



Monografia de Final de Curso

**ANÁLISE DO IMPACTO DA DIVERSIDADE DE GÊNERO NOS ÓRGÃOS
DE LIDERANÇA CORPORATIVOS SOBRE A PERFORMANCE FINANCEIRA DAS
COMPANHIAS BRASILEIRAS LISTADAS EM BOLSA**

Isadora Guimarães Valle

Matrícula: 1910637

Orientador: Márcio Garcia

Co-Orientador: Gustavo Pinto

Rio de Janeiro

Dezembro/2022

Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo, a nenhuma fonte de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor

As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor.

AGRADECIMENTOS

Aos meus professores orientadores, Márcio García e Gustavo Pinto, por todo o apoio, compreensão e paciência ao longo dos meses de dedicação à pesquisa.

À todos os professores do departamento de economia, por terem me apresentado essa ciência, que se tornou a minha maior paixão dos últimos anos.

À Liga de Mercado Financeiro, por ter me proporcionado a melhor experiência que tive na faculdade e me incentivado de maneira imensurável.

À minha família que esteve ao meu lado durante os anos de formação em economia.

Aos meus amigos de dentro e fora do curso, obrigada por enfrentarem comigo essa jornada e serem minha fonte de alegria e companhia nos momentos de sufoco.

À equipe de ESG da JGP, que foi responsável por me apresentar ao mundo dos investimentos sustentáveis. É um prazer diário trabalhar com vocês.

“If they don't give you a seat at the table, bring a folding chair”- Shirley Chisholm

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	5
2	CONTEXTO	9
3	REVISÃO BIBLIOGRÁFICA	11
3.1	Impacto da diversidade de gênero nos conselhos de administração sobre a performance financeira das companhias	11
3.2	Impacto da diversidade de gênero nos conselhos de administração sobre a performance não financeira das companhias.....	13
3.3	Principais canais pelos quais a diversidade pode afetar uma companhia	14
3.4	Resumo.....	16
4	FONTE DE DADOS.....	17
5	METODOLOGIA	23
6	RESULTADOS	26
6.1	ROE.....	26
6.2	ROA	27
6.3	ROIC	29
6.4	Regressões Ajustadas	30
6.5	Resumo dos Resultados.....	30
7	CONCLUSÃO	31
	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	33

1 INTRODUÇÃO

No universo de investimentos existe uma série de filosofias que podem ser aplicadas pelos investidores no momento de avaliação de um ativo. Uma estratégia antiga, porém, pouco disseminada até certo tempo atrás, é o investimento ético. Conforme evidências de Jess Liu (2020), desde o século XVII, comunidades religiosas restringem de seu universo de investimentos ativos que não estejam alinhados com suas crenças. Com a Guerra do Vietnã, essa filosofia foi novamente aplicada e investidores passaram a restringir de suas carteiras empresas relacionadas a armas nucleares e militares. Nos anos 70, por conta do Apartheid na África do Sul, investidores passaram a exigir que companhias tratassem seus funcionários de maneira igualitária, independente da raça.

Ainda de acordo com Jess Liu (2020), com o passar das gerações, o olhar ético ao investimento deixou de ser restrito a determinados grupos sociais. Diversos indivíduos passaram a tratar como relevante, no momento de avaliação de uma companhia, compreender sua postura ética e moral. Com isso, surge o *Corporate Social Responsibility*, que pode ser definido como um modelo de negócios que reconhece sua responsabilidade perante uma sociedade como um todo e conduz seus negócios visando o bem-estar de todos *stakeholders*, ao contrário de focar somente em sua performance financeira.

A filosofia foi evoluindo e ganhando ramificações no mundo de investimentos, obtendo relevância nas mídias, nas companhias e dentre a comunidade investidora. O ponto focal eram questões sociais, contudo, com o agravamento da crise climática e com o Acordo de Paris, as sociedades passaram a tratar também o tema do meio ambiente como crucial ao desenvolvimento de uma sociedade mais responsável, como destacado por Lykkesfeldt e Kjaergaard (2022). Diante disso, em janeiro de 2004, o termo ESG (*environmental, social and governance*) foi cunhado pela primeira vez por Kofi Annan, Secretário-Geral da ONU, no relatório *Who Cares Wins*, que convida CEOs de instituições financeiras a integrar o ESG no mercado de capitais (IFC, 2004). O termo foi disseminado no meio corporativo e pode ser definido como uma filosofia de investimentos que busca conciliar o retorno financeiro com externalidades positivas ao meio ambiente e a sociedade. O ESG é uma estratégia para mitigar riscos e encontrar novas oportunidades de investimentos. “A melhor maneira de maximizar o lucro sustentável de uma empresa, não o de curto prazo, é gerar valor para todos os seus

stakeholders e ser responsável com o meio ambiente e inclusivo socialmente.” (Carta I de ESG da JGP, 2020)

Espera-se que gestores de ativos aumentem seus ativos sob gestão relacionados a ESG para U\$33.9 trilhões até 2026, de \$18,4 trilhões em 2021 (PWC, 2022). Em outras palavras, em menos de 5 anos os ativos ESG estariam no caminho para constituir 21,5% dos ativos sob gestão globais. Além disso, 78% dos investidores entrevistados na pesquisa disseram que pagariam taxas mais altas pelo desempenho ESG e 52% estão dispostos a incluir ESG em taxas relacionadas ao desempenho.

Tais estatísticas deixam evidente que não é possível ignorar o tema. O presente estudo tem como principal motivação explorar o mercado ESG e suas consequências e o ponto focal foi a temática social. Nos debates e avaliações sociais sobre as companhias, a diversidade está em voga. A literatura que será mencionada nas próximas seções traz à tona a importância da maior representatividade de grupos minorizados no meio corporativo. Para formar um quadro de funcionários mais diverso, é de extrema importância tratar da questão da representatividade, que pode ser definida como uma característica de algum grupo ou indivíduo que desperta certo sentimento de identificação por parte de terceiros. Uma das estratégias corporativas para aumentar a diversidade interna é alocar indivíduos de grupos minorizados nos principais órgãos de governança, como no Conselho de Administração e na diretoria Executiva, para que tais líderes pertencentes a grupos diversos possam ter um impacto na companhia como um todo.

O Conselho de Administração é o mais alto órgão de governança de uma companhia. “O Conselho de Administração deve atuar de forma a proteger o patrimônio da companhia, perseguir a consecução de seu objeto social e orientar a diretoria a fim de maximizar o retorno do investimento, agregando valor ao empreendimento” (Comissão de Valores Mobiliários (CVM), 2022, p.4). Ademais, o Conselho é a principal ferramenta utilizada pela governança corporativa e seu papel é ser o elo entre a propriedade e a gestão para orientar e supervisionar a relação desta última com as demais partes interessadas (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), 2015, p.39). Para manter, na tomada de decisões, o direcionamento estratégico dos negócios, os conselheiros devem ter em mente as principais tendências e alavancas de sucesso de uma companhia.

Dado o seu papel nas companhias, Conselheiros têm cada vez mais responsabilidade sobre o sucesso ESG das firmas e devem buscar acompanhar e monitorar dados e informações relacionadas ao tema. Como exemplo, 71% dos conselhos das empresas consideram objetivos

e metas ESG em sua estratégia de negócio, mas relativamente poucas empresas têm estruturas de governança para estabelecer e atuar em tais metas (Spencer Stuart e Diligent Institute, 2022).

Por outro lado, as diretorias executivas são formadas por diversos profissionais que atuam no dia a dia das companhias. É a diretoria que administra uma companhia e tem responsabilidade sobre as operações, desempenho financeiro e performance no mercado acionário. É nesse órgão que ficam alocados os cargos de CEO (*Chief Executive Officer*) e CFO (*Chief Financial Officer*), por exemplo.

“A diretoria é o órgão responsável pela gestão da organização, cujo principal objetivo é fazer com que a organização cumpra seu objeto e sua função social. Ela executa a estratégia e as diretrizes gerais aprovadas pelo conselho de administração, administra os ativos da organização e conduz seus negócios.” (IBGC, 2015, p.69).

Sendo um dos principais órgãos de liderança junto ao Conselhos, é de suma importância compreender o alcance dos diretores. Ao guiarem as decisões estratégicas das companhias, tais líderes têm capacidade de impactar diversos stakeholders.

Sendo assim, dada a importância dos órgãos de liderança mencionados e a relevância do tema de diversidade, torna-se necessário explorar o debate sobre a inclusão de mulheres nos cargos de liderança das companhias e se isso está tendo algum efeito na performance das companhias ou não.

Posto isso, o presente trabalho tem como objetivo avaliar o impacto da diversidade de gênero nos cargos de liderança das firmas sobre a performance financeira das companhias brasileiras listadas em bolsa. Com base nos dados disponibilizados nos Formulários de Referência e Demonstrações Financeiras das companhias do Ibovespa, para o período de 2010 a 2021, é primeiramente realizada uma análise descritiva do contexto nacional da diversidade de gênero nos Conselhos de Administração e diretorias Executivas. É possível observar que a quantidade e percentual de mulheres sobre o total de membros, para ambos os órgãos de liderança, tem aumentado de forma expressiva. A média de mulheres nos Conselhos, em valores absolutos, foi de 0,57 em 2010 para 1,58 em 2021 e, em percentual, foi de 5,6% para 16,2%.

Enquanto nas diretorias, o número absoluto de mulheres era de 0,50 em 2010 indo para 0,91 em 2021 e, em percentual, passou de 5,9% para 11,5% em 2021.

Em seguida, foi realizado um recorte setorial para avaliar quais setores contam com mais ou menos presença de mulheres nos cargos de liderança. Os setores que se destacaram positivamente foram os de papel e celulose, de e-commerce, financeiro e de varejo, ao passo que os que mais se destacaram negativamente foram os setores de shopping, de incorporadoras, do agronegócio, de educação e de distribuição de combustível.

Para identificar a relação do gênero sobre a performance financeira das companhias, foram selecionados três principais indicadores de rentabilidade: ROE, ROA e ROIC. Tais indicadores foram selecionados pois são parâmetros essenciais para avaliar o desempenho das companhias, além de ser as principais métricas utilizadas nas pesquisas sobre o tema que são evidenciadas nas próximas seções. Nas regressões realizadas, a variável dependente é o indicador financeiro e a variável explicativa são as métricas de gênero. Foram selecionados quatro parâmetros distintos para avaliar a presença de mulheres nos cargos de liderança: número absoluto de mulheres nos conselhos, percentual de mulheres nos conselhos, número absoluto de mulheres nas diretorias e percentual de mulheres nas diretorias. Por fim, também foi aplicado um efeito fixo por setor e variáveis de controle.

Os resultados indicam que a presença de mulheres nos cargos de liderança das companhias não tem efeito sobre a performance financeira contemporânea. Em todas as regressões realizadas, a variável de gênero não se mostra estatisticamente diferente de zero. A conclusão pode ter uma série de motivos distintos, como a falta de mais variáveis de controle, a baixa eficácia dos indicadores financeiros selecionados, questões estruturais de gênero, como a tendência de as decisões de mulheres serem consideradas menos relevantes frente a dos homens ou a hipótese que os efeitos culturais em uma empresa são sentidos apenas no longo prazo.

Esse trabalho é estruturado em 7 seções. Além da introdução, a Seção 2 contém um contexto do tema estudado e a Seção 3 traz a revisão de literatura, onde são exploradas as principais pesquisas relacionadas ao tema. A Seção 4 detalha os dados utilizados e a Seção 5 aprofunda na metodologia aplicada no estudo. Por fim, a Seção 6 traz os resultados obtidos e a Seção 7, as devidas conclusões.

2 CONTEXTO

Apesar do notório progresso da equidade de gênero na sociedade, mulheres ainda encontram uma série de barreiras que impedem ou dificultam o crescimento profissional. Existe uma ampla literatura que demonstra esse fato. Por conta de normas sociais estabelecidas, mulheres são vistas como as principais responsáveis por cuidar da família e filhos. Cortes e Pan (2020) buscam exemplificar a *child penalty*, que pode ser definido como fato da decisão de ter filhos afetar desproporcionalmente as mulheres. Os autores concluem que as mulheres reduzem sua participação no mercado de trabalho após o nascimento do filho nos seguintes casos: marido e esposa têm mesmas preferências por trabalho doméstico e remunerado, mas mulher ganha salários mais baixos; e quando mulheres têm salários mais altos, mas são mais produtivas em casa, ou valorizam mais o cuidado dos filhos. Como outra evidência, Berniell et al (2012) mostram que existe um *tradeoff* para as mulheres entre trabalhar mais horas e ganhar mais e reduzir as horas trabalhadas e ganhar menos para ter mais tempo para criar o filho. Outro efeito relevante da *child penalty* é a busca, por parte das mulheres, pelo mercado informal de trabalho. O mercado informal oferece uma maior flexibilidade e, dessa maneira, mulheres conseguem conciliar melhor a criação dos filhos com o trabalho, como evidenciado por Berniell et.al (2021).

Bertrand et al (2010) investigam ex-estudantes de MBA da Universidade de Chicago e concluem que não existia um diferencial salarial significativo entre homens e mulheres após a graduação, mas que entre 10 e 16 anos depois, o diferencial salarial se expandiu para quase 60%. Os maiores responsáveis por esse fato foram interrupções no mercado de trabalho e quantidade de horas trabalhadas: mães trabalham, em média, 24% a menos em comparação com homens e mulher sem filhos.

Dessa forma, torna-se evidente que mulheres ainda sofrem com as normas sociais e, muitas vezes, não conseguem avançar em suas carreiras profissionais. Apesar de décadas de avanço, mulheres ainda são subrepresentadas em cargos de liderança e camadas com remuneração elevada, fenômeno definido como *glass ceiling* por Bertrand (2018).

No Brasil, embora mulheres tenham escolaridade mais elevada (IBGE, 2018), apenas 3,5% das companhias contam com CEOs mulheres, somente 16% têm mulheres em cargos de diretoria (CNN, 2021) e 22,4% das empresas não possuem nenhuma mulher nos conselhos de administração (IBGC, 2021). A baixa representatividade não é restrita ao Brasil: na União

Europeia somente 29,5% dos assentos dos conselhos das maiores empresas listadas são ocupados por mulheres e nas empresas presentes no Fortune 500, nos Estados Unidos, apenas 26,5% contavam com conselheiras mulheres (Catalyst, 2021).

Alguns países tomaram a decisão de estabelecer políticas e regulações para aumentar a quantidade de mulheres nos conselhos. Como exemplo, a França, a Itália e a Noruega estabeleceram uma cota de 40% para mulheres nos conselhos de administração. Para Alemanha, o valor da cota é de 30% e no Egito, 25% (Terjesen, Aguilera, Lorenz, 2014). Em junho de 2022 foi a vez da União Europeia se engajar com o tema e foi estabelecida uma cota, também de 40%, para mulheres nos conselhos até 2026. Caso haja descumprimento da regra, as empresas poderão incorrer em multas ou anulação da nomeação de conselheiros (European Commission, 2022).

Apesar do Brasil não ter estabelecido nenhuma cota para gênero no meio corporativo, algumas mudanças regulatórias entorno do tema estão ocorrendo. Como exemplo, a B3 estabeleceu em agosto de 2022 uma regra de diversidade (B3, 2022). As empresas listadas terão até 2026 para incluir ao menos uma mulher e um membro de comunidade minorizada¹ nos Conselhos de Administração ou diretoria Estatutária. A regra seguirá o modelo de “pratique ou explique”, portanto, as empresas que não cumprirem com a regra terão que explicar em seus documentos o motivo de não terem incluído em seus cargos de liderança membros pertencentes a grupos minorizados.

Outra proposta no Brasil que busca estimular o tema de diversidade no meio corporativo é a mudança regulatória da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), que exige que as empresas divulguem determinadas informações ESG em seus Formulários de Referência a partir de 2023 (CVM, 2022). As companhias terão de reportar a quantidade de funcionários por gênero, raça ou cor e idade, para todos os níveis hierárquicos, além de outros dados de sustentabilidade.

Com o surgimento das cotas, novas regulações e disseminação do debate sobre desigualdade de gênero, pesquisas sobre o tema, apresentadas na próxima seção, se tornaram cada vez mais frequentes. Os estudos buscam analisar o impacto da diversidade de gênero sob

¹ A B3 define comunidade minorizada como qualquer pessoa que (a) se autodeclare “preta” ou “parda”, segundo classificação do IBGE, (b) se identifique como integrante da comunidade LGBTQIA+, ou (c) seja considerada pessoa com deficiência, nos termos da Lei 13.146/2015

diversas perspectivas distintas: desigualdade de gênero nas companhias, performance financeira e atributos não financeiros das firmas.

3 REVISÃO BIBLIOGRÁFICA

Esse capítulo apresenta uma revisão da literatura relacionada ao tema do presente trabalho. Devido à falta de pesquisas nacionais realizadas sobre o assunto, a revisão traz como ponto central a literatura internacional.

O capítulo está dividido da seguinte maneira: a seção 2.1 busca analisar qual o impacto da diversidade de gênero nos conselhos de administração sobre a performance financeira das companhias – tema central do estudo – no contexto de diferentes países. Algumas das localidades estudadas tiveram legislação de cotas de gênero estabelecidas por seus governos e os autores buscam explorar esse acontecimento, enquanto outras pesquisas analisam locais sem legislação em vigor.

Em sequência, a seção 2.2 traz pesquisas que evidenciam o impacto da diversidade de gênero nos conselhos de administração sobre indicadores não financeiros das companhias. Por fim, seção 2.3 traz uma literatura que possui como principal objetivo explicar os principais canais pelos quais a diversidade pode afetar uma companhia.

3.1 Impacto da diversidade de gênero nos conselhos de administração sobre a performance financeira das companhias

Existe uma extensa literatura internacional que busca compreender os efeitos da diversidade de gênero nos órgãos de liderança sobre a performance financeira das companhias. São dois os principais escopos de pesquisa: impactos sobre retornos contábeis, o qual é usualmente medido por meio da receita líquida, ROA (*return on assets*), ROE (*return on equity*) ou ROIC (*return on invested capital*), ou impactos sobre o desempenho no mercado acionário, estimado por meio da performance da ação, valor de mercado da companhia ou Q de Tobin.

Apesar da vasta literatura, as evidências são inconclusivas. Essas podem diferir por uma série de fatores como contexto da região, quantidade de anos analisados ou divergência dos parâmetros sendo analisados. Post e Byron (2014) realizaram uma meta-análise de 140 estudos sobre o tema mulheres nos conselhos de administração e desempenho financeiro das firmas.

Agregando todas as pesquisas, os autores acham uma relação positiva entre retornos contábeis e diversidade de gênero nos conselhos, e a relação é ainda mais forte em países com maiores proteções a investidores. Todavia, não encontram relação com o mercado de acionário. Por fim, também encontram uma relação positiva entre gênero e o ato de supervisionar a companhia e se envolver nas decisões estratégicas.

Sani (2021), analisa a Nigéria, utilizando dados em painel de 70 companhias listadas em bolsa por um período de 8 anos (2012-2019). O estudo indica uma relação positiva entre diversidade de gênero nos conselhos de administração e performance financeira. Sunmin Na (2021) corrobora com os resultados, também encontrando uma relação positiva entre diversidade de gênero e o dever de supervisão do conselho.

Observando um diferente contexto, mas chegando a resultados similares, Srindihi et al. (2011) concluem que a presença de mulheres nos conselhos de administração das empresas norte-americanas aumenta a qualidade dos ganhos financeiros porque melhoram a função de supervisão dos conselhos.

Examinando dados de companhias da Austrália, Nguyen e Faff (2006) indicam uma relação positiva entre diversidade de gênero nos conselhos e o mercado acionário, concluindo que a presença de mulheres está associada a um maior valor para a empresa. Os autores utilizam o Q de Tobin para medir o valor da firma no mercado.

Carmo, Alves e Quaresma (2022) analisam o efeito de diversidade de gênero nos conselhos, por meio do ROA e Q de Tobin, das companhias listadas em Portugal. As evidências revelam um efeito positivo para os dois indicadores quando mulheres representam, no mínimo, 20% do conselho. Isidro & Sobral (2015) também encontram uma relação positiva entre performance financeira da companhia (medido por ROA e *return on sales*) e mulheres nos conselhos.

Complementando a literatura, Vera e Campbell (2009), analisam o impacto de curto e longo prazo do apontamento de conselheiras mulheres na Espanha. Eles descobrem que, a curto prazo, o mercado reage positivamente a tal anúncio, sugerindo que investidores acreditam que conselheiras mulheres podem trazer valor as companhias. Quanto aos impactos de longo prazo, os resultados também são positivos: a presença de mulheres no conselho está também associada a geração de valor por longos períodos.

Como mencionado, as evidências não apontam para apenas um resultado. Há casos que dentro de uma mesma localidade geográfica, os resultados diferem. Como exemplo, Mínguez-Vera e Martin (2019), que também analisaram o contexto espanhol, encontram evidências distintas para pequenas e médias empresas. Os autores concluem que a presença de mulheres nos conselhos de administração gera um impacto negativo no desempenho financeiro das companhias e que esse resultado pode estar relacionado a mulheres serem mais avessas a riscos e, portanto, priorizarem estratégias mais conservadoras.

Bøhren Strøm (2010) indicam que uma firma gera maior valor quando o conselho é mais homogêneo e, portanto, com um nível de diversidade mais baixo. Para os autores, implementar cotas de gênero para conselhos deve ser visto como um programa político para garantir oportunidade iguais, mas não como um programa de geração de valor para acionistas.

Adams e Ferreira (2009) encontram um efeito negativo da diversidade de gênero na performance das companhias, analisando pelo ROA e Q de Tobin. Hassan e Marimuthu (2019) concluem que diversidade de gênero não apresentou impacto relevante no valor das firmas.

Na Noruega, nos anos seguintes aos que a cota para diversidade de gênero foi anunciada, ocorreu uma queda no preço das ações e no Q de Tobin (Ahern & Dittmar (2012)), o ROA declinou nas companhias que tiveram que seguir a regra e houve queda ainda maior quando mais conselheiras tiveram que ser adicionadas (Bohren & Staubo (2016)).

Há também uma série de pesquisas, como indicado pela análise de Post e Byron (2014), que não encontram relação entre representação de gênero nos conselhos e desempenho financeiro das empresas (Carter, D'Souza, Simkins, & Simpson, 2010; Rose, 2007; Shrader, Blackburn, & Iles, 1997).

Dada a grande disparidade entre os resultados, evidencia-se a importância de trazer a pesquisa para o contexto brasileiro e compreender se a presença de mulheres conselheiras está impactando as firmas de maneira relevante.

3.2 Impacto da diversidade de gênero nos conselhos de administração sobre a performance não financeira das companhias

Apesar dessa pesquisa ter como foco principal os efeitos nos indicadores financeiros, é fundamental compreender também o impacto da diversidade de gênero sobre os resultados não financeiros das companhias. Foi somente nos últimos anos que a presença de mulheres nos

cargos de lideranças começou a aumentar. Uma diversidade maior pode trazer uma série de efeitos distintos e, por ser um fenômeno recente, é essencial avaliar tais implicações, sobre óticas distintas.

Biswas, Chapple e Stainback (2021) associam uma maior quantidade de mulheres no conselho a uma maior quantidade de mulheres em cargos de liderança (em outros cargos além do Conselho). As evidências revelam que enquanto 1 ou 2 conselheiras trazem impactos positivos para a companhia, 3 ou mais conselheiras é ainda mais vantajoso.

Bertrand (2018) busca analisar os efeitos da reforma nos conselhos da Noruega sobre a redução da disparidade de gênero no país. A pesquisa conclui que, apesar da reforma ter apresentado alguns resultados positivos (como queda no *gap* salarial e melhorias no mercado de trabalho para mulheres jovens com pós-graduação em administração), a política teve pouco impacto sobre as mulheres da indústria de uma maneira geral.

O objetivo principal do estabelecimento de cotas é tentar diminuir o *gap* de gênero no mercado de trabalho. Portanto, para que políticas assim ganhem mais relevância, é preciso que elas estejam conseguindo cumprir com seu dever principal e pesquisas entorno do tema tornam-se cada vez mais necessárias.

3.3 Principais canais pelos quais a diversidade pode afetar uma companhia

Há diversas pesquisas que apresentam os motivos pelos quais a presença de mulheres ou indivíduos com experiências diversas podem afetar resultados financeiros e não financeiros de companhias. Um argumento comumente utilizado é que uma maior diversidade pode gerar novas ideias, pois os indivíduos terão pontos de vistas distintos sobre os assuntos. Por outro lado, existem estudos que mostram que conselhos homogêneos são mais efetivos pois se deparam com menos debates e, portanto, conseguem tomar decisões mais rapidamente, o que pode ser visto como mais produtivo. Donaldson, Malenko e Piacentino (2020) argumentam que a diversidade nos conselhos (não estritamente de gênero) pode exacerbar o fenômeno *deadlock* – quando o conselho tem dificuldade de seguir em frente com tomada de decisões. Por outro lado, Kang, Kim & Oh (2020) argumentam que conselhos mais diversos, por terem vozes com opiniões distintas sobre gerenciamento de risco e propostas empresariais, acrescentam mais valor aos conselhos (no referido artigo, diversidade no conselho aumenta as chances de se rejeitar propostas arriscadas, o que é acompanhado por um aumento no Q de Tobin).

De acordo com Nguyen, Ntim & Malagila (2020), em um estudo meta que aborda pesquisas sobre diversidade de gênero nos conselhos, uma das principais teorias mencionadas na literatura relacionada ao tema é a teoria de dependência dos recursos. A teoria sugere que o apontamento de mulheres para o conselho pode melhorar as habilidades de tomada de decisão das companhias pois mulheres têm diferentes habilidades e perspectivas. Kim & Starks (2016) evidenciam que conselheiras são mais propensas que homens a terem habilidades com gerenciamento de risco, questões regulatórias, legais, políticas, recursos humanos e sustentabilidade.

Outro ponto relevante é o capitalismo de stakeholders, que pode ser definido como uma forma de pensar o negócio com uma maior consciência dos impactos sobre o mundo e das relações com os diversos públicos (John Mackey & Raj Sisodia, 2018). Com o avanço do ESG, torna-se cada vez mais importante que as lideranças das companhias tenham um olhar mais holístico e focado no longo prazo. A literatura recente mostra que mulheres tendem a dar maior relevância a questões sociais que homens. Bannò, Filippi e Trento (2021), por meio de uma análise de 187 publicações no Web of Science, revelam que a presença de mulheres em cargos de governança nas empresas está associada a um maior engajamento em projetos ambientais e sociais. Segundo literatura que será explorada, a participação de mulheres também influencia positivamente na performance socioambiental das empresas e aumenta o nível, qualidade e transparência de reportes de sustentabilidade. Isidro & Sobral (2015) também encontram uma relação positiva entre mulheres no conselho e *compliance* ético e social por parte das companhias.

Analisando a conjuntura de cotas, mas no contexto Alemão, Panzer e Muller (2019) observam que os conselhos com diversidade de gênero apresentaram relatórios financeiros com maior transparência e acurácia de dados. A análise empírica observa as demonstrações financeiras de 64 companhias listadas no DAX30, MDAX e SDAX de 2006 a 2011.

Complementando a literatura, Mather, Ranasinghe & Unda (2021) examinam o efeito de diversidade de gênero nos conselhos sobre o tom da linguagem usado nos informes financeiros das companhias. A conclusão é que conselhos com maior diversidade de gênero utilizam uma linguagem mais moderada e, portanto, menos exagerada nos informes para investidores. Tal evidência é positiva pois mostra que conselhos diversos estão contribuindo com maior transparência, o que pode apresentar um sinal positivo para investidores. Barber (2001) e Croson e Gneezy (2009) evidenciam que mulheres tendem a reportar em maior

quantidade e qualidade para investidores podem estar relacionadas a elas serem mais avessas a riscos e menos confiantes

Farag & Mallin (2016), elencando um resultado distinto, ao analisar a crise de dívida na Europa, revelam que representação feminina nos conselhos e nos órgãos de supervisão pode reduzir a vulnerabilidade de bancos a crises financeiras. Ademais, os autores não encontram evidências que mulheres são avessas a risco.

Abad et al. (2017) buscam compreender a relação entre diversidade de gênero nos conselhos e o nível de assimetria de informação no mercado de ações. Baseado em evidências que sugerem que diversidade de gênero nos conselhos aumenta a quantidade e qualidade de informações públicas por companhias e que a participação de mulheres promove uma comunicação mais efetiva do conselho, os autores concluem que existe uma relação negativa entre diversidade de gênero nos conselhos e nível de assimetria de informação no mercado de capitais.

Niderle e Vesterlund (2007) buscam estudar as diferenças de gênero em competitividade. Concluem que homens opta por esquemas de compensação competitivos mais que mulheres, o que mostra que homens são mais confiantes que mulheres.

Banerjee, Masulis & Upadhyay (2018), estudam se conselhos com diversidade de gênero conseguem mitigar os efeitos negativos de CEOs confiantes demais. Os resultados revelam que companhias que contam com CEOs com essa característica e conselheiras mulheres independentes têm melhor desempenho. Os autores argumentam que conselheiras têm diferentes pontos de vistas e habilidades que contribuem para a tomada de decisão do conselho.

Somado-se a isso, existem outros mecanismos pelos quais mulheres podem agir de maneira diferente de seus pares na gestão de companhias. Adams and Ferreira (2009), Miller e Triana (2009) e Faccio et al (2016) mostram que mulheres nos conselhos de administração podem aumentar a qualidade de decisão dos conselhos. Cumming, Leung, & Rui (2015) relevam que mulheres são eficazes em indústrias majoritariamente masculinas pois reduzem a frequência e severidade de fraudes e Reguera-Alvarado, Fuentes, & Laffarga (2017) mostram que a presença de mulheres no conselho pode minimizar custos de agência pois monitoram melhor os executivos das companhias.

3.4 Resumo

Evidencia-se, pois, que o tema de diversidade de gênero no meio corporativo é amplamente explorado no contexto internacional. O impacto da diversidade é analisado sobre diversas óticas distintas: financeira, no mercado de capitais ou inclusive sobre o desempenho ESG das companhias. Os resultados também apontam para direções opostas: com a literatura atual, não é possível concluir se uma maior presença de mulheres causa impactos positivos, negativos ou neutros nas companhias. A divergência de conclusões pode se dar pelas diferenças de localidade e de tempo.

O presente trabalho analisa o contexto brasileiro e busca compreender se é possível observar algum efeito da maior presença de mulheres em cargos de liderança.

4 FONTE DE DADOS

A amostra estudada é composta pelas companhias listadas no Índice Ibovespa da B3. A B3 é a bolsa de valores oficial do Brasil, enquanto o índice é o principal indicador de desempenho das ações negociadas na bolsa e reúne as empresas mais importantes do mercado de capitais brasileiro. As companhias do índice foram extraídas do site da B3 e a amostra final contém 86 firmas, que foram analisadas para o período de 2010-2021. Para realizar a análise da diversidade de gênero nos órgãos de liderança sobre a performance financeira das companhias, foram coletados dados sociais e financeiros. O objetivo desse estudo é entender se a presença de mulheres em cargos de liderança nas companhias está tendo algum efeito sobre os resultados financeiros das mesmas.

As variáveis financeiras que serão usadas como variáveis dependentes são: Retorno sobre o Patrimônio (ROE), Retorno sobre os ativos (ROA) e Retorno sobre o Capital Investido (ROIC). O ROE é medido pela razão entre o lucro líquido e o patrimônio líquido e indica a capacidade de geração de valor de uma firma com base nos seus recursos próprios, enquanto o ROA retrata a razão entre o lucro líquido e o ativo total, e mede o quanto uma empresa é rentável em relação ao total de ativos dos quais dispõe. Por fim, o ROIC revela quanto uma empresa é capaz de gerar valor em razão de todo o capital investido, e é medido pela razão do NOPLAT pelo capital investido, sendo o NOPLAT o “*Net Operating Profit Less Adjusted Taxes*”. Tais dados financeiros foram coletados das demonstrações financeiras das companhias.

Os dados de gênero foram extraídos dos Formulários de Referência divulgados pelas companhias. A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) requer que todas as empresas abertas

listadas em bolsa no Brasil divulguem esse documento anualmente e ele contém informações relevantes sobre o negócio da firma, como fatores de risco, política de remuneração, organograma dos acionistas, entre outros.

No Brasil não há nenhuma legislação sobre transparência de diversidade de gênero no setor privado, contudo, desde 2010, as companhias abertas devem listar em seus Formulários de Referência os membros dos principais órgãos de liderança. Tendo como base o nome dos conselheiros e dos diretores, foi possível analisar a quantidade de mulheres em cada Conselho de Administração e diretoria.

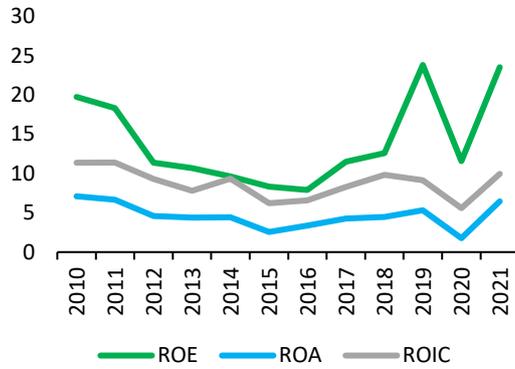
De forma a evitar resultados viesados nas regressões, são usadas como controle as variáveis de crescimento do PIB, a taxa SELIC, a variação do IPCA e o *MarketCap* (Valor de Mercado) de cada companhia. Os indicadores macroeconômicos (PIB, SELIC e IPCA) foram coletados das bases do Banco Central e eles foram selecionados como controle pois o cenário econômico de um país possivelmente irá afetar, em menor e maior grau, os resultados das companhias. Finalmente, o *MarketCap* (Capitalização de Mercado) é calculado por meio da multiplicação do número de ações de uma empresa pelo seu preço negociado no mercado. Tal métrica foi selecionada como controle para normalizar os resultados pelo tamanho das companhias.

A seguir serão apresentadas as estatísticas descritivas das amostras utilizadas. Os gráficos e tabelas abaixo contam com análises de um período de 11 anos (2010-2021) dos indicadores financeiros e dos dados de gênero. A análise em questão limitou-se a esse intervalo de tempo visto que as companhias começaram a divulgar os Formulários de Referência apenas em 2010. Ademais, também foi realizado um estudo setorial para examinar se a presença de mulheres em cargos de liderança apresenta divergência de setor a setor.

Os gráficos 1.1 e 1.2 apresentam as principais estatísticas dos indicadores financeiros para a amostra utilizada, enquanto os gráficos 1.3, 1.4, 1.5 e 1.6 apresentam as médias do valor absoluto e do percentual de mulheres nos conselhos de administração e nas diretorias das companhias analisadas desde 2010. Por fim, as tabelas 1.1, 1.2, 1.3 e 1.4 contam com a análise setorial por gênero.

Gráfico 1.1 e 1.2

Médias (%)



Desvio Padrão

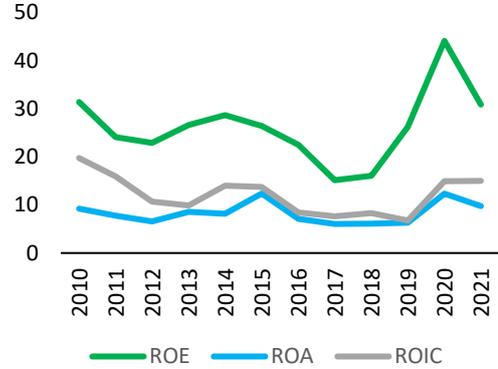
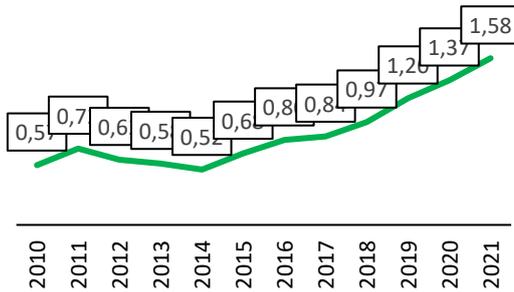


Gráfico 1.3 e 1.4

Média Mulheres no Conselho (#)



Média Mulheres no Conselho (%)

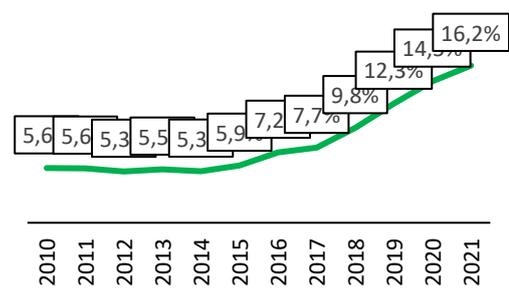
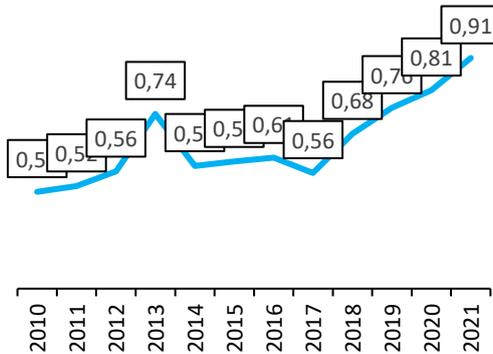
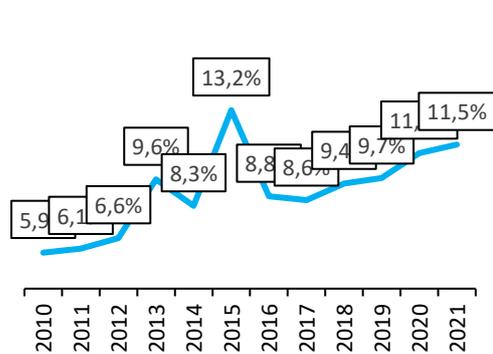


Gráfico 1.5 e 1.6

Média Mulheres na Diretoria (#)



Média Mulheres na Diretoria (%)



Os dados evidenciados nos gráficos 1.1 e 1.2 revelam conclusões distintas sobre a performance financeira das companhias nos últimos 10 anos. A média do ROE subiu de 19,7% em 2010 para 23,5% em 2021, enquanto o desvio padrão manteve uma média de 26,23 no mesmo intervalo de tempo. Todavia, os valores de ROA e ROIC deterioraram no período: a média do ROA passou de 7,1% para 6,4% e do ROIC foi de 11,4% para 10%, enquanto o desvio padrão do ROA ficou em uma média de 8,35 e o do ROIC de 12,1. Os últimos dois anos da amostra foram marcados pela pandemia do COVID-19, portanto, foram períodos atípicos da economia mundial. Contudo, mesmo se não considerarmos o ano de 2020 e 2021 na análise, a conclusão é a mesma: observa-se uma redução no ROA e no ROIC, enquanto o ROE sobe, o que revela uma deterioração da performance de tais indicadores nos últimos anos.

Em seguida, os dados de gênero nos cargos de liderança das companhias demonstram que a média do valor absoluto e do percentual de mulheres nos Conselhos de Administração e nas diretorias exibiu um aumento significativo nos onze anos analisados. Analisando valores absolutos, a média de mulheres nos conselhos subiu de 0,57 para 1,58, enquanto a média de mulheres nas diretorias apresentou melhora de 0,5 para 0,91. Ainda, a média do percentual de mulheres no conselho era 5,6% e na diretoria 5,9% em 2010, aumentando, respectivamente, para 16,2% e 11,5% em 2021. Observando tais dados fica evidente que a presença do gênero feminino nos cargos na gestão das companhias tem aumentado de maneira relevante, todavia, mulheres ainda são minoria nos conselhos e diretorias e a realidade ainda é distante de um cenário de equidade na divisão de gênero. Como evidenciado pelas médias dos valores absolutos, muitas vezes observa-se apenas uma mulher nos órgãos de liderança.

A partir dos dados de gênero divulgados pelas companhias, foi possível traçar uma análise setorial e fazer um mapa de calor para avaliar quais indústrias estão mais avançadas na pauta de mulheres em cargos de liderança e quais ainda apresentam baixa representatividade feminina.

Tabela 1.1 (Valor Absoluto de Mulheres no Conselho)

Setor	# Empresas	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Agro	2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,5	1,0
Aviação	2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Bens Industriais	2	0,5	0,5	0,5	1,0	0,5	1,0	1,0	0,5	0,5	1,0	1,0	1,5
Distribuição de Combustível	2	1,0	1,0	1,0	1,0	0,0	0,0	0,0	2,0	1,0	1,5	1,5	2,0
Ecommerce	2	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,5	1,5	3,0	1,5	1,5	1,5
Educação	2		0,0	0,0	1,0	1,0	1,5	0,5	0,5	0,5	1,0	1,0	1,5
Energia	10	0,3	0,7	0,5	0,4	0,3	0,3	0,3	0,6	0,7	1,0	1,1	1,1
Financeiro	10	0,6	0,4	0,5	0,5	0,9	0,7	0,9	0,8	0,9	1,1	1,6	1,9
Frigorífico	4	1,5	1,0	0,5	0,3	0,3	0,3	0,7	0,7	1,0	1,3	1,7	1,5
Incorporadoras	3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	0,7	0,7	0,7
Locadora	1	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Logística	1		7,0	7,0	5,0	1,0	1,0	0,0	0,0	0,0	0,0	3,0	3,0
Materiais	1	0,0		0,0	0,0	1,0	0,0	1,0	2,0	2,0	2,0	3,0	3,0
Mineração	2	0,0	0,0	0,0	1,0	0,0	1,0	3,0	3,0	4,0	3,0	1,5	1,5
Papel e Celulose	2	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,5	3,0	3,0	3,5	3,5	3,5	4,5
Petróleo	3					0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	2,0	1,3	1,3
Petroquímico	1	1,0	1,0	0,0	0,0	1,0	2,0	2,0	1,0	0,0	1,0	1,0	1,0
Rodovia	2	1,0	1,0	0,5	0,5	0,5	1,0	1,0	1,0	0,5	1,0	1,5	1,5
Saneamento	1			0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Saúde	6		1,5	1,0	0,5	0,0	1,3	1,3	1,5	1,8	1,6	2,0	1,7
Seguro	3	1,0	1,0	1,0	1,0	1,5	1,0	1,0	0,7	0,7	1,7	1,7	1,7
Shopping	4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	0,0	0,3	0,3	0,7	0,5
Siderurgia	3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	1,0	0,3	1,0	0,5	0,5	0,7
Tecnologia	3	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	2,0	2,0	1,5	1,0	1,7
Telecom	3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,5	1,0	1,0	1,5	1,3	2,7
Turismo	1			0,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	2,0	2,0
Varejo	7	0,2	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,8	1,2	1,2	1,6	1,3	1,3
Varejo (Supermercado)	3	2,0	2,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	0,0	0,0	0,0	0,5	1,3

Tabela 1.2 (Percentual de Mulheres no Conselho)

Setor	# Empresas	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Agro	2	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	6%	14%
Aviação	2	0%	0%	0%	0%	0%	0%	11%	10%	10%	10%	11%	11%
Bens Industriais	2	7%	6%	6%	12%	5%	9%	9%	5%	5%	9%	8%	15%
Distribuição de Combustível	2	11%	11%	11%	13%	0%	0%	0%	20%	10%	15%	16%	20%
Ecommerce	2	11%	11%	17%	17%	17%	14%	21%	21%	43%	21%	19%	19%
Educação	2		0%	0%	11%	8%	17%	6%	6%	6%	14%	14%	22%
Energia	10	4%	6%	4%	4%	3%	3%	2%	6%	9%	12%	13%	12%
Financeiro	10	7%	6%	6%	5%	9%	7%	8%	7%	9%	11%	16%	19%
Frigorífico	4	15%	6%	6%	4%	4%	4%	8%	7%	11%	14%	18%	16%
Incorporadoras	3	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	5%	8%	8%	13%
Locadora	1	11%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	14%	13%	17%	17%
Logística	1		23%	24%	20%	5%	5%	0%	0%	0%	0%	27%	27%
Materiais	1	0%	0%	0%	0%	9%	0%	11%	18%	20%	22%	30%	33%
Mineração	2	0%	0%	0%	5%	0%	5%	15%	14%	17%	13%	18%	16%
Papel e Celulose	2	9%	0%	8%	8%	8%	10%	15%	15%	20%	20%	20%	27%
Petróleo	3					0%	0%	0%	0%	0%	22%	17%	15%
Petroquímico	1	9%	9%	0%	0%	9%	18%	22%	13%	0%	10%	10%	10%
Rodovia	2	10%	10%	4%	5%	5%	9%	9%	0%	4%	8%	14%	13%
Saneamento	1			0%	0%	0%	0%	0%	0%	11%	10%	10%	9%
Saúde	6		13%	11%	6%	0%	8%	7%	12%	16%	13%	17%	15%
Seguro	3	9%	9%	9%	13%	22%	13%	12%	8%	9%	20%	18%	18%
Shopping	4	0%	0%	0%	0%	0%	0%	5%	0%	5%	5%	9%	7%
Siderurgia	3	2%	2%	2%	2%	2%	2%	5%	2%	8%	6%	7%	7%
Tecnologia	3	17%	14%	14%	14%	13%	11%	11%	25%	22%	17%	14%	23%
Telecom	3	0%	0%	0%	0%	0%	0%	4%	8%	8%	13%	12%	26%
Turismo	1			0%	11%	11%	11%	17%	13%	14%	14%	29%	29%
Varejo	7	3%	5%	5%	5%	5%	5%	9%	14%	14%	19%	16%	16%
Varejo (Supermercado)	3	14%	14%	7%	10%	13%	9%	9%	0%	0%	0%	5%	11%

Tabela 1.3 (Valor Absoluto de Mulheres na Diretoria)

Setor	# Empresas	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Agro	2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,5	0,0	0,0	0,0	0,5	0,5
Aviação	2	1,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bens Industriais	2	0,5	1,0	1,0	0,5	0,5	0,5	0,5	1,0	1,0	0,5	0,5	0,5
Distribuição de Combustível	2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ecommerce	2	0,0	1,0	1,0	1,5	1,5	1,0	1,0	0,5	1,0	0,5	0,5	0,5
Educação	2		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Energia	10	0,4	0,4	0,5	0,4	0,3	0,3	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	0,8
Financeiro	10	0,7	0,9	0,8	0,8	0,9	1,1	1,0	1,0	1,6	2,2	2,7	3,0
Frigorífico	4	0,0	0,0	0,0	0,3	0,3	0,3	0,0	0,0	0,0	0,3	0,3	0,3
Incorporadoras	3	1,5	1,5	3,0	1,0	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,3	0,7	0,7
Locadora	1	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	0,0	1,0	1,0	0,0	1,0
Logística	1		1,0	1,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Materiais	1	0,0	0,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Mineração	2	1,0	1,0	1,0	2,0	2,0	1,0	1,0	0,0	0,0	0,0	1,0	1,0
Papel e Celulose	2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Petróleo	3					0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,5	0,3	0,0
Petroquímico	1	1,0	1,0	1,0	1,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0	1,0	0,0	0,0
Rodovia	2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,5	0,5	0,5
Saneamento	1		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0	1,0
Saúde	6		0,0	0,0	0,5	0,5	0,3	2,0	1,3	1,0	0,8	0,7	0,8
Seguro	3	0,0		0,0	1,0	1,0	1,0	0,5	0,7	0,7	0,3	0,7	0,3
Shopping	4	0,0	0,0	0,0	0,3	0,7	0,7	0,3	1,0	1,3	1,3	1,3	1,3
Siderurgia	3	0,0	0,0	0,0	2,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tecnologia	3	2,0	0,0	1,0	2,0	2,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,5	0,5	1,0
Telecom	3	0,0	1,5	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	0,0	0,0	0,5	0,3	1,0
Turismo	1		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0	1,0
Varejo	7	0,6	0,8	0,8	1,2	1,0	1,8	1,2	1,2	1,4	1,4	1,0	1,1
Varejo (Supermercado)	3	2,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	0,5	0,5	0,0	0,5	0,7

Tabela 1.4 (Percentual de Mulheres na Diretoria)

Setor	# Empresas	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Agro	2	0%	0%	0%	0%	0%	0%	13%	0%	0%	0%	17%	13%
Aviação	2	20%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Bens Industriais	2	2%	11%	8%	7%	7%	6%	6%	17%	20%	10%	10%	10%
Distribuição de Combusti	2	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Ecommerce	2	0%		17%	24%	22%	20%	20%	13%	25%	10%	8%	8%
Educação	2		0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Energia	10	8%	7%	7%	6%	5%	5%	8%	10%	11%	10%	9%	12%
Financeiro	10	6%	3%	2%	2%	4%	6%	6%	5%	8%	14%	16%	16%
Frigorífico	4	0%	0%	0%	4%	5%	3%	0%	0%	0%	4%	4%	3%
Incorporadoras	3	14%	13%	27%	10%	7%	7%	7%	7%	7%	4%	10%	10%
Locadora	1	17%	17%	17%	17%	17%	17%	20%	0%	10%	11%	0%	13%
Logística	1	0%	13%	14%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Materiais	1	0%	0%	11%	10%	10%	9%	9%	10%	11%	11%	11%	11%
Mineração	2	13%	13%	13%	25%	25%	14%	14%	0%	0%	0%	11%	10%
Papel e Celulose	2	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	6%	0%	0%	0%	0%
Petróleo	3					0%	0%	0%	0%	0%	17%	17%	0%
Petroquímico	1	14%	14%	14%	14%	0%	0%	0%	0%	14%	17%	0%	0%
Rodovia	2	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	5%	5%	4%
Saneamento	1		0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	17%	17%
Saúde	6		0%	0%	10%	25%	4%	39%	28%	21%	17%	12%	16%
Seguro	3	0%		0%	25%	25%	25%	13%	19%	19%	8%	15%	8%
Shopping	4	0%	0%	0%	5%	15%	15%	7%	17%	25%	28%	24%	23%
Siderurgia	3	0%	0%	0%	33%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Tecnologia	3	6%	0%	4%	13%	13%	0%	0%	0%	0%	7%	7%	14%
Telecom	3	0%	23%	17%	17%	17%	14%	17%	0%	0%	13%	6%	21%
Turismo	1		0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	33%	33%
Varejo	7	11%	18%	15%	21%	16%	94%	19%	20%	23%	24%	19%	20%
Varejo (Supermercado)	3	17%	9%	13%	14%	14%	20%	14%	10%	10%	0%	17%	13%

Os dados absolutos dos Conselhos de Administração evidenciados na tabela 1.1 revelam que o setor que apresentou maior presença de mulheres no período analisado foi o setor de papel e celulose (2,8 mulheres), enquanto os piores posicionados foram o setor de shoppings e de incorporadoras (0,2 mulheres). Os resultados mudam quando olhamos para os dados em percentual (Tabela 1.2): o setor de e-commerce foi o que apresentou maior representatividade de mulheres nos últimos 10 anos (19,2%) e o setor de agronegócio a menor (1,62%). A análise dos valores absolutos de mulheres presentes nas diretorias (Tabela 1.3) evidencia que o setor financeiro foi o que teve maior presença de mulheres entre 2010 e 2021 (1,3 mulheres) e os que apresentaram os valores mais baixos foram os setores de educação e distribuição de combustível (nenhuma mulher). Por conta do valor ser zero para os últimos dois setores mencionados, eles também são os que apresentam menor representatividade, em termos percentuais, de mulheres nas diretorias (Tabela 1.4) e o setor com maior representatividade, é o de varejo (25%).

Os dados revelam que a presença das mulheres nos cargos de liderança não é homogênea entre os setores e, enquanto alguns estão mais avançados na pauta de diversidade de gênero, outros ainda precisam avançar.

Os mapas de calor mostram que a presença de mulheres está aumentando de maneira geral, mas ainda é possível enxergar clusters. Alguns setores se destacam negativamente, não tendo feito progressos em torno da diversidade, enquanto outros avançaram. É perceptível que as indústrias mais bem posicionadas são as que já contavam historicamente com mais mulheres nos seus quadros de governança. Ademais, outro ponto que chama atenção é que os mapas referentes aos Conselhos de Administração parecem estar evoluindo mais na presença de mulheres. A tabela que conta com o percentual de mulheres no conselho (1.2) revela sinais positivos para o ano de 2021- a maior parte dos setores está em tonalidade verde, indicando melhora quando comparado aos períodos anteriores.

5 METODOLOGIA

As seções 3 e 4 foram responsáveis por dar um panorama geral da evolução da presença de mulheres nos cargos de liderança no meio corporativo. A revisão bibliográfica trouxe a ótica do contexto internacional, enquanto as estatísticas descritivas mostraram como está se

comportando a tendência de lideranças femininas no Brasil, o que é importante haja vista que esse ainda é um tema pouco explorado no país.

O presente trabalho possui como objetivo não apenas analisar se as companhias brasileiras estão apresentando maior diversidade em seus órgãos de liderança, mas também compreender os possíveis impactos de uma maior presença de mulheres nos Conselhos de Administração e diretorias.

Quadros de governança mais diversos podem trazer uma série de efeitos nas companhias, como evidenciado na revisão bibliográfica, entretanto, a pesquisa possui como principal objetivo entender as consequências financeiras da diversidade de gênero nas firmas. Os dados da seção 4 revelaram que a quantidade e percentual de mulheres efetivamente aumentaram nos últimos anos. O próximo passo é compreender se a maior presença de mulheres está relacionada ao desempenho financeiro das companhias.

Para tanto, foi construído um painel de dados históricos dos últimos 11 anos com os dados financeiros e de gênero para cada uma das companhias da amostra, como evidenciado na seção 4.

Utilizado como base o painel, foi adotado neste trabalho o modelo econométrico (1), que possui como propósito estimar a relação entre as variáveis de gênero e as variáveis financeiras das companhias.

$$Y_i = \alpha_i + B(C_i) + \lambda'x + \epsilon_i \quad (1)$$

A equação (1) possui como base um modelo de dados de painel, em que cada observação é uma firma no ano analisado. São inseridos, ainda, efeitos fixos de setor, além dos controles mencionados acima.

No modelo, Y_i representa o desempenho financeiro das companhias, que é medido pelo ROE, ROA e ROIC. B é o parâmetro que mede a relação entre os indicadores de gênero e os indicadores financeiros e C_i são as variáveis de gênero.

Foram selecionadas 4 métricas para medir a presença de mulheres nos órgãos de liderança das companhias: número absoluto de mulheres nos Conselhos de Administração, percentual de mulheres nos Conselhos de Administração, número absoluto de mulheres nas

diretorias e percentual de mulheres nas diretorias. A análise dos percentuais se mostra relevante para considerar a possibilidade de variações de tamanho dos quadros de liderança estivesse concomitantemente com a quantidade de mulheres, potencialmente não mostrando uma maior presença efetiva do gênero feminino.

A variável α_i corresponde ao efeito-fixo de setor. É importante aplicar o efeito-fixo pois os setores da economia possuem características inerentes e que podem estar relacionados com a variável independente.

“Sob uma hipótese de exogeneidade estrita das variáveis explicativas, o estimador de efeitos fixos é não viesado: de certa forma, o erro idiossincrático deve ser não correlacionado com cada variável explicativa ao longo de todos os períodos de tempo e é isso que buscamos fazer ao aplicar o efeito-fixo” (Wooldrige , 2019, p.535).

Em seguida, para evitar o viés de variável omitida, incluímos um vetor X de variáveis de controle para isolar o efeito de indicadores que podem afetar a rentabilidade das companhias. Como evidenciado na seção 3, as principais variáveis de controle selecionadas foram componentes macroeconômicos (crescimento do PIB, variação do IPCA e SELIC), além do marketcap das empresas para normalizar os resultados pelo tamanho de cada uma.

Posto isso, foram traçadas 12 regressões para estimar a relação entre os indicadores de gênero e financeiro. Para cada variável de performance (ROE, ROA e ROIC), foram utilizadas as 4 métricas de gênero (número absoluto de mulheres nos Conselhos de Administração, percentual de mulheres nos Conselhos de Administração, número absoluto de mulheres nas diretorias e percentual de mulheres nas diretorias).

Em seguida, buscando outras maneiras de analisar a relação entre as métricas mencionadas, foi estudado mais um modelo econométrico para compreender se os resultados divergiram ou continuaram consistentes com os encontrados na regressão com efeitos-fixos

Utilizando as mesmas variáveis, especificamos a equação de número (1), retiramos o estimador de efeitos-fixos da equação (1), chegando na equação (2)

$$Y_i = B(C_i) + \lambda'x + \epsilon_i \quad (2)$$

6 RESULTADOS

Nesta seção serão apresentados os resultados dos modelos econométricos descritos no capítulo acima. Os tópicos 5.1, 5.2 e 5.3 contém uma análise das conclusões para cada métrica financeira: ROE, ROA e ROIC. Em seguida, a seção 5.4 conta com os resultados da regressão ajustada, como descrito na seção 4. Por fim, a seção 5.5 possui um resumo dos resultados encontrados.

6.1 ROE

Inicialmente analisamos os impactos das variáveis de gênero no ROE. Aplicamos os 4 diferentes indicadores, além dos controles e efeito-fixo de setor e os resultados estão evidenciados na tabela abaixo.

Tabela 2: Resultado da regressão para o ROE

ROE				
Dependent variable:				
	(1)	(2)	(3)	(4)
Ano	1.091 (0.680)	1.135* (0.673)	1.017 (0.670)	1.226* (0.672)
PIB	232.639*** (60.088)	240.288*** (59.536)	225.277*** (58.560)	236.353*** (59.131)
IPCA	168.938** (67.933)	165.003** (66.801)	198.479*** (68.762)	204.765*** (69.124)
SELIC	63.281 (67.424)	81.181 (67.502)	51.257 (67.337)	55.414 (66.460)
MulheresCAAbsoluto	1.091 (1.447)			
MulheresCAPercentual		28.204 (19.170)		
MulherDiretoriaAbsoluto			-3.266 (2.818)	
MulheresDiretoriaPercentual				-28.094 (20.352)
MktCap	-0.0001 (0.0001)	-0.0001 (0.0001)	-0.0001 (0.0001)	-0.0001 (0.0001)
Observations	177	178	179	179
R2	0.153	0.162	0.157	0.157
Adjusted R2	-0.008	0.004	-0.00004	0.0001
F Statistic	4.442*** (df = 6; 148)	4.786*** (df = 6; 149)	4.666*** (df = 6; 150)	4.669*** (df = 6; 150)

Note: *p<0.1; **p<0.05; ***p<0.01

MulheresCAAbsoluto = quantidade absoluta de mulheres nos Conselhos de Administração
MulheresCAPercentual= percentual de mulheres nos Conselhos de Administração

MulheresDiretoriaAbsoluto = quantidade absoluta de mulheres nas diretorias

MulheresDiretoriaPercentual= percentual de mulheres nas diretorias

(1)= relação entre ROE e MulheresCAAbsoluto

(2)= relação entre ROE e MulheresCAPercentual

(3)= relação entre ROE e MulheresDiretoriaAbsoluto

(4)= relação entre ROE e MulheresDiretoriaPercentual

A variável dependente de número 1 representa a relação entre o ROE e a quantidade absoluta de mulheres nos Conselhos de Administração, a 2 a relação entre o ROE e o percentual de mulheres no Conselho de Administração, a 3 a relação entre ROE e quantidade absoluta de mulheres na diretoria e 4, por fim, é a relação entre ROE e percentual de mulheres nas diretorias. Os resultados revelam que essas variáveis não são estatisticamente relevantes.

Evidencia-se, pois, que não é possível rejeitar a hipótese nula em favor da hipótese alternativa de significância do indicador. Em outras palavras, a presença de mulheres nos cargos de liderança não está tendo efeito sobre o ROE das companhias.

6.2 ROA

Em seguida, medimos o efeito das métricas de gênero sobre o ROA das companhias da amostra. Os resultados estão evidenciados na tabela abaixo.

Tabela 2: Resultado da regressão para o ROA

ROA	Dependent variable:			
	(1)	(2)	(3)	(4)
Ano	-0.003 (0.189)	0.012 (0.188)	0.011 (0.188)	0.001 (0.189)
PIB	56.992*** (16.317)	56.776*** (16.197)	53.469*** (16.019)	53.539*** (16.268)
IPCA	14.223 (18.703)	14.659 (18.511)	13.977 (19.051)	17.284 (19.074)
SELIC	27.797 (18.378)	32.003* (18.323)	30.753* (18.351)	28.852 (18.210)
MulheresCAAbsoluto	0.362 (0.402)			
MulheresCAPercentual		5.887 (5.302)		
MulherDiretoriaAbsoluto			0.546 (0.792)	
MulheresDiretoriaPercentual				0.321 (5.611)
MktCap	-0.00003* (0.00002)	-0.00003* (0.00002)	-0.00003* (0.00002)	-0.00003 (0.00002)
Observations	187	188	189	189
R2	0.113	0.115	0.111	0.105
Adjusted R2	-0.044	-0.041	-0.044	-0.052
F Statistic	3.365*** (df = 6; 158)	3.442*** (df = 6; 159)	3.340*** (df = 6; 160)	3.132*** (df = 6; 160)

Note: *p<0.1; **p<0.05; ***p<0.01

MulheresCAAbsoluto = quantidade absoluta de mulheres nos Conselhos de Administração

MulheresCAPercentual= percentual de mulheres nos Conselhos de Administração

MulheresDiretoriaAbsoluto = quantidade absoluta de mulheres nas diretorias

MulheresDiretoriaPercentual= percentual de mulheres nas diretorias

(1)= relação entre ROE e *MulheresCAAbsoluto*

(2)= relação entre ROE e *MulheresCAPercentual*

(3)= relação entre ROE e *MulheresDiretoriaAbsoluto*

(4)= relação entre ROE e *MulheresDiretoriaPercentual*

Os coeficientes demonstrados na tabela revelam a relação entre o a quantidade de mulheres nos Conselhos de Administração e diretorias com o ROA das companhias. Assim como na análise do ROE, os coeficientes não são estatisticamente significantes e, por conseguinte, não é possível identificar um efeito da presença de mulheres nos Conselhos de Administração e diretorias sobre o ROA das companhias.

6.3 ROIC

Por último, buscamos examinar se a diversidade de gênero está impactando o ROIC das empresas da amostra selecionada. A tabela 3 conta com os resultados.

Tabela 3: Resultado da regressão para o ROIC

ROIC	Dependent variable:			
	(1)	(2)	(3)	(4)
Ano	-0.345 (0.379)	-0.334 (0.377)	-0.324 (0.375)	-0.354 (0.377)
PIB	87.180*** (32.799)	86.815*** (32.559)	84.544*** (32.072)	83.526** (32.627)
IPCA	27.142 (37.234)	27.776 (36.894)	24.954 (37.666)	27.082 (38.029)
SELIC	48.226 (36.073)	50.598 (36.021)	51.713 (36.052)	49.542 (35.821)
MulheresCAAbsoluto	0.165 (0.785)			
MulheresCAPercentual		3.403 (10.482)		
MulherDiretoriaAbsoluto			0.787 (1.597)	
MulheresDiretoriaPercentual				3.040 (11.413)
MktCap	-0.0001 (0.00004)	-0.0001 (0.00004)	-0.0001 (0.00004)	-0.0001 (0.00004)
Observations	171	172	173	172
R2	0.105	0.105	0.107	0.102
Adjusted R2	-0.071	-0.070	-0.067	-0.073
F Statistic	2.778** (df = 6; 142)	2.799** (df = 6; 143)	2.864** (df = 6; 144)	2.718** (df = 6; 143)

Note: *p<0.1; **p<0.05; ***p<0.01

MulheresCAAbsoluto = quantidade absoluta de mulheres nos Conselhos de Administração

MulheresCAPercentual= percentual de mulheres nos Conselhos de Administração

MulheresDiretoriaAbsoluto = quantidade absoluta de mulheres nas diretorias

MulheresDiretoriaPercentual= percentual de mulheres nas diretorias

(1)= relação entre ROE e *MulheresCAAbsoluto*

(2)= relação entre ROE e *MulheresCAPercentual*

(3)= relação entre ROE e *MulheresDiretoriaAbsoluto*

(4)= relação entre ROE e *MulheresDiretoriaPercentual*

Em linha com os resultados encontrados para o ROE e ROA, os coeficientes não se revelam estatisticamente significantes. Assim sendo, a presença de mulheres no quadro de conselheiros e diretoria não está tendo efeitos sobre o ROIC das companhias analisadas.

6.4 Regressões Ajustadas

Como demonstrado nas seções 5.1, 5.2 e 5.3, as variáveis de gênero não tiveram efeito sobre a performance financeira das empresas, levando em consideração o modelo econométrico que foi definido. Com o objetivo de confirmar os resultados, foi realizado um ajuste nas regressões para observar se os resultados divergiriam dos encontrados na regressão com efeitos-fixos de setor ou se as conclusões seriam as mesmas. O seguinte ajuste foi realizado:

- (ii) Retiramos os efeitos-fixos de setor

As tabelas 3.1, 3.2 e 3.3 no anexo contam com os resultados do ajuste

Os resultados encontrados corroboram com os encontrados no modelo com efeitos-fixos de setor: os coeficientes das variáveis de gênero mostraram-se estatisticamente insignificantes, portanto, a presença de mulheres nos órgãos de liderança das companhias não tem efeito sobre as variáveis de performance financeira selecionadas.

6.5 Resumo dos Resultados

Foram estudados 2 modelos econométricos distintos e cada um contou com 12 regressões para compreender os efeitos das variáveis de gênero nos Conselhos de Administração e diretorias sobre os indicadores financeiros das firmas brasileiras de capital aberto. Todas as regressões apresentaram o mesmo resultado: a maior presença de mulheres nos cargos de liderança não tem efeito sobre a performance financeira das empresas. Esse resultado pode ter algumas possíveis explicações que serão exploradas ao longo dessa seção.

Primeiramente é relevante destacar que podem existir outras variáveis que estão correlacionadas com o termo de erro. Nesse sentido, futuros trabalhos sobre o tema podem buscar controlar a regressão para outros indicadores para evitar o viés de variável omitida que pode estar nebulando os resultados.

Outro fator relevante é que apenas a partir de 2015 a presença de mulheres nos órgãos de liderança começou a de fato aumentar. Mudanças culturais nas companhias levam tempo e os efeitos da maior presença de mulheres não serão imediatamente sentidos, podendo levar anos para aparecerem.

Por fim, como evidenciado nas estatísticas descritivas da seção 3, mulheres ainda são, na maioria das vezes, minoria nos Conselhos e diretorias. Diversas vezes são as únicas mulheres dentro de quadros formados apenas por homens. A baixa presença de mulheres pode refletir a falta de efeito nas variáveis, seja porque sozinhas mulheres têm pouca voz, seja porque é difícil elencar mudanças sozinha.

7 CONCLUSÃO

A filosofia de investimentos ESG ganhou relevância nos últimos anos e, com ela, a pauta e a discussão sobre diversidade se disseminaram no meio corporativo e a importância do tema já é reconhecida por muitos executivos e companhias. Além disso, mulheres ocuparam seus espaços no mercado de trabalho e existe uma tendência global de convergência entre gêneros no meio corporativo.

À luz das recentes discussões e novas regulações sobre presença feminina nas companhias, o presente trabalho teve como objetivo estudar o contexto nacional de gênero no meio corporativo. Mais especificamente, foi traçado um panorama geral de como está evoluindo a diversidade de gênero nos principais órgãos de liderança das maiores companhias do Brasil, que são aquelas listadas no Ibovespa. Os resultados revelaram estatísticas positivas, mostrando que a presença de mulheres nos Conselhos de Administração e diretorias verdadeiramente tem aumentado, apesar de ainda termos um longo caminho pela frente em torno da equidade.

Traçando uma média para as companhias analisadas, mulheres eram 1,58 dos conselhos (ou 16,2%) e 0,91 (ou 11,5%) das diretorias em 2021. Apesar de serem valores baixos, a curva tem crescido de maneira expressiva desde 2015 e com os novos debates e regulações sobre o tema, é improvável que os números desacelerem.

Além de observar o panorama local, a pesquisa teve como principal objetivo medir o impacto da presença de mulheres nos Conselhos de Administração e diretorias sobre a performance financeira das companhias. Para esse fim, foi montado um painel analisando os

dados de gênero e performance financeira das companhias de 2010 até 2021. Apesar da análise ter sido realizada para 3 indicadores de performance e 2 modelos econométricos distintos terem sido aplicados, não se verificou um efeito estatisticamente significativo para o coeficiente de gênero.

A temática de diversidade no meio corporativo ainda é pouco estudada para o contexto brasileiro e esse é um assunto que tem ganhado cada vez mais relevância. Sendo assim, futuros trabalhos agregariam à presente pesquisa ao estudar os motivos da diversidade de gênero ainda não ter efeitos sobre a performance financeira das companhias. Outrossim, existem outros diversos impactos da presença de mulheres nas companhias que podem ser estudados para o contexto local, como compreender o efeito das lideranças femininas sobre o quadro de colaboradores (analisar se o percentual de mulheres no quadro de funcionários está aumentando), o efeito de lideranças femininas sobre a performance da companhia no mercado de capitais, o efeito de lideranças femininas sobre o desempenho ESG da companhia, entre outros.

A tendência é que cada vez mais as mulheres participem do meio corporativo, portanto, torna-se de extrema importância compreender os impactos de um mercado de trabalho mais diverso.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- SRINIDHI et al. **Female Directors and Earnings Quality**. Contemporary Accounting Research, 2011.
- BERTRAND et al. **Breaking the glass ceiling? The effect of board quotas on female labour market outcomes in Norway**. The London School of Economics ,2019
- NGUYEN; Ntim; MALAGILA. **Women on corporate boards and corporate financial and non financial performance: A systematic literature and future research agenda**. International Review of Financial Analysis, 2020
- CORTES; PAN. **Children and the remaining gender gaps in the Labor Market**. National Bureau of Economic Research – working paper 27980, 2020
- BERNIELL et al. **Gender gaps in labor informality: The motherhood effect**. Journal of Development Economics, Elsevier, vol.150, 2021
- BERTRAND;GOLDIN;KATZ. **Dynamics of the Gender Gap for Young Professionals in the Financial and Corporate Sectors**. American Economic Journal- pages 228-255, 2010
- BERTRAND. **The Glass Ceiling Coase Lecture**. London School of Economics, 2017
- POST; BYRON. **Women on Boards of Directors and Corporate Social Performance: A Meta-Analysis**. Corporate Governance: An International Review- Volume 24, Issue 4- p. 428-442, 2016
- NGUYEN, H; FAFF. R. **Impact of board size and board diversity on firm value: Australian evidence**. Corporate Ownership and Control, 4(2 A), 24-32, 2006
- ISIDRO; SOBRAL. **The effects of women on corporate boards on firm value, financial performance, and ethical and social compliance**. Journal of Business Ethics, 132(1), 1-19, 2015
- ADAMS; FERREIRA. **Women in the boardroom and their impact on governance and performance**. Journal of financial economics, 94(2), 291-309, 2009
- AHERN; DITTMAR. **The changing of the boards: The impact on firm valuation of mandated female board representation**. The Quarterly Journal of Economics, 127(1), 137-197, 2012

KIM; STARKS. Gender diversity on corporate boards: Do women contribute unique skills? *The American Economic Review*, 106(5), 267-271, 2016

ISIDRO; SOBRAL. The effects of women on corporate boards on firm value, financial performance, and ethical and social compliance. *Journal of Business Ethics*, 132(1), 1-19, 2015

FARAG; MALLIN. Board diversity and financial fragility: Evidence from European banks. *International Review of Financial Analysis*, 49, 98-112, 2017

ADAMS; FERREIRA Women in the boardroom and their impact on governance and performance. *Journal of financial economics*, 94(2), 291-309, 2009

MILLER; TRIANNA. Demographic diversity in the boardroom: Mediators of the board diversity–firm performance relationship. *JOURNAL OF MANAGEMENT STUDIES*, 46(5), 755-786, 2009

FACCIO et al. CEO gender, corporate risk-taking, and the efficiency of capital allocation. *Journal of Corporate Finance*, 39, 193-209, 2016

CUMMING; LEUNG; RUI. Gender diversity and securities fraud. *Academy of Management Journal*, 58(5), 1572-1593, 2015

REGUERA- ALVARADO; FUENTES; LAFFARGA. Does board gender diversity influence financial performance? Evidence from Spain. *Journal of Business Ethics*, 141(2), 337-350, 2017

CAMPBELL; MINGUEZ-VERA. Female board appointments and firm valuation: short and long-term effects. *Journal of Management & Governance*, 14: 37-59, 2010

CARTER; D'SOUZA; SIMKINS. The gender and ethnic diversity of U.S. boards and board committees and firm financial performance. *Corporate Governance: An International Review*, 18: 396-414, 2010

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

SHRADER; BLACKBURN; ILES. Women in management and firm financial performance: An exploratory study, *Journal of Managerial Issues*, 9: 355-372, 1997

SANI et. al. **The Influence of Board Gender Diversity on Financial Performance of Listed Companies in Nigeria.** Management & Accounting Review- Volume 18, 2019

SUNMIN. **Board Diversity and Monitoring: An Investigation of Gender and Task-Related Diversity.** Public Performance & Management Review, 2021

CARMO; ALVES; QUARESMA. **Women on Boards in Portuguese Listed Companies: Does Gender Diversity Influence Financial Performance?** Sustainability- vol.14, issue 10,1-21, 2022

MÍNGUEZ-VERA; MARTIN. **Gender and management on Spanish SMEs: an empirical analysis.** The International Journal of Human Resource Management- vol 22, issue 14, 2011

BØHREN; STRØM. **Governance and Politics: Regulating Independence and Diversity in Board Room.** Journal of Business Finance & Accounting, vol.37, issue 9-10, 1281-1308, 2010.

HASSAN; MARIMUTHU. **Corporate Governace, Board Diversity and Firm Value: Examining Large Companies Using Panel Data Approach.** Economics Bulletin, 2016

BØHREN; STAUBO. **Mandatory Gender Balance and Board Independence.** European Financial Management, 2015

BISWAS et al. **Board Gender Diversity and Women in Senior Managment,** Journal of Business Ethics, 2021

DONALDSON; MALENKO; PIACENTINO. **Deadlock on the Board.** Review of Financial Studies, Vol. 33, No. 10, 2020

KANG; KIM; OH. **Board Diversity, Director Dissent and Monitoring effectiveness.** The Accounting Review, 2019

FILLIPI; BANNÒ; TRENTO. **How do female directors, managers and CEO affect firm sustainability? A review and research agenda.** Academy of Management, 2021.

PANZER; MULLER. **Earnings quality and gender diversity on german supervisory boards: an empirical analysis.** Problems and Perspectives in Management, 2019

MATHER; RENASINGHE; UNDA. **Are gender diverse boards more cautious? The impact of board gender diversity on sentiment in earnings press releases.** Journal of Contemporary Accounting and Economics, vol.17, issue 3, 2021

BARBER. **Boys will be boys: gender, overconfidence and common stock investments**, The Quaterly Journal of Economics- vol 116, pp.261-292, 2001

CROSON; GNEEZY. **Gender in Preferences**. Journal of Economic Literature, 2009

ABAD et al. **Does gender diversity on corporate boards reduce information asymmetry in equity markets?** BRQ Business Research Quarterly, 2017

NIDERLE; VESTERLUND. **Do women shy away from competition? Do men compete too much?** The Quaterly Journal of Economics- vol 122, pp.1067-1101, 2007

BANERJEE; MASULIS; UPADHYAY. **Mitigating Effects of Gender Diversity Board in Companies Managed by Overconfident CEOs**. Stevens Institute of Technology School of Business Research Paper, 2017

BERNIELL et. al. **Motherhood, pregnancy or marriage effects?** Economics Letters- Volume 214, 2022

LYKKESFELDT;KJAERGAARD.**The Origin of ESG**. Investor Relations and ESG Reporting in a Regulatory Perspective : A Practical Guide for Financial Market Participants.:245-248, 2022

TERJESEN; AGUILERA; LORENZ. **Legislating a Woman´s Seat on Board: Institutional Factors Driving Gender Quotas for Boards of Directors**. Journal of Business Ethics, 2014

WOOLDRIDGE. **Introdução à Econometria: uma abordagem moderna**. Cengage Learning, 3ª edição, p.535, 2017

IFC. **Who Cares Wins**. IFC, 2005

MACKEY; SISODIA. **Capitalismo Consciente: como libertar o espírito heroico dos negócios**. Alta Books, 1ª edição, 2018

LIU. **The History of Sustainable Investing**. Morningstar, 2020

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa**- p.4. 2022

INSTITUTO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). **Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa**- 5ª edição, 2015

INSTITUTO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). **Diversidade de Gênero e Raças nas Lideranças Organizacionais**. IBGC, 2021

SPENCERSTUART. **Sustainability in the Spotlight: Board ESG Oversight and Strategy**. Diligent Institute, 2022

IBGE. **Estatísticas de Gênero- Indicadores sociais das mulheres no Brasil**. IBGE, 2018.

PWC. 2022. Disponível em: <https://www.nasdaq.com/articles/demand-for-esg-is-still-strong-according-to-pwc-survey#:~:text=The%20survey%20also%20revealed%20that,management%20market%20as%20a%20whole>. Acesso em: 05/12/2022

CNN. 2021. Disponível em: <https://www.cnnbrasil.com.br/business/apenas-3-5-das-grandes-empresas-tem-mulheres-como-ceo-aponta-pesquisa/>. Acesso em: 01/12/2022

CATALYST. 2021. Disponível em: <https://www.catalyst.org/research/women-on-corporate-boards/>. Acesso em 01/12/2022

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). 2021. Disponível em: <https://www.estadao.com.br/economia/governanca/cvm-tornaformulario-de-referencia-mais-simples-e-incluiinformacoes-sobre-esg/>. Acesso em: 06/11/2022

JGP. 2020. **Carta I ESG**. Disponível em: https://esg.jgp.com.br/wp-content/uploads/2021/06/JGP-Primeira-Carta-ESG_Julho-2020-Email.pdf. Acesso em: 05/12/2022.

European Commission. **Comission welcomes political agreement on Gender Balance on Corporate Boards (2022)**. Disponível em: https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip_22_3478. Acesso em: 05/12/2022

B3. **Regras de Diversidade**. Disponível em: <https://www.estadao.com.br/economia/governanca/b3-diversidade-empresas/#:~:text=A%20proposta%20C3%A9%20que%20as,prevista%20para%20come%C3%A7ar%20em%202023>. Acesso em: 05/12/2022

ANEXO

Tabela 3.1- ROE sem efeito fixo

ROE	Dependent variable:				
	(1)	(2)	ROE	(3)	(4)
Ano	1.696** (0.761)	1.754** (0.755)		1.654** (0.754)	1.754** (0.760)
PIB	245.368*** (68.765)	254.131*** (68.353)		234.591*** (67.358)	238.941*** (68.060)
IPCA	150.307* (77.214)	145.549* (76.273)		170.516** (78.755)	175.694** (79.634)
SELIC	99.067 (75.770)	118.924 (75.906)		93.438 (75.804)	94.803 (75.194)
MulheresCAAbsoluto	1.249 (1.619)				
MulheresCAPercentual		31.072 (21.514)			
MulherDiretoriaAbsoluto				-1.352 (3.118)	
MulheresDiretoriaPercentual					-14.051 (22.904)
MktCap	-0.00001 (0.0001)	-0.00001 (0.0001)		-0.00001 (0.0001)	-0.00000 (0.0001)
Constant	-3,427.713** (1,537.220)	-3,546.907** (1,526.784)		-3,340.953** (1,524.898)	-3,543.886** (1,536.961)
Observations	177	178		179	179
R2	0.107	0.114		0.105	0.105
Adjusted R2	0.075	0.083		0.073	0.074
Residual Std. Error	22.211 (df = 170)	22.051 (df = 171)		22.126 (df = 172)	22.113 (df = 172)
F Statistic	3.382*** (df = 6; 170)	3.681*** (df = 6; 171)		3.350*** (df = 6; 172)	3.376*** (df = 6; 172)

Note: *p<0.1; **p<0.05; ***p<0.01

Tabela 3.2- ROA sem efeito fixo

ROA	Dependent variable:				
	(1)	(2)	ROA	(3)	(4)
Ano	0.016 (0.251)	0.033 (0.250)		0.035 (0.248)	-0.034 (0.251)
PIB	64.328*** (22.109)	64.545*** (21.990)		58.792*** (21.612)	54.816** (22.031)
IPCA	21.730 (25.111)	22.470 (24.932)		15.864 (25.515)	17.690 (25.766)
SELIC	24.830 (24.437)	31.297 (24.391)		31.853 (24.249)	29.355 (24.248)
MulheresCAAbsoluto	0.449 (0.531)				
MulheresCAPercentual		9.168 (7.018)			
MulherDiretoriaAbsoluto				1.659 (1.017)	
MulheresDiretoriaPercentual					9.633 (7.308)
MktCap	-0.00000 (0.00002)	-0.00000 (0.00002)		-0.00001 (0.00002)	-0.00001 (0.00002)
Constant	-32.891 (506.542)	-66.692 (504.417)		-70.638 (500.464)	67.763 (507.981)
Observations	187	188		189	189
R2	0.064	0.069		0.073	0.069
Adjusted R2	0.032	0.038		0.043	0.038
Residual Std. Error	7.460 (df = 180)	7.434 (df = 181)		7.402 (df = 182)	7.455 (df = 182)
F Statistic	2.039* (df = 6; 180)	2.220** (df = 6; 181)		2.402** (df = 6; 182)	2.232** (df = 6; 182)

Note: *p<0.1; **p<0.05; ***p<0.01

Tabela 3.3- ROIC sem efeito fixo

ROIC				
Dependent variable:				
	ROIC			
	(1)	(2)	(3)	(4)
Ano	0.013 (0.467)	0.030 (0.466)	0.034 (0.462)	-0.088 (0.466)
PIB	110.813*** (41.438)	112.799*** (41.166)	104.741** (40.461)	97.848** (41.065)
IPCA	0.487 (46.402)	-0.521 (46.077)	-10.085 (46.856)	-11.687 (47.249)
SELIC	74.395* (44.761)	79.966* (44.765)	82.596* (44.494)	79.054* (44.271)
MulheresCAAbsoluto	0.136 (0.976)			
MulheresCAPercentual		9.744 (13.026)		
MulherDiretoriaAbsoluto			2.677 (1.923)	
MulheresDiretoriaPercentual				19.564 (13.816)
MktCap	-0.00000 (0.00003)	-0.00000 (0.00003)	-0.00001 (0.00003)	-0.00001 (0.00003)
Constant	-25.878 (944.336)	-60.209 (941.496)	-69.021 (933.506)	178.190 (942.029)
Observations	171	172	173	172
R2	0.062	0.065	0.072	0.072
Adjusted R2	0.028	0.031	0.039	0.038
Residual Std. Error	13.363 (df = 164)	13.310 (df = 165)	13.233 (df = 166)	13.270 (df = 165)
F Statistic	1.821* (df = 6; 164)	1.924* (df = 6; 165)	2.152* (df = 6; 166)	2.141* (df = 6; 165)

Note: *p<0.1; **p<0.05; ***p<0.01

Tabela 5- Estatísticas Descritivas dos indicadores financeiros

	ROE					ROA					ROIC				
	Média	Mediana	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo	Média	Mediana	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo	Média	Mediana	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
2010	19.77	15.30	31.36	-30.63	166.79	7.10	5.50	9.20	-34.10	40.39	11.39	8.80	19.74	-84.24	43.74
2011	18.34	15.72	24.10	-169.50	328.68	6.68	5.23	7.77	-79.61	33.27	11.40	9.72	15.91	-72.43	39.99
2012	11.39	10.87	22.91	-40.38	870.18	4.60	4.40	6.57	-5.41	44.62	9.30	8.15	10.67	-16.64	43.38
2013	10.71	10.92	26.60	-60.29	55.85	4.39	3.54	8.53	-16.27	29.39	7.82	6.60	9.91	-5.07	49.37
2014	9.61	10.68	28.65	-37.27	67.58	4.42	3.06	8.13	-4.93	34.21	9.35	6.93	13.98	-9.92	35.01
2015	8.34	11.44	26.37	-100.25	59.79	2.57	2.99	12.37	-15.27	36.82	6.22	7.37	13.73	-19.34	30.59
2016	7.90	10.54	22.46	-98.62	68.65	3.37	2.76	7.13	-68.03	44.68	6.60	6.41	8.40	-86.63	28.80
2017	11.48	10.29	15.13	-162.51	90.96	4.26	2.96	6.04	-32.89	38.32	8.30	6.76	7.63	-37.20	98.73
2018	12.58	12.74	16.07	-129.17	94.82	4.48	4.52	6.09	-40.70	27.99	9.83	8.36	8.32	-39.94	41.27
2019	23.83	14.67	26.23	-61.40	134.90	5.32	3.85	6.27	-10.23	36.69	9.13	8.39	6.76	-8.63	80.31
2020	11.60	9.71	44.09	-13.48	169.31	1.77	3.09	12.35	-10.06	44.61	5.59	6.62	14.93	-15.14	120.77
2021	23.55	17.29	30.84	-10.29	252.72	6.45	5.27	9.75	-6.19	65.17	9.94	9.50	15.02	-22.31	150.12