 (0,62)	-0,01 (0,90)	-0,62*** (0,00)	-0,69*** (0,01)	-0,54*** (0,03)	-0,55*** (0,01)	-0,18*** (0,21)
VOT	0,05 (0,18)	0,05 (0,20)	0,05 (0,19)	0,05 (0,18)	0,06 (0,16)	-0,14 (0,11)	-0,13 (0,17)	-0,12 (0,18)	-0,09 (0,19)	-0,04 (0,11)
FAM	0,27 (0,73)	0,25 (0,76)	0,22 (0,78)	0,22 (0,78)	0,04 (0,97)	0,93* (0,07)	0,96* (0,06)	0,92* (0,07)	0,92* (0,07)	0,47 (0,29)
GOV	-1,66 (0,12)	-1,57 (0,13)	-1,66 (0,12)	-1,63 (0,13)	-1,21 (0,28)	0,33 (0,54)	0,32 (0,57)	0,32 (0,56)	0,33 (0,55)	0,26 (0,61)
EST	-1,28** (0,04)	-1,28** (0,04)	-1,27** (0,05)	-1,29** (0,04)	-0,82 (0,16)	-2,57 (0,78)	-2,53 (0,76)	-0,78 (0,96)	-2,32 (0,90)	-0,90 (0,85)
INS	-0,60 (0,62)	-0,49 (0,67)	-0,59 (0,63)	-0,55 (0,65)	-1,61 (0,28)	1,06 (0,31)	1,11 (0,27)	1,10 (0,30)	1,14 (0,29)	0,09 (0,91)
COMP	1,23 (0,14)	1,08 (0,21)	1,15 (0,18)	1,32 (0,12)	0,68 (0,43)	0,76* (0,07)	0,78* (0,06)	0,77* (0,07)	0,77* (0,07)	0,17 (0,59)
ROA	0,05** (0,02)	0,05** (0,02)	0,05** (0,02)	0,05** (0,02)	0,04** (0,04)	0,01 (0,75)	0,01 (0,90)	0,01 (0,92)	0,00 (0,99)	0,04** (0,10)
ALAV	0,07*** (0,00)	0,07*** (0,00)	0,07*** (0,00)	0,07*** (0,00)	0,06*** (0,01)	0,01 (0,93)	0,04 (0,48)	0,03 (0,62)	0,03 (0,65)	0,02 (0,35)
TAM	0,62 (0,74)	0,70 (0,72)	0,60 (0,76)	0,77 (0,69)	0,86 (0,45)	1,73** (0,03)	0,88** (0,05)	1,01** (0,05)	1,00** (0,02)	1,06*** (0,00)
P/B(-1)						-0,25*** (0,00)	-0,30*** (0,00)	-0,29*** (0,00)	-0,29*** (0,00)	-0,29*** (0,00)
Dummy Ano	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Dummy Setor	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
R ² aj	0,60	0,61	0,60	0,60	0,63	0,55	0,57	0,57	0,55	0,55
Obs	1.417	1.417	1.417	1.417	1.417	774	774	774	774	774

A maioria dos resultados da Tabela 4 vai ao encontro dos estudos que mostram ausência de relação significativa entre a presença de mulheres em cargos de alta administração e valor da empresa (Kochan et al., 2003, Du Rietz e Henrekson, 2000, Shrader et al., 1997, Rose, 2007, Farrelle Hersch, 2005). Por outro lado, nossos resultados são distintos dos estudos internacionais que mostram relação positiva entre presença de mulheres na alta administração e valor ou desempenho das empresas (Adler, 2001, Carter et al., 2003, Bell, 2005, e Krishnan e Park, 2005).

Vale ressaltar que cinco variáveis de controle (NM, ROA, ALAV, TAM e TAMADM) são significativas, indicando que as empresas maiores, mais rentáveis, alavancadas, com menores conselhos/diretorias e melhor governança possuem maior P/B. Não encontramos evidências que a governança do conselho e a estrutura de controle e propriedade afetam positivamente o valor corporativo.

A Tabela 5 mostra os resultados das regressões obtidas para o ROA como variável dependente. Todos os coeficientes das variáveis relacionadas a presença ou proporção de mulheres na alta administração não são significativos (à exceção de MULDIR e PRESMULCA>1 no modelo MMG-Sis a 8% e 3%, respectivamente). De forma semelhante ao *price-to-book*, os modelos indicam que não existe relação significativa entre a presença e proporção de mulheres em cargos de alta administração e rentabilidade dos ativos da empresa. Em geral, esses resultados são consistentes com parte da literatura internacional que mostra ausência de relação significativa entre mulheres na alta administração e desempenho das empresas.

No entanto, o coeficiente significativo a 3% de PRESMULCA>1 no modelo MMG-Sis indica que empresas com pelo menos duas conselheiras de administração possuem maior rentabilidade. Esse resultado está em linha com os estudos internacionais que mostram relação positiva entre mulheres na alta administração e desempenho das empresas.

Tabela 5 – Desempenho Operacional e Presença de Mulheres em Cargos de Alta Administração

Modelos de Mínimos Quadrados em Painel com Efeitos Fixos (“Efeitos Fixos”) e Método dos Momentos Generalizado Sistemático (“MMG-Sis”) em que a variável dependente é o retorno sobre os ativos (ROA). As definições de cada variável podem ser encontradas na seção 3. Os p-valores, ajustados por auto-correlação e heteroscedasticidade, são reportados em parênteses. ***, ** e * indicam significância estatística a 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Variável	Efeitos Fixos					MMG-Sis				
	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X
MULCA	-0,02 (0,69)					0,07 (0,70)				
MULDIR		0,04 (0,21)					0,18* (0,08)			
MULADM			0,01 (0,86)					0,11 (0,60)		
PRESMUL				0,96 (0,35)					2,02 (0,41)	
PRESMULCA>1					0,56 (0,74)					5,28** (0,03)
NM	5,47*** (0,00)	5,46*** (0,00)	5,51*** (0,00)	5,64*** (0,00)	6,12** (0,03)	7,17 (0,64)	14,33** (0,05)	6,83 (0,65)	8,44 (0,57)	13,38 (0,23)
GOVCA	0,36 (0,21)	0,25 (0,37)	0,35 (0,21)	0,36 (0,21)	0,36 (0,21)	0,12 (0,80)	0,56 (0,15)	0,44 (0,60)	0,37 (0,66)	0,55 (0,47)
TAMADM	0,15 (0,26)	0,18 (0,16)	0,14 (0,27)	0,12 (0,37)	0,04 (0,80)	0,21 (0,45)	0,85** (0,03)	0,33 (0,45)	0,42 (0,34)	0,24 (0,67)
VOT	0,04 (0,41)	0,03 (0,52)	0,04 (0,42)	0,04 (0,45)	0,01 (0,78)	-0,13 (0,21)	0,02 (0,87)	0,02 (0,94)	-0,01 (0,97)	0,13 (0,30)
FAM	0,22 (0,80)	0,24 (0,78)	0,22 (0,80)	0,19 (0,83)	0,24 (0,78)	-0,93 (0,41)	-0,70 (0,60)	-0,93 (0,41)	-0,91 (0,40)	-0,42 (0,70)
GOV	-1,50 (0,32)	-1,42 (0,33)	-1,38 (0,35)	-1,21 (0,41)	-1,76 (0,28)	-1,14 (0,61)	-1,57 (0,49)	-1,14 (0,61)	-1,10 (0,60)	-1,65 (0,51)
EST	2,69** (0,04)	2,85** (0,03)	2,71** (0,04)	2,72** (0,04)	2,69** (0,04)	0,23 (0,90)	0,11 (0,96)	0,29 (0,50)	0,35 (0,57)	0,15 (0,64)
INS	6,90*** (0,00)	6,85*** (0,00)	7,04*** (0,00)	7,18*** (0,00)	6,60*** (0,00)	1,71 (0,78)	2,90 (0,66)	1,71 (0,78)	1,97 (0,72)	3,96 (0,47)
COMP	-1,20 (0,40)	-1,64 (0,32)	-1,30 (0,39)	-1,91 (0,31)	-1,05 (0,45)	0,14 (0,88)	0,05 (0,96)	-0,36 (0,48)	-0,44 (0,42)	0,22 (0,85)
P/B	0,11 (0,15)	0,11 (0,14)	0,11 (0,15)	0,11 (0,15)	0,11 (0,11)	-0,17 (0,15)	-0,10 (0,39)	-0,01 (0,93)	0,02 (0,88)	-0,10 (0,64)
ALAV	-0,26*** (0,00)	-0,25*** (0,00)	-0,26*** (0,00)	-0,25*** (0,00)	-0,30*** (0,00)	-0,18** (0,03)	-0,10 (0,21)	-0,31** (0,04)	-0,34** (0,02)	-0,39*** (0,00)
TAM	-9,58*** (0,01)	-10,12*** (0,00)	-9,80*** (0,01)	-9,99*** (0,01)	-9,45*** (0,01)	4,64 (0,62)	-10,43 (0,13)	-7,01 (0,49)	-8,06 (0,42)	4,72 (0,53)
ROA(-1)						0,14** (0,02)	0,17*** (0,00)	0,06* (0,10)	0,06* (0,10)	0,17** (0,05)
Dummy Ano	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Dummy Setor	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
R ² aj	0,64	0,64	0,64	0,64	0,64	0,60	0,69	0,59	0,61	0,66
Obs	1.417	1.417	1.417	1.417	1.417	903	903	903	903	903

Ao contrário da análise do *price-to-book*, os coeficientes das variáveis de controle em geral não são significativos no modelo MMG-Sis, à exceção de alavancagem. No modelo de painel com efeitos fixos, os coeficientes de NM, TAM e ALAV são significativos, indicando que as empresas menores, menos alavancadas e com melhores práticas de governança são mais rentáveis.

A Tabela 6 mostra os resultados das regressões considerando o crescimento das vendas como variável dependente. Todos os coeficientes das variáveis relacionadas a presença ou proporção de mulheres na alta administração não são significativos. Os resultados indicam que não existe relação significativa entre crescimento de vendas e a presença de mulheres em cargos de alta administração e estão em linha com os encontrados em outros países por Kochan et al. (2003), Du Rietz e Henrekson (2000), Shrader et al. (1997), Rose (2007) e Farrelle Hersch (2005).

Os coeficientes de cinco variáveis de controle (NM, GOVCA, VOT, ROA e TAM) são significativos em alguns modelos (especialmente no MMG-Sis), indicando que as empresas maiores, mais rentáveis, com maior participação acionária do controlador e melhor governança possuem maior crescimento das vendas. Não encontramos evidências que a alavancagem afeta o crescimento da empresa.

Tabela 6 – Crescimento das Vendas e Presença de Mulheres em Cargos de Alta Administração
Modelos de Mínimos Quadrados em Pannel com Efeitos Fixos (“Efeitos Fixos”) e Método dos Momentos Generalizado Sistemico (“MMG-Sis”) em que a variável dependente é o crescimento anual das vendas. As definições de cada variável podem ser encontradas na seção 3. Os p-valores, ajustados por auto-correlação e heteroscedasticidade, são reportados em parênteses. ***, ** e * indicam significância estatística a 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Variável	Efeitos Fixos					MMG-Sis				
	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X
MULCA	0,37 (0,43)					-1,11 (0,17)				
MULDIR		-0,01 (0,95)					-0,27 (0,59)			
MULADM			0,75 (0,29)					-0,41 (0,21)		
PRESMUL				7,18 (0,32)					-16,61 (0,11)	
PRESMULCA>1					1,84 (0,78)					2,14 (0,82)
NM	5,71 (0,69)	4,88 (0,73)	4,32 (0,77)	6,27 (0,66)	4,65 (0,50)	6,11 (0,41)	8,26 (0,79)	8,44* (0,09)	12,13 (0,72)	55,55** (0,02)
GOVCA	8,66 (0,19)	7,98 (0,19)	8,72 (0,19)	8,50 (0,19)	11,82 (0,18)	8,17*** (0,00)	4,96*** (0,00)	8,94*** (0,00)	5,82*** (0,00)	1,36 (0,14)
TAMADM	4,47 (0,14)	4,32 (0,15)	4,45 (0,14)	4,37 (0,15)	8,02 (0,15)	-0,90 (0,57)	-1,52 (0,14)	-1,90 (0,33)	-2,92 (0,12)	-5,64*** (0,01)
VOT	-0,08 (0,68)	-0,03 (0,88)	-0,08 (0,66)	-0,08 (0,70)	-0,15 (0,51)	1,52*** (0,01)	1,45** (0,03)	2,16** (0,02)	1,43* (0,06)	1,16** (0,04)
FAM	-2,71 (0,70)	-3,24 (0,67)	-3,05 (0,68)	-3,13 (0,68)	-0,83 (0,93)	5,99 (0,89)	14,56 (0,77)	2,04 (0,64)	-2,44 (0,95)	-2,19 (0,94)
GOV	-14,76 (0,12)	-13,52 (0,12)	-14,79 (0,11)	-15,55 (0,12)	-16,09 (0,15)	-19,04 (0,86)	-13,16 (0,99)	-14,84 (0,78)	-14,59 (0,99)	-15,27 (0,94)
EST	11,11 (0,53)	10,59 (0,55)	12,10 (0,51)	11,02 (0,53)	11,28 (0,53)	11,06 (0,40)	16,76 (0,34)	25,83 (0,36)	32,51 (0,35)	3,85 (0,94)
INS	-5,36 (0,39)	-5,36 (0,39)	-5,66 (0,35)	-5,11 (0,41)	-5,34 (0,46)	-6,72 (0,86)	-4,41 (0,99)	-7,23 (0,47)	-13,63 (0,98)	-2,39 (0,93)
COMP	-4,33 (0,53)	-4,02 (0,49)	-6,52 (0,34)	-6,37 (0,36)	-6,50 (0,62)	2,72 (0,40)	3,18 (0,41)	6,33 (0,98)	9,43 (0,66)	6,77 (0,95)
ROA	0,59* (0,07)	0,52 (0,13)	0,58* (0,08)	0,58* (0,08)	0,98** (0,03)	0,80** (0,02)	0,78** (0,05)	1,70*** (0,00)	0,67** (0,04)	0,34 (0,34)
ALAV	-0,27 (0,38)	-0,31 (0,33)	-0,25 (0,41)	-0,27 (0,39)	-0,65 (0,19)	0,07 (0,79)	-0,27 (0,9)	0,14 (0,68)	-0,06 (0,85)	-0,24 (0,52)
TAM	79,86*** (0,01)	84,08*** (0,00)	77,42** (0,02)	81,16*** (0,00)	94,38** (0,02)	125,3*** (0,00)	132,3*** (0,00)	46,53 (0,33)	110,4*** (0,00)	68,80** (0,02)
CRE (-1)						0,24*** (0,00)	0,23*** (0,00)	0,26*** (0,00)	0,23*** (0,00)	0,28*** (0,00)
Dummy Ano	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Dummy Setor	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
R ² aj	0,31	0,31	0,31	0,31	0,31	0,38	0,39	0,40	0,35	0,40
Obs	1.349	1.349	1.349	1.349	1.349	895	895	895	895	895

A Tabela 7 mostra os resultados das regressões considerando o *price-to-earnings* como variável dependente. Todos os coeficientes das variáveis relacionadas a presença ou proporção de mulheres na alta administração não são significativos (à exceção de PRESMUL e PRESMULCA>1 no modelo MMG-Sis a 10% e 1%, respectivamente).

Os resultados indicam que não existe relação significativa entre a proporção de mulheres em cargos de alta administração e o *price-to-earnings* da empresa e, conforme apresentado na revisão de literatura, são consistentes com vários estudos internacionais, mas também contrários a diversas pesquisas realizadas em outros países. Por outro lado, o coeficiente significativo a 1% de PRESMULCA>1 no modelo MMG-Sis indica que a presença de pelo menos duas mulheres no conselho influencia positivamente o *price-to-earnings*.

Seis variáveis de controle (NM, GOVCA, TAMADM, VOT, ROA e ALAV) apresentam significância estatística em alguns modelos, indicando que as empresas menos rentáveis e alavancadas, de menores conselhos/diretoria, maior participação acionária do controlador e melhor governança possuem maior P/E. Não encontramos evidências que o tamanho da empresa afeta o P/E da empresa.

A Tabela 8 mostra os resultados das regressões considerando a rentabilidade do acionista (ROE) como variável dependente. Todos os coeficientes das variáveis relacionadas a presença ou proporção de mulheres na alta administração não são significativos (à exceção de MULDIR no modelo de efeitos fixos a 8%, MULADM e PRESMULCA>1 no modelo MMG-Sis a 6% e 1%, respectivamente).

Tabela 7 – Valor da Firma (*Price-to-Earnings*) e Presença de Mulheres em Cargos de Alta Administração

Modelos de Mínimos Quadrados em Pannel com Efeitos Fixos (“Efeitos Fixos”) e Método dos Momentos Generalizado Sistemático (“MMG-Sis”) em que a variável dependente é o *price-to-earnings*. As definições de cada variável podem ser encontradas na seção 3. Os p-valores, ajustados por auto-correlação e heteroscedasticidade, são reportados em parênteses. ***, ** e * indicam significância estatística a 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Variável	Efeitos Fixos					MMG-Sis				
	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X
MULCA	-0,08 (0,91)					0,03 (0,13)				
MULDIR		-0,05 (0,95)					0,06 (0,92)			
MULADM			-0,17 (0,85)					0,31 (0,72)		
PRESMUL				-7,91 (0,52)					8,64* (0,10)	
PRESMULCA>1					2,73 (0,22)					6,63*** (0,00)
NM	35,15* (0,06)	34,94* (0,07)	35,10* (0,06)	36,35* (0,06)	22,17 (0,32)	11,14 (0,56)	8,90 (0,67)	12,30 (0,58)	9,89 (0,57)	12,33 (0,90)
GOVCA	0,27 (0,92)	0,23 (0,93)	0,26 (0,92)	0,34 (0,90)	-0,04 (0,99)	7,45* (0,07)	10,93*** (0,01)	10,04** (0,02)	9,16*** (0,01)	9,74 (0,13)
TAMADM	0,10 (0,95)	0,06 (0,96)	0,10 (0,95)	0,26 (0,87)	0,11 (0,38)	-2,10** (0,02)	-3,60*** (0,01)	-2,79*** (0,01)	-2,30*** (0,01)	0,42 (0,97)
VOT	1,06* (0,06)	1,06* (0,06)	1,06* (0,06)	1,08** (0,05)	1,49** (0,02)	0,60 (0,53)	0,88 (0,34)	0,72 (0,46)	0,56 (0,53)	3,64*** (0,00)
FAM	7,45 (0,32)	7,91 (0,30)	7,80 (0,30)	7,68 (0,31)	11,53 (0,22)	1,38 (0,84)	0,11 (0,99)	0,37 (0,96)	0,35 (0,96)	15,23 (0,27)
GOV	18,99 (0,11)	18,27 (0,12)	19,02 (0,11)	19,59 (0,11)	22,76 (0,12)	10,19 (0,28)	9,77 (0,31)	9,86 (0,30)	9,57 (0,32)	26,08* (0,10)
EST	-19,34 (0,19)	-19,55 (0,18)	-19,53 (0,19)	-19,56 (0,18)	-19,31 (0,22)	2,75 (0,83)	6,92 (0,70)	-4,07 (0,98)	-2,12 (0,87)	-1,93 (0,63)
INS	-17,91 (0,36)	-18,84 (0,32)	-18,02 (0,35)	-17,54 (0,17)	-12,11* (0,09)	9,18 (0,31)	11,45 (0,24)	10,76 (0,27)	10,17 (0,27)	18,29** (0,04)
COMP	-2,46 (0,76)	-2,15 (0,85)	-1,55 (0,86)	3,00 (0,77)	16,30 (0,14)	3,98 (0,59)	3,46 (0,64)	3,61 (0,62)	3,64 (0,62)	21,40 (0,14)
ROA	1,09 (0,15)	1,09 (0,13)	1,09 (0,15)	1,11 (0,14)	0,53 (0,44)	-1,25*** (0,01)	-1,49*** (0,00)	-1,53*** (0,00)	-1,35*** (0,00)	-1,08 (0,23)
ALAV	0,09 (0,82)	0,09 (0,82)	0,09 (0,82)	0,08 (0,84)	-0,03 (0,95)	-1,57** (0,02)	-1,57** (0,02)	-1,72*** (0,01)	-1,29* (0,07)	-0,76 (0,40)
TAM	23,65 (0,59)	23,71 (0,60)	24,54 (0,59)	25,85 (0,57)	31,48 (0,53)	47,59 (0,23)	65,14 (0,27)	49,90 (0,31)	40,42 (0,37)	11,81 (0,39)
P/E (-1)						0,03 (0,13)	0,03 (0,25)	0,03* (0,08)	0,03** (0,05)	0,02 (0,48)
Dummy Ano	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Dummy Setor	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
R ² aj	0,34	0,34	0,34	0,35	0,33	0,38	0,45	0,45	0,46	0,48
Obs	1.410	1.410	1.410	1.410	1.410	759	759	759	759	759

Tabela 8 – Rentabilidade do Acionista e Presença de Mulheres em Cargos Executivos de Alta Administração

Modelos de Mínimos Quadrados em Painel com Efeitos Fixos (“Efeitos Fixos”) e Método dos Momentos Generalizado Sistemático (“MMG-Sis”) em que a variável dependente é a rentabilidade do acionista (ROE). As definições de cada variável podem ser encontradas na seção 3. Os p-valores, ajustados por auto-correlação e heteroscedasticidade, são reportados em parênteses. ***, ** e * indicam significância estatística a 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Variável	Efeitos Fixos					MMG-Sis				
	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X
MULCA	0,24 (0,53)					3,30 (0,12)				
MULDIR		0,62* (0,08)					1,28 (0,28)			
MULADM			0,40 (0,47)					5,02* (0,06)		
PRESMUL				15,07 (0,24)					29,41 (0,28)	
PRESMULCA>1					5,67 (0,41)					27,12*** (0,01)
NM	8,39 (0,91)	8,56 (0,40)	8,44 (0,41)	8,24 (0,42)	9,72* (0,06)	10,89** (0,02)	16,61*** (0,00)	13,47** (0,04)	16,20*** (0,01)	16,33*** (0,00)
GOVCA	5,15 (0,12)	4,69 (0,15)	5,11 (0,13)	5,26 (0,12)	6,17* (0,08)	7,30 (0,18)	0,32 (0,95)	2,10 (0,70)	4,61 (0,39)	2,14 (0,30)
TAMADM	1,63 (0,19)	1,67 (0,14)	1,64 (0,18)	1,35 (0,29)	1,04 (0,30)	1,23 (0,70)	1,87 (0,52)	4,32 (0,27)	1,41 (0,70)	0,34 (0,83)
VOT	0,82 (0,13)	0,76 (0,17)	0,82 (0,13)	0,79 (0,14)	0,04 (0,92)	5,41*** (0,00)	3,79*** (0,00)	4,67*** (0,00)	4,94*** (0,00)	4,67*** (0,00)
FAM	7,07 (0,42)	8,41 (0,35)	7,56 (0,40)	7,20 (0,42)	3,45 (0,67)	1,76 (0,81)	2,63 (0,72)	2,15 (0,77)	2,05 (0,78)	0,30 (0,96)
GOV	12,19 (0,29)	11,24 (0,32)	13,88 (0,24)	15,36 (0,18)	7,91 (0,42)	4,39 (0,84)	2,99 (0,88)	4,15 (0,84)	5,37 (0,80)	-1,21 (0,65)
EST	16,45 (0,31)	17,22 (0,29)	16,79 (0,30)	16,67 (0,30)	10,53 (0,35)	-6,28 (0,38)	-2,41 (0,54)	-2,62 (0,50)	-4,65 (0,43)	-9,02 (0,50)
INS	50,14*** (0,00)	46,66*** (0,00)	51,67*** (0,00)	52,41*** (0,00)	32,43** (0,02)	24,64 (0,34)	25,16 (0,29)	25,02 (0,32)	26,18 (0,29)	14,78 (0,33)
COMP	-4,00 (0,79)	-9,87 (0,79)	-5,76 (0,71)	-13,93 (0,41)	-8,70 (0,13)	7,31 (0,42)	8,52 (0,39)	7,88 (0,41)	6,02 (0,44)	17,31 (0,15)
P/B	-10,40* (0,09)	-10,40* (0,09)	-10,42* (0,09)	-10,40* (0,09)	-12,59* (0,06)	-22,2*** (0,00)	-18,9*** (0,00)	-20,5*** (0,00)	-19,6*** (0,00)	-1,86* (0,06)
ALAV	-0,19 (0,79)	-0,14 (0,84)	-0,18 (0,80)	-0,16 (0,81)	-1,08 (0,13)	-0,33 (0,75)	-0,06 (0,96)	-0,46 (0,63)	-0,19 (0,85)	-1,09** (0,02)
TAM	-85,33* (0,09)	-85,62* (0,08)	-86,08* (0,09)	-87,53* (0,07)	-80,22 (0,24)	-45,11 (0,60)	-44,27 (0,54)	-59,69 (0,44)	-11,98 (0,88)	-70,52*** (0,00)
ROE (-1)						-0,07*** (0,00)	-0,12*** (0,00)	-0,09*** (0,00)	-0,11*** (0,00)	-0,04*** (0,00)
Dummy Ano	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Dummy Setor	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
R ² aj	0,57	0,57	0,57	0,57	0,61	0,57	0,61	0,64	0,59	0,67
Obs	1.417	1.417	1.417	1.417	1.417	903	903	903	903	903



Os resultados indicam que, em geral, não existe relação significativa entre mulheres em cargos de alta administração e a rentabilidade do acionista. Vale ressaltar, no entanto, que os coeficientes positivos de MULDIR e MULADM em dois modelos, embora com pouca significância estatística, indicam que pode existir pequena relação entre o ROE e a proporção de mulheres na diretoria/conselho. Além disso, o coeficiente significativo a 1% de PRESMULCA >1 no modelo MMG-Sis mostra que empresas com no mínimo duas conselheiras possuem maior ROE. Esse resultado está em linha com os obtidos para P/B, ROA e P/E e com vários estudos internacionais apresentados anteriormente na revisão de literatura.

Os coeficientes de quatro variáveis de controle (NM, VOT, P/B e TAM) apresentam significância estatística em alguns modelos, indicando que as empresas menores, menos valiosas, com maior participação acionária do controlador e melhor governança possuem maior ROE. Não encontramos evidências que a alavancagem e governança/tamanho do conselho afetam o ROE.

Como análise de robustez, estimamos os modelos das Tabelas 4 a 8 para as 100 empresas mais líquidas do mercado brasileiro. Os resultados (não reportados por questões de espaço) mostram que a grande maioria dos coeficientes das variáveis relacionadas a presença ou proporção de mulheres na alta administração não são significativos.

Também realizamos uma análise de robustez para levar em conta que nossas variáveis MULCA, MULDIR e MULADM são fortemente censuradas à esquerda, uma vez que 73% das companhias brasileiras não possuem mulheres nos conselhos e cerca de 50% não possuem mulheres em cargos de alta administração. Grande parte da literatura sobre dados censurados se foca nas variáveis dependentes, e existem poucos estudos sobre variáveis independentes censuradas. Rigobon e Stoker (2007) mostram os vieses (“expansion bias”) causados por variáveis independentes censuradas e propõem um modelo para corrigir os mesmos e melhorar a estimação. Os autores argumentam que o modelo proposto é melhor do que as técnicas de excluir as observações com dados censurados ou introduzir uma variável *dummy* para identificar as variáveis censuradas.

A Tabela 9 mostra os coeficientes das variáveis MULCA, MULDIR e MULADM usando três métodos alternativos: modelo de Rigobon e Stoker (2007), exclusão das observações com dados censurados (isto é, trabalhando apenas com empresas que possuem mulheres em cargos de

alta administração) e introdução de uma variável *dummy* para identificar as variáveis censuradas. Em todos os modelos, incluímos todas as variáveis independentes usadas nas Tabelas 4 a 8, mas seus coeficientes não foram reportados por questões de espaço. A Tabela 9 também apresenta os coeficientes obtidos anteriormente nos modelos de efeitos fixos e GMM-Sis.

Podemos perceber que o sinal e significância das variáveis MULCA, MULDIR e MULADM não mudam substancialmente entre os modelos. Em geral, os coeficientes são positivos, mas não apresentam significância estatística. Esses resultados são consistentes com os obtidos nos modelos de efeitos fixos e GMM-Sis, e indicam que, em geral, não existe relação significativa entre proporção de mulheres em cargos de alta administração, valor e desempenho da empresa.

Tabela 9 – Valor, Rentabilidade da Empresa e Proporção de Mulheres em Cargos Executivos de Alta Administração

Coeficientes das variáveis MULCA, MULDIR e MULADM na estimação de cinco modelos com as variáveis dependentes *price-to-book* (P/B), retorno sobre os ativos (ROA), crescimento anual das vendas (CRE), *price-to-earnings* (P/E) e rentabilidade do acionista (ROE). Os modelos estimados foram de Mínimos Quadrados em Painel com Efeitos Fixos (“Efeitos Fixos”), Método dos Momentos Generalizado Sistemático (“MMG-Sis”), Modelo de Rigobon e Stoker (2007), painel com exclusão das observações com dados censurados e com a introdução de uma variável *dummy* para identificar as variáveis censuradas. Em todos os modelos, incluímos todas as variáveis independentes usadas nas Tabelas 4 a 8, mas seus coeficientes não foram reportados por questões de espaço. As definições de cada variável podem ser encontradas na seção 3. Os p-valores, ajustados por auto-correlação e heteroscedasticidade, são reportados em parênteses. ***, ** e * indicam significância estatística a 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Variável Independente	Método	Variável Dependente				
		PTB	ROA	CRE	PTE	ROE
MULCA	Efeitos Fixos	0,01 (0,63)	-0,02 (0,69)	0,37 (0,43)	-0,08 (0,91)	0,24 (0,53)
	MMG-Sis	-0,02 (0,73)	0,07 (0,70)	-1,11 (0,17)	0,03 (0,13)	3,30 (0,12)
	Rigobon e Stoker (2007)	0,01 (0,65)	-0,03 (0,39)	0,23 (0,21)	0,66 (0,28)	0,87 (0,25)
	Inclusão de <i>Dummy</i> para Variável Censurada	0,02 (0,15)	-0,05 (0,19)	0,34 (0,11)	0,13 (0,75)	0,68 (0,39)
	Exclusão de Observações Censuradas	0,02 (0,22)	0,01 (0,87)	0,34 (0,20)	-0,12 (0,83)	1,56 (0,39)
MULDIR	Efeitos Fixos	0,01 (0,48)	0,04 (0,21)	-0,01 (0,95)	-0,05 (0,95)	0,62* (0,08)
	MMG-Sis	0,09 (0,11)	0,18* (0,08)	-0,27 (0,59)	0,06 (0,92)	1,28 (0,28)
	Rigobon e Stoker (2007)	0,04 (0,13)	0,02 (0,57)	0,08 (0,65)	-0,23 (0,61)	2,48 (0,26)
	Inclusão de <i>Dummy</i> para Variável Censurada	0,02 (0,32)	0,03 (0,38)	-0,02 (0,91)	0,02 (0,97)	2,30 (0,24)
	Exclusão de Observações Censuradas	0,03 (0,12)	0,00 (0,97)	0,06 (0,66)	0,29 (0,67)	4,40 (0,26)
MULADM	Efeitos Fixos	0,02 (0,61)	0,01 (0,86)	0,75 (0,29)	-0,17 (0,85)	0,40 (0,47)
	MMG-Sis	0,03 (0,79)	0,11 (0,60)	-0,41 (0,21)	0,31 (0,72)	5,02* (0,06)
	Rigobon e Stoker (2007)	0,04 (0,11)	0,08 (0,20)	0,54 (0,11)	0,44 (0,57)	0,81 (0,52)
	Inclusão de <i>Dummy</i> para Variável Censurada	0,04 (0,15)	0,09 (0,20)	0,73 (0,16)	0,26 (0,72)	1,62 (0,37)
	Exclusão de Observações Censuradas	0,07 (0,11)	-0,04 (0,56)	0,86 (0,12)	0,09 (0,92)	4,67 (0,32)

5. Conclusão

A diversidade de gênero no conselho de administração, em especial a presença de mulheres, não é um tema novo, mas vem ganhando cada vez mais destaque nos últimos anos. Vários países, tais como Noruega, Espanha, França, Bélgica e Itália, vem adotando ações afirmativas para estabelecer um percentual mínimo de mulheres nos conselhos de administração das empresas.

A literatura acadêmica internacional sobre diversidade no conselho de administração é vasta, mas existem poucas pesquisas sobre esse tema no Brasil. A discussão em nosso país vem aumentando, não somente no meio acadêmico mas também na sociedade como um todo. O próprio Senado Federal em 2010 propôs um projeto de lei, que determina um percentual mínimo de mulheres nos conselhos das empresas estatais.

Este estudo analisa 383 companhias abertas brasileiras de 2002 a 2009 e verifica se empresas que possuem mulheres em cargos de alta administração apresentam maior valor (*price-to-book* e *price-to-earnings*) e melhor desempenho (ROA, ROE e crescimento das vendas).

Calculamos cinco variáveis relacionadas a presença ou proporção de mulheres no conselho de administração e na diretoria, e estimamos regressões usando dois métodos econométricos (painel em efeitos fixos e método dos momentos generalizado sistêmico) para analisar a relação entre a presença de mulheres em cargos de alta administração, valor e desempenho corporativo.

As análises indicam que, em geral, não existe relação significativa entre a presença e a proporção de mulheres em cargos de alta administração e o valor e desempenho da empresa. Os coeficientes das variáveis relacionadas a mulheres na alta administração não são significativos na grande maioria dos modelos, sendo que os resultados são robustos para diversas especificações e variáveis. No entanto, vale ressaltar que os resultados de alguns modelos econométricos indicam que empresas com pelo menos duas mulheres no conselho de administração parecem ter maior valor e melhor desempenho.

Nossos resultados no Brasil são consistentes com a literatura internacional, que mostra que o efeito da presença de mulheres em cargos de alta administração sobre o valor e desempenho das empresas é ambíguo. Grande parte dos nossos resultados mostra ausência de relação significativa entre mulheres na alta administração, valor e desempenho da empresa. Entretanto, os resultados para empresas com pelo menos duas

conselheiras estão em linha com diversos estudos sobre diversidade no conselho de administração que encontram relação positiva entre mulheres na alta administração e valor ou desempenho das empresas.

Nossa pesquisa apresenta diversas limitações, que podem ser endereçadas em futuros trabalhos sobre o tema. Em primeiro lugar, nossa base de dados termina em 2009, então seria interessante analisar a relação entre valor, desempenho e presença de mulheres em cargos de alta administração em anos mais recentes.

Outro ponto não abordado em nosso trabalho diz respeito à presença de mulheres como conselheiras independentes. Em muitas empresas familiares é comum existirem mais mulheres no conselho de administração, pois muitas delas pertencem a família do fundador da empresa. Nesses casos, uma maior proporção de mulheres na alta administração não deveria necessariamente levar a um maior valor e desempenho da empresa.

Outra sugestão está relacionada a estrutura de controle e propriedade. Nosso estudo analisa apenas a estrutura direta de controle e não estuda a concentração acionária por meio de outros indicadores mais elaborados e precisos. Pesquisas futuras poderiam verificar se a presença de mulheres em cargos de alta administração está relacionada com o capital votante detido indiretamente pelo acionista controlador.

Referências

- Adams, Renée; Ferreira, Daniel. (2009) Women in the boardroom and their impact on governance and performance, *Journal of Financial economics*, 94, 291-309.
- Adler, Roy (2001) *Women in the Executive Suite Correlate to High Profits*, Harvard Business Review, 79, 3.
- Almeida, Renata; Klotzle, Marcelo; Pinto, Antônio (2013) Governança corporativa: análise da composição do conselho de administração no setor de energia elétrica do Brasil, *Revista de Administração da UNIMEP*, 11, 157.
- Bantel, Karen; Jackson, Susan (1989) Top management and innovations in banking: does the composition of the top team make a difference? *Strategic Management Journal*, 10, 107-124.
- Barros, Lucas; Castro Júnior, Francisco; Silveira, Alexandre; Bergmann

- Sr., Daniel. (2010). *Endogeneity in corporate finance empirical research*. Working Paper. <http://papers.ssrn.com/abstract=1593187>.
- Bell, Linda (2005) *Women-Led Firms and the Gender Gap in Top Executive Jobs*, IZA Discussion Paper 1689, IZA, Bonn.
- Bénabou, Roland (2009) *Groupthink: Collective Delusions in Organizations and Markets*. NBER Working Paper, 14764.
- Börsch-Supan, Axel; Köke, Jens (2002). An applied econometricians' view of empirical corporate governance studies. *German Economic Review*, 3, 295-323.
- Brammer, Stephen; Millington, Andrew; Pavelin, Stephen. (2007) Gender and ethnic diversity among UK corporate boards, *Corporate Governance*, 15, 393-403.
- Bruschini, Cristina; Puppini, Andrea (2004) Trabalho de mulheres executivas no Brasil no final do século XX, *Cadernos de Pesquisa*, 34, 105-138.
- Burch, Regina. (2008) The myth of the unbiased director, *Akron Law Review*, 41, 510-556.
- Carter, David; Simkins, Betty; Simpson, William. (2003) Corporate governance, board diversity, and firm value, *The Financial Review*, 38, 33-53.
- Chaganti, Rajeswararao; Mahajan, Vijay; Sharma, Subhash. (1985) Corporate board size, composition and corporate failures in retailing industry, *Journal of Management Studies*, 22, 400-417.
- Castaldi, Richard; Wortman Jr., Max (1984) Boards of directors in small corporations: an untapped resource, *American Journal of Small Business*, 9, 1-10.
- Dorff, Michael (2007) The group dynamics theory of executive compensation, *Cardozo Law Review*, 28, 2025-2082.
- Du Rietz, Anita; Henrekson, Magnus (2000) Testing the female underperformance hypothesis, *Small Business Economics*, 14, 1-10.
- Farrell, Kathleen; Hersch, Philip (2005) Additions to corporate boards: the effect of gender, *Journal of Corporate Finance*, 11, 85-106.
- Forbes, Daniel; Milliken, Frances (1999) Cognition and corporate governance: understanding boards of directors as strategic decision-making groups, *Academy of Management Review*, 24, 489-505.

- Dobbin, Frank; Jung, Jiwook (2011) Corporate board gender diversity and stock performance: the competence gap or institutional investor bias? *North Carolina Law Review*, 89, 809-838.
- Fraga, João; Silva, Vinícius (2012) Diversidade no conselho de administração e desempenho da empresa: uma investigação empírica, *Brazilian Business Review*, 9, 58-80.
- Hambrick, Donald; Cho, Theresa; Chen, Ming-Jer (1996) The influence of top management team heterogeneity on firms' competitive moves, *Administrative Science Quarterly*, 41, 659-684.
- IBGC - Instituto Brasileiros de Governança Corporativa (2012) *Relatório de Mulheres na Administração das Empresas Brasileiras Listadas em 2010 e 2011*. São Paulo.
- Jones, Thomas; Goldberg, Leonard (1982) Governing the large corporation: more arguments for public directors, *Academy Management Review*, 7, 603-611.
- Kesner, Idalene; Victor, Bart; Lamont, Bruce (1986) Board composition and the commission of illegal acts: an investigation of Fortune 500 Companies, *Academy of Management Journal*, 29, 789-799.
- Kochan, Thomas; Bezrukova, Karterina; Ely, Robin; Jackson, Susan; Joshi, Aparna; Jehn, Karen; Leonard, Jonathan; Levine, David; Thomas, David (2003) The effects of diversity on business performance: report of the diversity network, *Human Resource Management*, 42, 3-21.
- Krishnan, Hema; Park, Daewoo (2005) A few good women - on top management teams, *Journal of Business Research*, 58, 1712-1720.
- Kramer, Vicki; Konrad, Alison; Erkut, Sumru (2008) Critical mass: the impact of three or more women on corporate boards, *Organizational Dynamics*, 37, 145-164.
- Janis, Irving (1982) *Groupthink: Psychological Studies of Policy Decisions and Fiascoes*. 2a edição, Cengage Learning.
- Leal, Ricardo; Carvalhal, Andre. (2007) Corporate governance and value in Brazil (and in Chile). In: Chong, Alberto, Lopez de Silanes, Florencio. (Orgs.). *Investor protection and corporate governance – firm level evidence across Latin America*. Washington, DC: Stanford University Press, 2007. p. 213-287.
- Lee, Peggy; James, Erika (2003) *She'-E-Os: Gender Effects and Stock*

Price Reactions to the Announcements of Top Executive Appointments, Darden Business School Working Paper, 02-11.

Lückerath-Rovers, Mijntje (2010) Women on board and firm performance, *Journal of Management & Governance*, 17, 491-509.

Madalozzo, Regina (2011) CEOs e Composição do conselho de administração: a falta de identificação pode ser motivo para existência de teto de vidro para mulheres no Brasil? *Revista de Administração Contemporânea*, 15, 126-137.

Martins, Orleans; Mazer, Lílían; Lustosa, Paulo; Paulo, Edilson (2012) Características e competências dos conselhos de administração de bancos brasileiros e sua relação com seu desempenho financeiro, *Revista Universo Contábil*, 8, 40-61.

Monks, Robert; Minow, Nell (2001) *Corporate Governance*. 2nd edition. Cambridge, MA: Blackwell Business.

Murray, Alan (1989) Top management group heterogeneity and firm performance, *Strategic Management Journal*, 10, 125-141.

Nelson, Debra; Quick, James (2011) *Principles of Organizational Behavior: Realities and Changes*. 7th edition, Cengage Learning.

Rigobon, Roberto; Stoker, Thomas (2007) Estimation with Censored Regressors: Basic Issues, *International Economic Review*, 48, 1441–1467.

Rose, Caspar. (2007) Does female board representation influence firm performance? The Danish evidence, *Corporate Governance: an International Review*, 15, 404-413.

Ryan, Michelle; Haslam, Alexander (2005) The glass cliff: evidence that women are over-represented in precarious leadership positions, *British Journal of Management*, 16, 81-90.

Shrader, Charles; Blackburn, Virginia; Iles, Paul. (1997) Women in management and firm financial performance: an exploratory study, *Journal of Managerial*, 9, 355-372.

Silveira, Alexandre; Donaggio, Angela; Sica, Lígia; Ramos, Luciana (2014) *Women's participation in senior management positions: gender social relations, law and corporate governance*. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2508929>.

Smith, Nina; Smith Valdemar; Verner, Mette (2005) *Do Women in Top*

Management Affect Firm Performance? A Panel Study of 2500 Danish Firms, IZA Discussion Paper, 1708.

Subrahmanyam, Avanidhar (2008) Social Networks and Corporate Governance, *European Financial Management*, 14, 633-662

Vance, Stanley (1983) *Corporate Leadership: Boards, Directors, and Strategy*. New York: McGraw-Hill.

Zahra, Shaker; Pearce II, John (1989) Boards of directors and corporate financial performance: a review and integrative model, *Journal of Management*, 15, 291-334.