



## **Diversidade de Gênero do Conselho de Administração e Desempenho Financeiro em Empresas Brasileiras Transnacionais sob a Ótica da Teoria da Dependência de Recursos**

**IVONALDO BRANDANI GUSMÃO**

*Universidade Estadual do Centro-Oeste, UNICENTRO*

### **Resumo**

Este estudo tem por objetivo avaliar a influência da diversidade de gênero dos membros do Conselho de Administração no desempenho financeiro das empresas brasileiras transnacionais, sob a ótica teórica da Teoria da Dependência de Recursos. O Conselho de Administração, enquanto órgão de decisão ajuda a definir as estratégias das organizações tendo como missão proteger e adicionar valor ao capital da empresa e maximizar o rendimento dos investimentos dos acionistas. O vínculo entre o Conselho de Administração e os resultados das organizações sugere que a diversidade de gênero afeta o desempenho das empresas. A população foi composta pelas empresas brasileiras não financeiras e com ações negociadas na [B]<sup>3</sup> no período de 2014 a 2019. A amostra é formada por 159 empresas em painel balanceado, sendo 65 empresas transnacionais e 94 empresas nacionais, distribuídas em dez setores econômicos diferentes. Os dados financeiros foram coletados junto ao banco de dados da Refinitiv Eikon® e os currículos resumidos no Formulário de Referência. Utilizou-se a regressão com dados em painel de efeitos fixos. Nas empresas transnacionais os resultados permitiram confirmar a hipótese de que há relação significativa e positiva entre a maior proporção da diversidade de gênero dos membros do Conselho de Administração das empresas com a rentabilidade, o valor de mercado e a interação com a internacionalização das empresas brasileiras transnacionais. Nas empresas nacionais, apesar dos resultados serem positivos mas não significativos estatisticamente, não se confirmou essa relação positiva. Esses resultados fornecem uma representação mais completa sobre as características dos membros do Conselho de Administração no contexto das empresas brasileiras, sinalizando que a diversidade de gênero é relacionada positivamente com a rentabilidade e o valor de mercado das empresas, assim, demonstrando a amplitude e a relevância das discussões dessa temática no contexto brasileiro.

**Palavras-chave:** Composição do Conselho, Investimentos Corporativos, Governança Corporativa.

### **1 INTRODUÇÃO**

O Conselho de Administração tem funções importantes como monitorar e controlar os gestores, fornecer informações e conselhos aos gerentes, monitorar o cumprimento das leis e regulamentos aplicáveis a empresa, e vincular a corporação ao ambiente externo. Argumenta-se que a diversidade na composição desse conselho é um melhor monitor dos gerentes porque a diversidade aumenta a independência do conselho, melhorando a tomada de decisão.

A diversidade do Conselho de Administração encoraja perspectivas diferentes sobre as decisões estratégicas da corporação devido ao argumento de que o fluxo de informações e a tomada de decisões são aprimorados, pois, a diversidade incentiva a resolução de problemas



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

de nível superior nas empresas. Assim, a diversidade do conselho melhora o processamento de informações e recomendações pelo conselho, além de fornecer componentes novos, exclusivos e valiosos ao conjunto de informações disponíveis para os membros do conselho e aos gestores. Acredita-se que um conselho diversificado forneça legitimidade para a empresa, pois, essa diversidade pode enviar uma mensagem positiva aos acionistas, ao público e ao governo de que a empresa valoriza e entende a natureza dos diversos participantes no mercado.

Dentre os temas que examinam a responsabilidade e as atividades dos Conselhos de Administração (CA) este estudo tem por objetivo avaliar a influência da diversidade de gênero dos membros do Conselho de Administração no desempenho financeiro das empresas brasileiras transnacionais, sob a lente teórica da Teoria da Dependência de Recursos. Busca-se responder a seguinte questão: Qual a influência do percentual de diversidade de gênero dos membros do Conselho de Administração no desempenho financeiro em empresas brasileiras transnacionais?

Segundo Spencer-Stuart (2021) as empresas listadas no índice da *Standard and Poor's* 500 (S&P 500) adicionaram no ano de 2020, 456 conselheiros independentes, o maior desde 2004, sendo 10% a mais que no ano de 2020 e o maior desde 2004. Esses novos diretores atingem um novo marco de diversidade, com grupos historicamente sub-representados, sendo que 47% dos novos diretores são negros/afro-americanos, asiáticos, hispânicos/latinos, índios americanos/nativo ou multirracial do Alasca, e 43% são mulheres.

Contudo, observou-se que essa representação de mulheres entre os novos conselheiros independentes caiu de 47% para 43% no ano de 2020, mesmo verificando que 78 empresas do S&P 500 (16%) expandiram o tamanho do conselho para adicionar uma ou mais mulheres. Apesar dessa redução, ainda houve crescimento e a representação feminina continua a aumentar anualmente, chegando a 30% no ano de 2021, em comparação com 28% no ano de 2020 e 16% no ano de 2010. Portanto, esses conselhos vêm aumentando o número de participação de mulheres nos últimos anos. Observa-se que 96% dos conselhos incluíram duas ou mais diretoras em 2021, em comparação com 58% em 2011; e 36% dos conselhos atualmente têm três diretoras e em comparação com 28% no ano de 2020 com quatro ou mais. Em 2011, apenas 18% dos conselhos tinham três ou mais diretoras. Atualmente, todos os conselhos têm pelo menos uma diretora mulher, sendo que apenas 4% desses conselhos têm apenas uma mulher (Spencer-Stuart, 2021).

Justifica-se a utilização da diversidade de gênero como *proxie* para o estudo, devido ao fato dos estudos anteriores argumentarem que o efeito da diversidade de gênero no desempenho corporativo não é conclusiva. Quando analisadas a relação entre diversidade de gênero e desempenho das empresas, estudos encontraram uma relação positiva (Terjesen *et al.*, 2016; Liu *et al.*, 2014); outros relataram uma relação negativa (Adams & Ferreira, 2009) ou inexistente (Carter *et al.*, 2010; Chapple & Humphrey, 2014); e outros estudos (Post & Byron, 2015) relatam um relacionamento mais fraco em ambientes de menor proteção aos acionistas, argumentando que em países com pouca proteção aos acionistas, os membros do conselho têm menos incentivos para monitorar os gestores em suas missões de consultoria e tomada de decisão.

Para Pfeffer e Salancik (1978) os conselhos servem para ligar a corporação a outras organizações externas para tratar das dependências ambientais, sugerindo benefícios dessas ligações externas como informação e expertise, criação de canais de comunicação com constituintes importantes para a empresa, provisão de compromissos de apoio de organizações ou grupos importantes no exterior. ambiente externo e criação de legitimidade para a empresa no ambiente externo.



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

A Teoria da Dependência de Recursos (TDR) (Pfeffer & Salancik, 1978) prevê que a composição diferenciada e refinada do Conselho de Administração pode ser um gatilho preditor de diferentes expertises. Nesse sentido, estudos anteriores utilizando a TDR examinaram se as diferentes características dos conselhos podem afetar as decisões e comprometer diretamente o desempenho da empresa no contexto de dependência de recursos. Estudos relatam que: a formação educacional e experiência dos diretores tende a refletir no valor das organizações (Fran, Gui, Li, & Zhu, 2016; Adams *et al.* 2018); a maior qualificação, conhecimento e experiência dos gestores podem atrair a atenção de *stakeholders*; e a presença de membros do conselho com experiência e formação tende a mitigar a desconfiança dos investidores e refletir no valor de mercado da empresa (Li, Wei & Lin, 2016; Johnson *et al.* 2013). Para a OECD (2015) os investidores exigem informações sobre membros do conselho e executivos-chave, a fim de examinar sua formação, experiência e qualificações e avaliar eventuais conflitos de interesse que possam afetar seu julgamento.

Nesse contexto, dada a relação tênue entre a independência e diversidade dos membros do Conselho de Administração e o desempenho da empresa, os argumentos acima correspondem à discussão desse estudo que defende a hipótese de que existe relação positiva e significativa entre a maior proporção de diversidade de gênero dos membros do Conselho de Administração e o desempenho financeiro das empresas brasileiras transnacionais.

Para Ietto-Gillies (2015), uma das características das empresas modernas é a sua capacidade de gerir, controlar e desenvolver estratégias através e acima das fronteiras nacionais que as distingue de outros *players* no sistema econômico. Diante disso, as estratégias de internacionalização dos negócios nunca foram tão importantes e encorajaram as empresas a desenvolverem e manterem suas atividades para além de seus limites demográficos regionais como atualmente. Dessa forma, o crescente interesse pelas atividades das empresas na economia mundial é também um tema atual e as empresas transnacionais (*Transnational Companies*, TNCs) são consideradas os agentes responsáveis por esse processo e pela integração da internacionalização dos negócios das empresas entre os países (Ietto-Gillies, 2015).

O termo Empresa Transnacional (TNC) é utilizado pela Conferência das Nações Unidas sobre Comércio e Desenvolvimento (UNCTAD) (2017) para designar empresas com capacidade de operar entre países de forma independente e autônoma. Apesar da importância dos conselhos atuando sobre os resultados organizacionais e os negócios das empresas, há poucos estudos que ligam as características e diversidade de gênero dos Conselhos de Administração a resultados econômicos e financeiros no escopo da internacionalização das atividades das empresas. A internacionalização das atividades apresenta implicações para todas as empresas nos diversos setores de atuação, pois além de acirrar a concorrência internacional, também aumenta a intensidade da competição local, fazendo com que as empresas repensem suas estratégias de atuação não só no mercado local, mas principalmente no seu posicionamento internacional. Dessa forma, espera-se que as empresas brasileiras transnacionais, por estarem em um ambiente competitivo diferenciado, apresentem uma maior diversidade de gênero dos membros do Conselho de Administração do que nas empresas nacionais.

O que caracteriza as empresas transnacionais em comparação com outras empresas é a capacidade de produção direta e, em geral, atividades comerciais diretas no exterior com poder para coordenar e controlar operações em mais de um país. Dessa forma, o que diferencia as empresas transnacionais das nacionais é a maneira distinta de fazer negócios no exterior possuindo atividades em vários países e não apenas em muitos, de forma independente e autônoma (Ietto-Gillies, 2015) exigindo das empresas a capacidade de monitorar o desempenho das várias unidades de negócios, onde quer que estejam localizadas.



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

As empresas transnacionais estão se tornando a forma corporativa dominante, transpondo fronteiras internacionais e comandando mais poder econômico do que muitos estados, e apesar das pesquisas nas empresas transnacionais (Clark & Brown, 2015) não há muito debate sobre a diversidade de gênero nos Conselhos de Administração e como esse conselhos devem operar em um ambiente internacional onde as empresas transnacionais apresentam maior diversidade de práticas que desafia uma definição comum.

Este estudo contribui para a literatura sobre diversidade de gênero no Conselho de Administração e desempenho da empresa em alguns aspectos. Primeiro, estendendo a literatura e fornecendo evidências empíricas sobre a diversidade de gênero e o desempenho das empresas no Brasil mostrando que essas interações são uniformes nas medidas de desempenho. Segundo, adiciona-se evidências empíricas sobre se o efeito da diversidade de gênero do Conselho de Administração pode ser benéfica para o desempenho da empresa. Terceiro, reconcilia estudos inconclusivos sobre a diversidade de gênero nas empresas, considerando as condições sob as quais os membros dos Conselho de Administração afetam o desempenho da empresa.

## **2 REFERENCIAL TEÓRICO EMPÍRICO**

### **2.1 Teoria da Dependência de Recursos e Diversidade de Gênero no Conselho de Administração**

O Conselho de Administração (CA) tem como competência principal monitorar riscos para proteger o patrimônio das empresas e orientar os diretores a agirem em conformidade com o planejamento estratégico (IBGC, 2015) contribuindo para maximizar o retorno e prosperidade do negócio e assim, ajudando a definir as estratégias da companhia tendo como missão proteger e adicionar valor ao capital da empresa e maximizar o rendimento dos investimentos dos acionistas

A relação entre a diversidade de gênero do Conselho de Administração e o desempenho corporativo pode ser explicada pela Teoria da Agência (Jensen & Meckling, 1976) como função de monitoramento; e pela Teoria da Dependência de Recursos (TDR) (Pfeffer & Salancik, 1978) por meio da diversidade trazida ao conselho por mulheres diretoras, por conselheiros minoritários e por características comportamentais distintas dessas diretoras e conselheiros, comparadas aos seus pares do sexo masculino. A TDR propõe que as empresas são sistemas abertos que têm uma relação interdependente com entidades externas e constituintes e que o sucesso das organizações depende de vínculos com esses recursos e entidades (Pfeffer & Salancik, 1978).

A Teoria da Dependência de Recursos (Pfeffer & Salancik, 1978) prevê que as empresas dependem dos recursos em seus ambientes externos para sobreviver. Essas dependências representam riscos para os negócios e a composição diferenciada e refinada do Conselho de Administração pode ser um gatilho preditor de diferentes expertises. Pfeffer e Salancik (1978) atribuem como benefícios às ligações do conselho corporativo: aconselhamento, legitimidade e canais de comunicação. Em termos de aconselhamento sugerem que conselhos com diversidade de gênero estão ligados a deliberações de alta qualidade do conselho sobre questões complicadas, algumas das quais poderiam ser consideradas complexas a serem deliberadas em conselhos exclusivamente masculinos. Em termos de legitimidade, as práticas das empresas são legitimadas pela aceitação de normas e valores sociais, propondo a hipótese do valor na diversidade afirmando que se torna cada vez mais dominante na sociedade, as empresas ganham legitimidade ao nomear diretoras para seus conselhos. Quanto aos canais de comunicação, as mulheres diretoras, por sua diferentes



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

experiências de vida e perspectivas, estão mais bem equipadas para conectar suas empresas a clientes do sexo feminino, mulheres no mercado de trabalho e a sociedade em geral.

Para Pfeffer e Salancik (1978) há benefícios que advêm dos membros dos conselhos. Os diretores fornecem suas informações e conhecimentos; oferecem certos canais de comunicação com elementos externos que têm importância para a empresa; obtêm compromissos para a empresa oriundas de outras organizações ou grupos; e criam legitimidade para a empresa em seu ambiente. Assim, ao aplicar a lente teórica da Teoria da Dependência de Recursos (Pfeffer & Salancik, 1978) para examinar o impacto de conselhos de administração com diversidade de gênero no desempenho financeiro da empresa, surge essa visão de dependência de recursos, pois as diretoras trariam diferentes recursos valiosos para os conselhos.

Para Terjesen *et al.* (2016), as mulheres dirigentes inserem conhecimentos, habilidades e experiências em seus conselhos que diferem daqueles de seus pares masculinos. Além disso, as mulheres diretoras têm a capacidade de criar vínculos diferentes com clientes, fornecedores, futuros funcionários ou fornecedores. Com base nesse benefício específico, Dang *et al.* (2014) ao analisar as características das mulheres no conselho das empresas na França argumentam que a nomeação de mulheres na direção pode aumentar a legitimidade da empresa, o que sustenta que em uma visão de dependência de recursos, as diretoras melhorariam o desempenho da empresa. Hillman *et al.* (2007) aplicam a Teoria da Dependência de Recursos (TDR) para examinar a diversidade de gênero do conselho e afirmam que as empresas norte-americanas com conselhos com diversidade de gênero podem acumular benefícios. Assim, a TDR direciona para efeitos benéficos de conselhos com diversidade de gênero.

Essa previsão é semelhante à derivada de um raciocínio da Teoria da Agência. A Teoria da Agência (Jensen & Meckling, 1976) trata a diversidade de gênero no conselho ao argumentar que em ambientes corporativos, os problemas de agência ocorrem quando os gerentes não têm em mente os melhores interesses dos acionistas ao tomar decisões corporativas. Dessa forma, uma solução é aprimorar o monitoramento pelos conselhos corporativos. Jensen & Meckling (1976) argumentam que a orientação e o monitoramento eficientes do conselho são essenciais para mitigar esses conflitos de interesses. Adams e Ferreira (2009) argumentam que as diretoras tendem a ser mais ativas nas atividades de monitoramento; e conselhos com maior diversidade de gênero exigem mais esforços de responsabilidade gerencial.

Assim, os efeitos da diversidade de gênero do conselho nas decisões corporativas também dependem da qualidade da governança nas empresas. Em empresas com governança corporativa, a diversidade de gênero no conselho pode ser prejudicial ao valor da empresa devido ao monitoramento excessivo desnecessário (Adams & Ferreira, 2009). Entretanto, Gul *et al.* (2011) sugerem que as empresas podem remediar parcialmente sua fraca governança corporativa por meio de conselhos com diversidade de gênero.

Nesse contexto, os argumentos acima correspondem à discussão desse estudo que defende a hipótese de que: existe relação positiva e significativa entre a diversidade de gênero dos membros do Conselho de Administração e o desempenho das empresas brasileiras transnacionais.

## 2.2 Desempenho da Empresa e Diversidade de Gênero no Conselho de Administração

Estudos anteriores sugerem que os atributos pessoais dos membros do conselho afetam as decisões estratégicas e o desempenho das empresas (Johnson *et al.*, 2013). Além disso, as decisões sobre a nomeação de diretores podem ser baseadas nos atributos que trarão valor



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

agregado ao conselho e as reações dos mercados financeiros a essas nomeações dependem significativamente dos atributos desses novos diretores.

Empiricamente, reconhece-se que a relação ambígua entre a diversidade de gênero no conselho e o desempenho corporativo pode ser justificada pelos efeitos dos diferentes atributos das diretoras. Ahern e Dittmar (2012) avaliando as empresas da Noruega afirmam que há relação negativa entre a participação feminina no conselho e o  $Q$  de Tobin se torna ambígua quando eles controlam a idade e a experiência dos membros do conselho.

Quanto a presença de diretoras nos conselhos, estudos anteriores argumentam que é importante entender o que as mulheres trazem para a diretoria e como suas habilidades mudam as missões de monitoramento e assessoria do Conselho de Administração. As diretoras são significativamente diferentes de seus pares masculinos em termos de características demográficas, experiência, especialização e traços como aversão ao risco (Ahern & Dittmar, 2012; Dang *et al.*, 2014). Sugerem ainda que os atributos pessoais dos membros do conselho afetam as decisões estratégicas e o desempenho das empresas (Johnson *et al.*, 2013). Além disso, as decisões sobre a nomeação de diretores podem ser baseadas nos atributos que trarão valor agregado ao conselho e as reações dos mercados financeiros a essas nomeações dependem significativamente dos atributos dos novos conselheiros independentes.

Conselheiros independentes são conselheiros externos sem vínculos comerciais com a empresa, com os administradores e com os acionistas controladores. Reguladores em diferentes países exigem uma proporção mínima de conselheiros independentes. A justificativa é que a independência provavelmente garantirá um melhor monitoramento da equipe de gestão e contribuirá para uma melhor atuação. No entanto, os resultados da diversidade de gênero que relacionam independência e desempenho corporativo não são conclusivos (Adams *et al.*, 2009), possivelmente porque a independência pode ser acompanhada pela falta de conhecimento sobre as estratégias de negócios da empresa. Estudos relatam analisando as empresas dos Estados Unidos que as diretoras têm maior probabilidade de serem independentes (Adams & Ferreira, 2009; Dang *et al.*, 2014) sugerindo que uma diretoria feminina pode ser um indicador melhor da independência de um conselho do que a medida usual de independência.

Assim, o efeito de monitoramento das diretoras pode ser aumentado por sua maior independência. Liu *et al.* (2014) analisando as empresas na China, comparam os efeitos de diretoras executivas e diretoras independentes no desempenho financeiro das empresas e relatam um impacto positivo de diretoras no desempenho corporativo, embora o efeito seja mais forte para diretoras executivas, argumentando que o efeito de monitoramento de diretoras independentes é menos importante para as corporações chinesas do que a prestação de conselhos valiosos por diretoras dependentes (internas).

Estudos anteriores argumentam que as diretoras trazem novos pontos de vista, bem como experiências profissionais diferentes resultando em melhores decisões relacionadas à resolução de problemas, aumentar a criatividade e inovação e melhorar o acesso à informação (Daily *et al.*, 2003; Hillman *et al.*, 2007). No entanto, vários argumentos contestam as vantagens potenciais da direção feminina. A relação entre diversidade de gênero e independência é questionável (Terjesen *et al.*, 2016). Um monitoramento mais rígido pode diminuir o valor para o acionista ou afetar negativamente o canal de comunicação entre os gestores e o conselho (Adams & Ferreira, 2009). A relação de diversidade de gênero é relatada como positiva (Campbell e Minguez-Vera, 2008; Post e Byron, 2015), negativa (Adams e Ferreira, 2009; Ahern e Dittmar, 2012), e às vezes estatisticamente não significativo (Carter *et al.*, 2010; Chapple e Humphrey, 2014). O impacto potencial da participação feminina no conselho de administração é afetado pelo nível de proteção aos acionistas fornecido pelo sistema legal do país (Post & Byron, 2015). Campbell e Minguez-Vera (2008)



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

ao analisar as empresas Anglo-Saxão mostram que a participação feminina no conselho está positivamente correlacionada com o desempenho das empresas na Espanha.

Verifica-se, portanto, que os resultados desses estudos são opostos ao analisar a relação potencial entre a diversidade de gênero no conselho e o desempenho das empresas, tanto financeiro quanto contábil, apresentando resultados inconsistentes e ambíguos. Diante desse contexto testa-se a relação entre a diversidade de gênero dos membros do Conselho de Administração, representado pela proporção da participação feminina no conselho, e o desempenho das empresas brasileiras transnacionais.

### 3 METODOLOGIA

De acordo com o objetivo proposto, a construção teórica da pesquisa mostra a relação de efeito entre as variáveis dependentes formados pela diversidade de gênero dos membros do Conselho de Administração medido pelo número de conselheiros do sexo feminino dividido pelo número total de membros do conselho em cada ano, sobre as variáveis independentes constituídas pela rentabilidade representado pelo Retorno sobre Ativos (ROA), o Retorno sobre o Capital Investido (ROIC) e o valor de mercado (VLR\_MERC) das empresas representado pelo *Market-to-book*, e pela interferência das variáveis de controle. Assim, este estudo caracteriza-se como: descritiva; estudo longitudinal com dados em painel; e adotando uma abordagem predominantemente quantitativa (Hair *et al.*, 2009).

O estudo foi realizado em empresas brasileiras transnacionais de capital aberto listadas na [B]<sup>3</sup> Brasil Bolsa Balcão. Para obter as informações sobre a composição e as características profissionais dos membros do Conselho de Administração dessas empresas, coletam-se os dados apresentados nos Formulários de Referências (FR), no Item 12.6 que trata da composição e experiência profissional do Conselho de Administração e do Conselho Fiscal, obtidos no site da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Utilizam-se os dados do FR, por ser um documento eletrônico e obrigatório sua elaboração pelas empresas a partir de 2010, sendo os critérios de divulgação de informações nesse formulário, regulado por meio da Instrução CVM nº 480/2009. Os dados do valor de mercado foram coletados junto ao banco de dados da Refinitiv Eikon<sup>®</sup>, e formarão um construto para o valor de mercado da empresa.

Quanto ao período de análise, utilizaram-se as informações publicadas entre o período de 2014 a 2019. Justifica-se esse período de cinco anos devido ao fato da Instrução CVM nº 552/2014 dispor que as informações prestadas pelas empresas no Formulário de Referência (FR), quanto à composição, experiência profissional e formação dos membros do Conselho de Administração, devem representar as principais experiências e formação dos membros do conselho relativos aos últimos cinco anos.

A população foi composta por todas as empresas brasileiras não financeiras com registro ativo e listadas na [B]<sup>3</sup> perfazendo um total de 280 empresas. Para a identificação em empresa transnacional, utiliza-se o relatório publicado pelo Ministério da Economia Indústria, Comércio Exterior e Serviços (MDIC) (2021) que apresenta o cadastro de empresas brasileiras exportadoras e importadoras, atualizado até novembro de 2021.

Para a empresa permanecer na amostra foram estabelecidos os seguintes critérios de filtragem: a empresa deve apresentar atividades de exportação e negócios internacionalizados no período; não apresentar Patrimônio Líquido negativo no período analisado; apresentar os dados contábeis necessários para a determinação das variáveis de pesquisa; e que tiveram cotações nos seus preços de ações. As empresas devem, ainda, apresentar o Formulário de Referência nos anos de 2014 a 2019 por meio do website da CVM, com as informações curriculares sobre os membros do Conselho de Administração, bem como os dados financeiros necessários para avaliação do valor de mercado. Foram excluídas as empresas

São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

internacionalizadas que declaram no FR que não houve receitas relevantes provenientes do exterior no período.

A amostra foi composta por 159 empresas constituídas em painel balanceado, classificadas em 65 empresas transnacionais e 94 empresas nacionais, distribuídas em nove setores econômicos diferentes. As 65 empresas transnacionais constituem um painel balanceado de 325 observações no período e as 94 empresas nacionais apresentam 470 observações. Considerando o período de estudo (2014-2019) foram analisados no período os 6.307 currículos dos membros dos Conselhos de Administração das empresas da amostra.

Na Tabela 1 apresentam-se os dados da amostra das empresas da pesquisa.

Tabela 1:  
Composição da amostra da pesquisa

Descrição	Empresas						
	População		Amostra				
	Total	% Total	T	% T	N	% N	% Total
<b>População das empresas não financeiras listadas na [B]<sup>3</sup></b>	<b>280</b>	<b>100</b>	<b>87</b>	<b>31,07</b>	<b>193</b>	<b>68,93</b>	<b>100</b>
(-) Excluídas as empresas que apresentam Patrimônio Líquido negativo	56	20,00	16	28,57	40	71,43	100
(-) Excluídas as empresas com dados contábeis indisponíveis no período e aquelas que tiveram ações sem liquidez em Bolsa	61	11,79	2	3,28	59	96,72	100
(-) Excluídas empresas internacionalizadas que declaram no Formulário Referência que não houve receitas relevantes provenientes do exterior no período	4	1,43	4	100	0	0	100
<b>Amostra das empresas</b>	<b>159</b>	<b>56,79</b>	<b>65</b>	<b>40,88</b>	<b>94</b>	<b>59,12</b>	<b>100</b>

**Nota:** T – Empresas Transnacionais; N – Empresas Nacionais. As empresas que apresentaram **Patrimônio Líquido negativo** no período analisado ( $PL < 0$ ). As empresas com **dados contábeis indisponíveis** no período e que tiveram ações sem liquidez em bolsa mostra as empresas com dados contábeis e financeiros insuficientes para a determinação das variáveis. As **empresas internacionalizadas** que informaram **não possuir receitas relevantes** de países estrangeiros e não destacaram em suas demonstrações financeiras ou no Formulário de Referência os valores das receitas de vendas no exterior, segregando essas receitas em mercado interno e externo, ou que informaram que não existem receitas relevantes fora do país de origem da companhia

Fonte: Elaborado pelos autores.

Justifica-se a exclusão das empresas financeiras, como: bancos, seguradoras, fundos diversos e consórcios, pois possuem quantidades de ativos e passivos que precisam ser divulgados de acordo com o IFRS 13 *Fair Value Measurement* (IASB, 2011). Devido as características particulares dessas empresas, os conselhos dos bancos diferem dos das empresas não financeiras, em particular, os conselhos dos bancos são maiores e mais independentes. Além disso, por serem regulamentados diferentemente, os diretores de empresas financeiras enfrentam riscos de responsabilidade diferenciado em comparação com diretores de empresas não financeiras. Ainda, pelo fato dessas entidades financeiras apresentarem essas particularidades na norma, utilizam indicadores econômico-financeiros específicos na avaliação de seu desempenho e apresentam planos de contas diferentes daquelas empresas que atuam em setores não financeiros, impossibilitando a mensuração e comparação de determinadas variáveis utilizadas neste estudo.

Para mapear a diversidade de gênero dos membros do Conselho de Administração foram construídos dois índices de diversidade denominados: Diversidade de Gênero ( $DIV\_GEN_{it}$ ) e a Porcentagem de Diversidade de Gênero no Conselho de Administração



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

( $P\_DIV\_GEN_{it}$ ) com as características esperadas dos membros do Conselho de Administração, medido pelo índice de Blau (1977).

Como *proxies* para a diversidade de gênero do conselho de administração, primeiro usa-se uma variável *dummy*,  $DIV\_GEN_{it}$  que assume valor “1” quando pelo menos uma mulher está presente no conselho e “0” (zero) caso contrário. A segunda variável é a  $P\_DIV\_GEN_{it}$  calculada como a porcentagem do número de mulheres diretoras divididas pelo número total de diretores no Conselho de Administração. Esses dois atributos de diversidade são medidas utilizando-se o índice de Blau (1977) medido como  $1 - \sum_{i=1}^n P_i^2$ , onde  $P_i$  é o percentual de conselheiros em cada categoria e  $n$  é o número total de conselheiros. Os valores do índice de Blau (1977) para diversidade de gênero variam de “0” a um máximo de “0,5”, o que ocorre quando o conselho é composto por igual número de homens e mulheres. Espera-se que a rentabilidade e o valor de mercado das empresas seja influenciado positivamente por esses índices.

As variáveis de controle foram empregadas para verificar e isolar sua possível interferência nas análises entre a diversidade de gênero (variáveis independentes) e sua influência sobre a rentabilidade e valor de mercado das empresas (variáveis dependentes), sendo utilizadas sete variáveis de controle. O ciclo econômico ( $Ciclo\_Econ_{it}$ ) analisa o efeito do ciclo econômico brasileiro no período de 2014 a 2018. A economia brasileira passou por um período de recessão a partir do segundo trimestre de 2014 e iniciando um período de expansão econômica a partir do primeiro trimestre de 2017 com a ocorrência de uma recuperação do ciclo de negócios brasileiro (IBGE, 2019; FGV, 2017), assim, foi acrescentada uma variável *dummy* para controlar esse período assumindo o valor “1” para expansão e “0” para recessão. O setor da empresa ( $Setor\_Econ_{it}$ ) representa os diferentes segmentos em que as empresas atuam, empregando-se a classificação disponibilizada pela [B]<sup>3</sup> que divide as empresas em 10 setores, assim, a *dummy* setorial busca destacar a influência do tipo de atividade econômica do setor sobre o desempenho das empresas. O Tamanho dos Ativos ( $Tam\_Empr_{it}$ ) mensura o porte da empresa pelo logaritmo natural ( $\ln$ ) do Ativo Total da empresa, destacando que o tamanho dos ativos pode evidenciar a existência de vantagem competitiva representada pelo desempenho da empresa. O Endividamento ( $Endiv_{it}$ ) foi empregado para avaliar o desempenho da empresa medido pela razão entre o passivo oneroso de curto e longo prazo pelo patrimônio líquido. Os Diretores Independentes ( $Dir\_Indep_{it}$ ) analisa a proporção de conselheiros independentes no Conselho de Administração em relação ao número total de membros do conselho, argumentando que a composição do conselho deve refletir uma combinação apropriada de diretores internos e externos com base nos negócios e ambiente da empresa (Chen, Dyball & Wright, 2009), assim, conselhos maiores e mais independentes tendem a se beneficiar de funções de aconselhamento que os diretores externos desempenham. O Tamanho do Conselho ( $Tam\_CA_{it}$ ) avalia o efeito do número de diretores no conselho, mostrando que conselhos maiores podem ter um impacto positivo no desempenho da empresa, pois, as empresas podem adicionar mais conselheiros com diversidade de habilidades ao seu conselho (Adams *et al.*, 2018; Faleye *et al.*, 2018). A Internacionalização ( $INTER_{it}$ ) foi utilizada como um indicador de propensão à exportação e desempenho de exportação das empresas e medido de acordo com a metodologia UNCTAD (2017) pela média de três razões: ativos externos divididos pelos ativos totais da empresa; vendas externas divididas pelas vendas totais da empresa; e empregos externos divididos pelos empregos totais gerados pela empresa.

Estudos relatam que a formação e experiência do Conselho de Administração possui relação significativa entre o valor de mercado da empresa (*market-to-book*) e modelam as características de governança corporativa da empresa, sendo o conselho endogenamente

São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

determinado e consistente com a maximização do valor de mercado da empresa (Coles, Daniel, & Naveen, 2008). Considera-se que os resultados financeiros e o valor de mercado das empresas estão relacionados ao perfil e atuação do Conselho de Administração, mensurado a partir de atributos relacionados com a estrutura da organização, a composição do tamanho do conselho, as características dos conselheiros considerando a experiência profissional, formação acadêmica, independência, e os processos de tomada de decisões (Bird, Buchanan, & Rogers, 2004).

Sendo assim, estabelecem-se as seguintes hipóteses de pesquisa:

**H1:** Há relação significativa e positiva entre a proporção da Diversidade de Gênero ( $DIV\_GEN_{it}$ ) dos membros do Conselho de Administração das empresas, a rentabilidade ( $ROA_{it}$  e  $ROIC_{it}$ ) e o valor de mercado ( $VLR\_MERC_{it}$ ) das empresas brasileiras transnacionais.

O modelo que relaciona as variáveis são apresentados na equação 1.

$$\text{Diversidade de Gênero}_{it} = \beta_{1i} + \beta_2 ROA_{2it} + \beta_3 ROIC_{3it} + \beta_4 VLR\_MERC_{4it} + \beta_5 INTER_{5it} + \beta_6 CICLO\_ECON_{6it} + \beta_7 TAM\_EMPR_{7it} + \beta_8 ENDIV_{8it} + \beta_9 DIR\_INDEP_{9it} + \beta_{10} TAM\_CA_{10it} + \beta_{11} SETOR\_ECON_{11it} + \gamma_t + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

O modelo que relaciona as variáveis, analisando a interação entre a internacionalização das empresas ( $INTER_{it}$ ) com a variável Diversidade de Gênero ( $DIV\_GEN_{it}$ ) é apresentado na equação 2.

**H2:** Há relação significativa e positiva entre a proporção da Diversidade de Gênero ( $DIV\_GEN_{it}$ ) dos membros do Conselho de Administração das empresas e a internacionalização das empresas ( $INTER_{it}$ ) das empresas brasileiras transnacionais.

O modelo que relaciona as variáveis são apresentados na equação 2.

$$\text{Diversidade de Gênero}_{it} = \beta_{1i} + \beta_2 ROA_{2it} + \beta_3 ROIC_{3it} + \beta_4 VLR\_MERC_{4it} + \beta_5 INTER_{5it} + \beta_6 P\_DIV\_GEN_{it} * INTER_{6it} + \beta_7 CICLO\_ECON_{7it} + \beta_8 TAM\_EMPR_{8it} + \beta_9 ENDIV_{9it} + \beta_{10} DIR\_INDEP_{10it} + \beta_{11} TAM\_CA_{11it} + \beta_{12} SETOR\_ECON_{12it} + \gamma_t + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Em que:  $ROA_{it}$  = Retorno sobre Ativo, variável dependente a ser explicada;  $ROIC_{it}$  = Retorno sobre o Capital Investido, variável dependente a ser explicada;  $VALOR\_MERC_{it}$  = variável dependente a ser explicada;  $\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4 \dots \beta_{10}$  = intercepto da regressão;  $DIV\_GEN_{it}$  = variável da medida do índice de diversidade de gênero do membro do Conselho de Administração da empresa  $i$  no período  $t$ ;  $P\_DIV\_GEN_{it}$  = variável da medida da porcentagem do índice da diversidade de gênero do membro do Conselho de Administração da empresa  $i$  no período  $t$ ;  $INTER_{it}$  = indicador do nível de internacionalização das atividades da empresa  $i$  no período  $t$ ;  $CICLO\_ECON_{it}$  = efeito do ciclo econômico representado por uma variável para controlar o período de expansão e recessão da empresa  $i$  no período  $t$ ;  $SETOR\_ECON_{it}$  = setor econômico de atividade da empresa  $i$  no período  $t$ ;  $TAM\_EMPR_{it}$  = medida para o controle do porte da empresa, mensurado pelo logaritmo natural ( $\ln$ ) do ativo total da empresa  $i$  no período  $t$ ;  $ENDIV_{it}$  = endividamento da empresa  $i$  no período  $t$ ;  $DIR\_INDEP_{it}$  = proporção de conselheiros independentes no conselho de administração da empresa  $i$  no período  $t$ ;  $TAM\_CA_{it}$  = tamanho do conselho de administração da empresa  $i$  no período  $t$ ;  $\gamma_t$  = variável dummy para cada ano da série de variáveis da amostra (2014 a 2019);  $\varepsilon_{it}$  = erro do modelo proposto, indicando a variância não explicada pelas medidas das variáveis independentes ( $Div\_Gen_{it}$  e  $P\_Div\_Gen_{it}$ ); pelas variáveis dependentes (rentabilidade e valor de mercado da empresa); pelas variáveis de controle; e pelas variáveis dummy de tempo e setor.

Os parâmetros de interesse para análise das Hipóteses H1 e H2 são os resultados dos estimadores das *proxies* de influência ( $DIV\_GEN_{it}$  e  $P\_DIV\_GEN_{it}$ ) sobre o  $ROA_{it}$ ,

São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

ROIC<sub>it</sub> e VALOR\_MERC<sub>it</sub> das empresas e são dados pelas variáveis Div\_Gen<sub>it</sub> e P\_Div\_Gen<sub>it</sub>. A partir das estimações dos parâmetros  $\beta_2$  e  $\beta_3$  das equações 1 e 2 será operacionalizado o exame empírico para identificar a influência das *proxies* de Diversidade de Gênero sobre a variável ROA<sub>it</sub>, ROIC<sub>it</sub> e VALOR\_MERC<sub>it</sub> das empresas.

O estudo utilizou a análise descritiva e teste de normalidade dos dados; análise fatorial exploratória (AFE); análise de regressão com dados em painel; análise e testes de hipóteses. Foi empregada Análise Fatorial Exploratória (AFE) para identificar os fatores latentes que explicam as correlações observadas nas variáveis de Rentabilidade (ROA<sub>it</sub> e ROIC<sub>it</sub> e Valor de Mercado (Valor\_Merc<sub>it</sub>) medido pelo *market-to-book*. O emprego da AFE permite analisar as correlações observadas entre as variáveis originais para estimar os fatores comuns, e as relações estruturais que ligam esses fatores às variáveis, atribuindo um *score* (quantificação) ponderando as respostas correlacionadas aos construtos ou fatores que não são diretamente observáveis. Utilizou-se também Regressão com Dados em Painel para analisar a relação entre variáveis explicativas e de controle com as variáveis dependentes (Hair *et al.*, 2009; Field, 2009).

## 4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

### 4.1 Caracterização dos Conselhos de Administração das Empresas

A composição do Conselho de Administração (CA) deve ser estruturada para permitir um ambiente em que os membros exerçam sua função de auxiliar na tomada de decisão e adicionar valor para a empresa e os *stakeholders*. Em relação à quantidade de membros do CA, a Lei nº 6.404/76 (Brasil, 1976) é taxativa indicando um número mínimo de três componentes e deixando a definição do número máximo a cargo da Assembleia Geral da empresa. O IBGC (2015) indica o número mínimo de 5 e máximo de 11 Conselheiros. A OCDE (2015) não faz recomendações sobre o tamanho adequado dos conselhos sugerindo que a definição sobre o número do CA deve ser estabelecida conforme a complexidade dos negócios da empresa.

Na Tabela 2 apresenta-se a composição dos membros do Conselho de Administração das empresas analisadas no período.

Verificam-se diferenças no tamanho do CA, sendo que para 2018 a média foi de 7,6 membros para as empresas transnacionais e 7,3 para as nacionais. Embora a média de composição do CA esteja de acordo com disposto na lei e proposto pelos órgãos reguladores, constata-se que essa média é menor quando comparado à média global nas empresas internacionais de 10,7 membros (Spencer-Stuart, 2021), cuja média foi calculado considerando o perfil dos membros do CA das empresas listadas na S&P500. Estudos anteriores afirmam que a composição com diversidade de gênero pode conduzir as empresas a um melhor desempenho e lucratividade (Walls & Hoffman, 2013).

A distribuição percentual do número de membros do CA variou em tamanho entre 1 a 26 membros. As empresas entre 1 a 3 membros representam 6,6% das empresas transnacionais e 9,2% das nacionais; entre 4 a 8 membros 63,0% das transnacionais e 58,6% das nacionais; entre 9 a 12 membros 11,9% das transnacionais e 17,5% das nacionais; entre 13 a 26 membros 18,6% das transnacionais e 14,6% das nacionais. Observa-se que a média das empresas cujos CA está de acordo com o definido como ideal pelos órgãos reguladores representam em média 93,4% das empresas transnacionais e 90,8% das empresas nacionais.

Para Pfeffer e Salancik (1978) o tamanho e composição do conselho estão relacionados à necessidade da organização interagir com o ambiente externo de forma a garantir o sucesso das operações e obtenção de recursos para o futuro, melhorando a eficiência da utilização desses recursos. O tamanho e a composição diferenciada e refinada do

São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

CA pode ser um gatilho preditor de diferentes expertises que auxiliam os membros do CA a tomarem decisão.

Tabela 2:

**Frequência da composição dos diretores independentes no Conselho de Administração**

	2014		2015		2016		2017		2018		Total
	T	N	T	N	T	N	T	N	T	N	
<b>Total de membros nas diretorias e conselhos das empresas</b>	2.885		2.914		2.897		2.889		2.831		<b>14.416</b>
	1206	1679	1129	1785	1115	1782	1154	1735	1152	1679	<b>14.416</b>
<b>Membros do Conselho de Administração (CA) analisados no período</b>	<b>1.287</b>		<b>1.307</b>		<b>1.296</b>		<b>1.221</b>		<b>1.196</b>		<b>6.307</b>
<b>Diversidade de gênero dos Membros do Conselho de Administração (CA) analisados no período</b>	<b>Gênero</b>		<b>Gênero</b>		<b>Gênero</b>		<b>Gênero</b>		<b>Gênero</b>		
	T	N	T	N	T	N	T	N	T	N	
	<b>Homens</b>		<b>Mulheres</b>		<b>Homens</b>		<b>Mulheres</b>		<b>Homens</b>		<b>Mulheres</b>
	537	749	447	743	441	724	436	645	432	625	
	1	0	51	66	53	78	62	78	62	77	
<b>Frequência relativa (fr) de mulheres no CA</b>	<b>% Mulheres</b>		<b>% Mulheres</b>		<b>% Mulheres</b>		<b>% Mulheres</b>		<b>% Mulheres</b>		
	0,19	0,00	11,41	8,88	12,02	10,77	14,22	12,09	14,35	12,32	
<b>Número de membros no CA</b>	<b>T</b>	<b>N</b>	<b>T</b>	<b>N</b>	<b>T</b>	<b>N</b>	<b>T</b>	<b>N</b>	<b>T</b>	<b>N</b>	
	<b>538</b>	<b>749</b>	<b>498</b>	<b>809</b>	<b>494</b>	<b>802</b>	<b>498</b>	<b>723</b>	<b>494</b>	<b>702</b>	<b>6.307</b>
Média do tamanho do CA	8,40	8,41	7,78	8,69	7,71	8,20	7,78	7,69	7,60	7,30	<b>7,96</b>
Média de Idade do CA	59,2	57,4	59,3	57,5	56,1	55,9	56,1	53,9	55,6	54,2	<b>56,5</b>
Número de Diretores Independentes no CA	121	173	137	220	129	201	154	197	152	194	<b>1.678</b>
Frequência relativa (fr) dos Diretores Independentes no CA (%)	22,4	23,1	27,5	27,1	26,1	25,0	30,9	27,2	30,7	27,6	<b>26,8%</b>
Média de Idade dos Diretores Independentes no CA	59,3	59,4	59,4	59,4	59,6	59,8	58,1	54,7	58,4	58,8	<b>58,7</b>

**Nota:** T – Empresas Transnacionais; N – Empresas Nacionais. Frequência relativa (fr) do número de diretores independentes integrantes do CA.

Fonte: Dados da pesquisa.

Observa-se um crescimento na participação das mulheres no Conselho de Administração das empresas brasileiras no período de 2014 a 2018, apresentando em 2018 um percentual de 14,32% para as empresas brasileiras Transnacionais e de 12,32% para as Nacionais. Essa participação de mulheres nos conselhos é menor, quando comparado com a representação de participação nas empresas listadas no índice da *Standard and Poor's 500* (S&P 500) que em 2021 foi de 43% (Spencer-Stuart, 2021).

Na Figura 1 apresenta-se a frequência da faixa etária distribuído pela diversidade de gênero dos membros do Conselho de Administração das empresas analisadas no período.

Verifica-se que a idade média dos diretores independentes do CA das empresas brasileiras é de 58,7 anos, sendo menor que à idade média global de 62,7 anos para os diretores independentes das empresas internacionalizadas (Spencer-Stuart, 2021). Salienta-se que a idade média dos diretores das empresas brasileiras diminuiu ao logo do período de 2014 a 2018, indicando que as empresas nomearam no período diretores independentes mais jovens para o CA. Embora as empresas estejam adicionando diretores mais jovens, há diretores com 60 anos ou mais correspondendo a 47,5% da classe.

São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

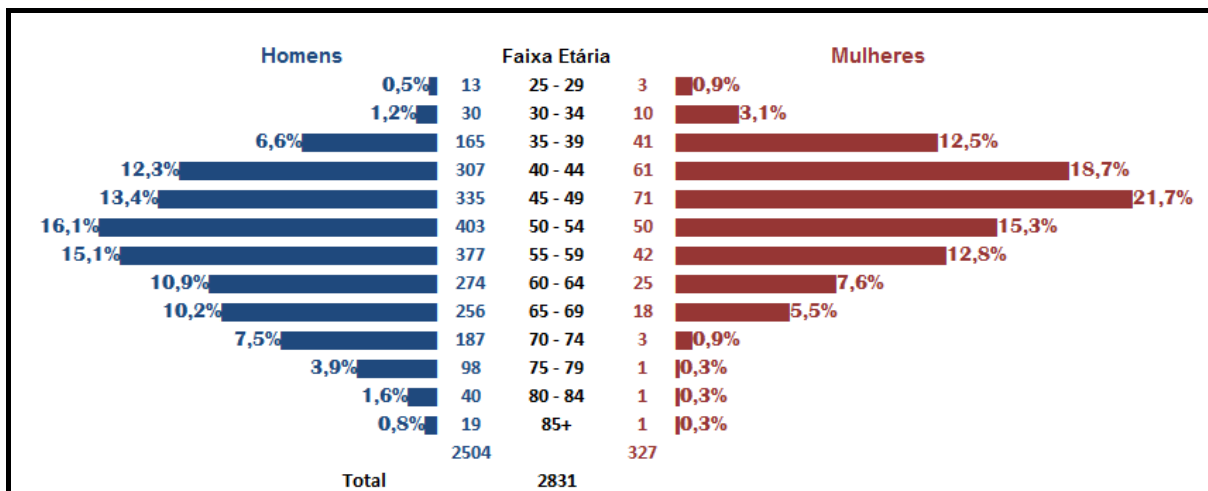


Figura 1: Frequência da faixa etária da diversidade de gênero do Conselho de Administração

Fonte: Dados da pesquisa.

Na Tabela 3 apresenta-se as estatísticas descritivas para as variáveis analisadas. Verifica-se o crescimento nos índices ao longo do período de 2014-2109. Nota-se uma tendência de manutenção desses índices em torno de um valor médio, sem grandes alterações bruscas, visualizando o crescimento dos índices com a passar dos anos do período analisado. Os índices mostram variância média no período, indicando que os itens que compõe esses índices estão próximos da média, sugerindo que a DIV\_GEN dos membros dos Conselhos de Administração apresentaram pouca dispersão, assim, não evidenciando a existência de diferenças significativas entre esses índices nas empresas.

Tabela 3:

**Estatística descritiva das variáveis de controle quantitativas**

Medidas Estatísticas	Empresas Nacionais				
	Média	Mediana	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
ROA <sub>it</sub>	0,03401	0,03076	0,06577	-0,30561	0,36191
ROIC <sub>it</sub>	0,1381	0,1107	0,1845	-1,1111	1,4310
VLR_MER <sub>it</sub>	0,01880	0,02041	0,8452	-5,829	3,729
CICLO_ECON <sub>it</sub>	0,4000	0,0000	0,4904	0,00000	1,0000
TAM_EMPR <sub>it</sub>	22,34	22,49	1,403	17,82	25,92
ENDIV <sub>it</sub>	2,105	1,421	2,334	0,05336	21,74
DIR_INDEP <sub>it</sub>	6,695	3,00	8,951	0,0000	43,75
TAM_CA <sub>it</sub>	18,57	18,000	7,725	5,000	50,00
DIV_GEN <sub>it</sub>	0,4234	0,0000	0,4946	0,000	1,0000
P_DIV_GEN <sub>it</sub>	0,08340	0,0000	0,1211	0,0000	0,5000
SETOR_ECON <sub>it</sub>				0	1
INTER <sub>it</sub>				0	1
N	470	470	470	470	470

Medidas Estatísticas	Empresas Transnacionais				
	Média	Mediana	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
ROA <sub>it</sub>	0,0427	0,02740	0,09886	-0,9424	0,2324
ROIC <sub>it</sub>	0,1406	0,1049	0,2944	-2,392	2,902
VLR_MER <sub>it</sub>	-0,02718	-0,03303	1,183	-9,115	5,323
CICLO_ECON <sub>it</sub>	0,4000	0,0000	0,4907	0,0000	1,000
TAM_EMPR <sub>it</sub>	21,97	21,71	1,965	18,17	27,53
ENDIV <sub>it</sub>	2,604	1,115	5,318	0,1114	45,55
DIR_INDEP <sub>it</sub>	4,883	2,000	7,086	0,0000	42,86
TAM_CA <sub>it</sub>	17,81	17,0000	7,917	1,000	41,000
DIV_GEN <sub>it</sub>	0,3815	0,0000	0,4865	0,0000	1,0000
P_DIV_GEN <sub>it</sub>	0,07214	0,0000	0,1170	0,0000	0,6667
SETOR_ECON <sub>it</sub>				0	1
INTER <sub>it</sub>				0	1
N	325	325	325	325	325

Fonte: Dados da pesquisa.

#### 4.2 Análise das Regressões em Dados em Painel com Efeitos Fixos

Para executar as regressões com dados em painel, inicialmente as equações foram estimados por MQO agrupado (*pooled*) para realizar os testes e identificar qual o modelo mais adequado: Efeitos Fixos, Efeitos Aleatórios ou MQO. Os diagnósticos a partir dos testes de Chow, Breusch-Pagan e Hausman, identificaram o modelo de Efeitos Fixos como o mais adequado para o estudo em função das características dos dados coletados.

Para analisar a confiabilidade interna dos índices Diversidade de Gênero (DIV\_GEN) e da porcentagem da Diversidade de Gênero (P\_DIV\_GEN) utilizou-se o Alfa de *Cronbach*. A consistência interna desse teste varia de 0 a 1 e representa a média de todos os coeficientes de correlação entre o escore de cada item da medida e o escore total dos demais itens. As empresas transnacionais e nacionais apresentaram no período 2014-2018 um Alfa de *Cronbach* médio de 0,870 para esses índices. Esses resultados indicam que a consistência interna dessas escalas não difere estatisticamente entre elas e estão de acordo com os valores de aceitação ( $\alpha \geq 0,70$ ) apresentando confiabilidade geral dos dados.

A partir da confiabilidade dos dados, realizaram-se as análises inferenciais das variáveis dependente, independente e de controle, apresentando as relações e as significâncias estatísticas, testadas em um modelo de regressão linear com dados em painel balanceado. Foi elaborado um painel contendo 795 observações distribuídas em 5 unidades de corte transversal (anos) e com comprimento de série temporal igual a 159 (empresas), sendo 65 empresas transnacionais e 94 empresas nacionais, relacionando 12 variáveis (dependente, independente e de controle) totalizando 9.540 observações.

Na Tabela 4 apresentam-se os resultados dos diagnósticos do painel para a identificação do modelo mais adequado.

Utilizou-se o teste de normalidade de Kolmogorov-Smirnov e de Shapiro-Wilk para decidir se é uma distribuição normal ou não-normal. Observando-se que os resíduos do teste de Kolmogorov-Smirnov ( $p$ -valor  $\leq 0,0000$ ) e de Shapiro-Wilk  $W = 0,940499$  ( $p$ -valor  $\leq 0,0000$ ) para as variáveis analisadas, aceitou-se a hipótese nula ( $H_0$ ) de que existe distribuição normal. O Teste de White para heterocedasticidade avaliou a dispersão dos dados em torno de

São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

uma reta e apresentou coeficiente de 699,562073 e  $p$ -valor de 0,0000, rejeitando-se a hipótese nula da não existência de heterocedasticidade.

Tabela 4:  
**Diagnóstico do Painel**

Variável Dependente	Teste de Chow		Teste de Breusch-Pagan		Teste de Hausman	
	$F$	$p$ -valor	$LM$	$p$ -valor	$\chi^2$	$p$ -valor
Rentabilidade	1,9754	0,0067	3,0181	0,0581	3,0184	0,0173
Valor de Mercado	0,8832	0,6092	1,6259	0,1657	3,1499	0,0421
<b>Hipóteses dos testes</b>						
Rentabilidade	$p$ -valor < 0,05, aceita-se H1		$p$ -valor > 0,05, aceita-se H0		$p$ -valor < 0,05, aceita-se H0	
Valor de Mercado	$p$ -valor > 0,05, aceita-se H0		$p$ -valor > 0,05, aceita-se H0		$p$ -valor < 0,05, aceita-se H0	
<b>Modelo Adequado</b>						
Rentabilidade	Efeitos Fixos		MQO ( <i>pooled</i> )		Efeitos Fixos	
Valor de Mercado	MQO ( <i>pooled</i> )		MQO ( <i>pooled</i> )		Efeitos Fixos	

Fonte: Dados da pesquisa.

Na Tabela 5 apresentam-se os resultados das regressões em dados em painel utilizando os Efeitos Fixos.

As regressões mostram a relação entre as variáveis, comparando os resultados das empresas transnacionais e nacionais. No Modelo 1 regride-se as variáveis de controle com a variável dependente e independente, verificando se há influência diferenciada dessas variáveis sobre as empresas transnacionais e nacionais. No modelo 2 introduz-se os efeitos de interação da internacionalização das empresas com a variável Diversidade de Gênero. No modelo 3 adiciona-se o efeito direto dos segmentos econômicos diferenciados de listagem da [B]<sup>3</sup>.

A partir da hipótese da pesquisa de que existe relação positiva e significativa entre a maior proporção de diversidade de gênero dos membros do Conselho de Administração e o desempenho financeiro das empresas brasileiras transnacionais, espera-se que a diversidade de gênero exerça o efeito de melhorar a rentabilidade e valor de mercado das empresas, assim, o sinal esperado para a variável  $DIV\_GEN_{it}$  nos modelos 1, 2 e 3 é positivo.

A hipótese de interesse para a análise dos resultados é a rejeição da hipótese nula ( $H_0; \beta_2 \leq 0$ ) e a aceitação da hipótese alternativa ( $H_1; \beta_2 > 0$ ) ao nível de 5%, permitindo inferir que a diversidade de gênero influenciariam a rentabilidade e o valor de mercado das empresas brasileiras transnacionais.

Nas empresas transnacionais, a relação entre ROA, ROIC, VLR\_MERC e DIV\_GEN foi positiva e significativa ao nível de 5%, confirmando a relação esperada do pressuposto teórico, assim, aceita-se H1. Esse resultado é consistente com estudos que argumentavam que a relação de diversidade de gênero é relatada como positiva (Terjesen *et al.*, 2016; Liu *et al.* 2014; Campbell e Minguez-Vera, 2008; Post e Byron, 2015). A relação da interação entre a internacionalização das empresas (INTER) e a DIV\_GEN foi positiva e significativa ao nível de 5%, confirmando a relação esperada do pressuposto teórico, assim, aceita-se H2.

Nas empresas nacionais a relação entre ROA, ROIC, VLR\_MERC e DIV\_GEN foram não significativas, assim, rejeita-se H1 e H2 para essas empresas. Apesar da falta de significância estatística, a relação positiva das variáveis sugere que as características de diversidade de gênero do conselho acresceria a rentabilidade e valor de mercado das empresas nacionais.



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

Tabela 5:  
Modelo com dados em painel de efeitos fixos

Variáveis	Empresas Transnacionais			Empresas Nacionais		
	Rentabilidade e Valor Mercado			Rentabilidade e Valor de Mercado		
	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3
Constante	0,55735* (0,0813)	0,43876* (0,01883)	0,39218* (0,02831)	0,18258* (0,04584)	0,18258* (0,04584)	0,27472* (0,03303)
DIV_GEN <sub>it</sub>	0,28313*** (0,0000)	0,01394* (0,0559)	0,0134373* (0,0615)	3,26971*** (0,0000)	3,26971*** (0,0000)	3,23876*** (0,0000)
ROA <sub>it</sub>	3,26158** (0,0321)	3,92272** (0,0135)	3,75861** (0,0224)	0,77828 (0,5271)	0,77828 (0,5271)	0,38132 (0,7701)
ROIC <sub>it</sub>	0,75279** (0,0202)	0,91436*** (0,07379)	0,87453** (0,0121)	0,0501 (0,8388)	0,0501 (0,8388)	0,15839 (0,5476)
VLR_MERC <sub>it</sub>	-0,36399** (0,0257)	-0,44221*** (0,0094)	-0,42086** (0,0172)	0,04801 (0,6959)	0,04801 (0,6959)	0,00490 (0,9700)
INTER <sub>it</sub>	-	-0,00770 (0,8059)	-0,00036 (0,9908)	-	-	-
DIV_GEN * INTER	-	-	0,01343** (0,0615)	-	-	-
CICLO_ECON <sub>it</sub>	0,21987*** (0,0000)	0,26358*** (0,0000)	0,26201** (0,0000)	0,00162 (0,9551)	0,00162 (0,9551)	0,003398 (0,9064)
TAM_EMPR <sub>it</sub>	0,01147 (0,5115)	-0,00674 (0,7117)	0,00590 (0,7698)	-0,002252 (0,8555)	-0,002252 (0,8555)	-0,00859 (0,5512)
ENDIV <sub>it</sub>	-0,001236 (0,8316)	-0,00089 (0,0546)	-0,00033 (0,9562)	-0,00047 (0,6299)	-0,00047 (0,6299)	-0,006307 (0,5080)
DIR_INDEP <sub>it</sub>	-0,00783** (0,0492)	-0,008002* (0,0546)	-0,00890** (0,0323)	-0,000474 (0,79001)	-0,000474 (0,79001)	-0,000239 (0,8998)
TAM_CA <sub>it</sub>	-0,01027** (0,0103)	-0,01186*** (0,0045)	-0,01224*** (0,0053)	-0,002646 (0,1919)	-0,002646 (0,1919)	-0,002942 (0,2370)
Controle Setorial	Não	Não	Sim	Não	Não	Sim
Ano	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Observações	325	325	325	470	470	470
R <sup>2</sup> ajustado	0,48149	0,44105	0,45464	0,64579	0,64579	0,652241

Nota: \*, \*\* e \*\*\*, significativo ao nível de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

Fonte: Dados da pesquisa.

Para as empresas transnacionais os resultados confirmam que a variável dependente Diversidade de Gênero (DIV\_GEN) pode ser explicada pela Rentabilidade (ROA e ROIC) e Valor de Mercado (VLR\_MERC) e, ainda, pelas variáveis de controle: Ciclo Econômico (CICLO\_ECON) significativo ao nível de 1%; Tamanho do Conselho de Administração (TAM\_CA) significativo ao nível de 1%; número de Diretores Independentes no Conselho de Administração (DIR\_INDEP) significativo ao nível de 5%; e pelo efeito moderador da interação entre a Internacionalização das empresas (INTER) significativo ao nível de 5%. Os segmentos diferenciados de listagem da [B]<sup>3</sup> com melhor significância são as empresas dos setor econômico: Tecnologia e Informação significativo ao nível de 1%. Para os demais segmento o foi positivo e apesar da falta de significância, essa relação positiva sugere que as características de diversidade de gênero do conselho acresceria a rentabilidade e o valor de mercado dessas empresas transnacionais.

Para as empresas nacionais os resultados não confirmam que a variável Diversidade de Gênero (DIV\_GEN), mesmo significativo ao nível de 1%, pode ser explicada pela Rentabilidade (ROA e ROIC) e Valor de Mercado (VLR\_MERC). A variável de controle: Ciclo Econômico (CICLO\_ECON) é positivo e significativo ao nível de 1%. Os segmentos diferenciados de listagem da [B]<sup>3</sup> com melhor significância são as empresas dos setor



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

econômico: Saúde, significativo ao nível de 10%; Tecnologia e Informação, significativo ao nível de 10%, e Petróleo, Gás e Biocombustíveis, significativo ao nível de 10%. Os demais segmentos apresentaram falta de significância mas foram positivos, sugerindo que as características de diversidade de gênero do conselho adicionaria rentabilidade e valor de mercado nessas empresas nacionais.

Na Tabela 6 apresenta-se o resumo dos resultados dos testes das hipóteses, demonstrando a relação e os coeficientes significativos das variáveis Diversidade de Gênero (variável dependente) e Rentabilidade e Valor de Mercado (independentes).

Tabela 6:  
**Resumo dos testes de hipóteses**

				Hipóteses	
				H1	H2
		Variáveis Dependentes			
Variáveis Independentes	Dados em Painel		Diversidade de Gênero	Interação Diversidade de Gênero e Internacionalização	
Empresas Transnacionais	Rentabilidade	ROA	Relação <i>p</i> -valor	(+) ** (0,0224)	(+) ** (0,0615)*
		ROIC	Relação <i>p</i> -valor	(+) ** (0,0121)	(+) ** (0,06142)
	<b>Resultado</b>		<b>Não Rejeitar</b>	<b>Não Rejeitar</b>	
	Valor de Mercado	VLR_MERC	Relação <i>p</i> -valor	(+) ** (0,0172)	(+) ** (0,0601)
		<b>Resultado</b>		<b>Não Rejeitar</b>	<b>Não Rejeitar</b>
	Empresas Nacionais	Rentabilidade	ROA	Relação <i>p</i> -valor	(+) (0,7701)
ROIC			Relação <i>p</i> -valor	(+) (0,5476)	-
<b>Resultado</b>		<b>Rejeitar</b>	<b>Rejeitar</b>		
Valor de Mercado		VLR_MERC	Relação <i>p</i> -valor	(+) (0,9706)	-
	<b>Resultado</b>		<b>Rejeitar</b>	<b>Rejeitar</b>	

Nota: \*, \*\* e \*\*\*, significativo ao nível de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

Fonte: Dados da pesquisa.

Para as empresas transnacionais, verificou-se que a relação entre variável DIV\_GEN e as variáveis ROA, ROIC e VLR\_MERC foi positiva e significativa nos modelos 1, 2 e 3, assim, não rejeita-se H1 que pressupõe que há relação significativa e positiva entre a maior proporção da Diversidade de Gênero dos membros do Conselho de Administração das empresas com a rentabilidade e o valor de mercado das empresas brasileiras transnacionais. Ainda, não rejeita-se H2 que pressupõe que há relação significativa e positiva entre a Diversidade de Gênero dos membros do Conselho de Administração das empresas e a internacionalização das empresas (INTER<sub>it</sub>) das empresas brasileiras transnacionais. Os resultados dos testes da H1 e H2 confirmam a relação esperada e são consistentes com estudos que argumentam que a diversidade de gênero dos conselhos se refletiria no desempenho das organizações.

Nas empresas nacionais a relação entre DIV\_GEN e as variáveis ROA, ROIC e VLR\_MERC foram positivas mas não significativas estatisticamente, assim, rejeita-se H1 e



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

H2 para essas empresas. Ainda que não haja significância estatística, a relação positiva dos resultados das variáveis sugere que as características de diversidade de gênero do conselho acresceria a rentabilidade e valor de mercado das empresas nacionais, e este aspecto tenderia a identificar oportunidades para diversificar a participação de membros nos Conselho de Administração das empresas se considerarem esses tributos como relevantes.

Dessa forma, os resultados permitem afirmar que a Teoria da Dependência de Recursos (TDR) se alinha à composição dos Conselhos de Administração e vê os membros dos conselhos como ativos da empresa, contribuindo para a criação sustentada de retorno sobre o investimento e valor de mercado. A composição diferenciada do Conselho de Administração podem afetar as decisões e comprometer diretamente o desempenho da empresa no contexto de dependência de recursos, acumulando benefícios. Assim, a TDR direciona para efeitos benéficos de conselhos com diversidade de gênero, pois o Conselho de Administração é ainda utilizado na TDR como um importante órgão para tratar dos problemas de incertezas da organização. Assim, os membros do Conselho de Administração fariam mais do que reduzir incertezas, pois, trariam para as empresas, informações, habilidades, acessos a recursos-chave e legitimidade, que auxiliam na tomada de decisão.

## 5 CONCLUSÃO

Este estudo avaliou a influência da diversidade de gênero dos membros do Conselho de Administração no desempenho financeiro em empresas brasileiras transnacionais, sob a lente teórica da Teoria da Dependência de Recursos, buscando ampliar as pesquisas sobre a diversidade do conselho, fornecendo evidência empírica sobre o efeito da diversidade de gênero no desempenho financeiro das empresas no Brasil.

Verificou-se nas empresas transnacionais que a relação entre variável diversidade de gênero (DIV\_GEN) e as variáveis de rentabilidade (ROA e ROIC) e valor de mercado (VLR\_MERC) foram positivas e significativas, assim, não rejeita-se H1, confirmando que há relação significativa e positiva entre a maior proporção da Diversidade de Gênero dos membros do Conselho de Administração das empresas com a rentabilidade e o valor de mercado das empresas brasileiras transnacionais. Ainda, não rejeita-se H2 confirmando que há relação significativa e positiva entre a interação da diversidade de gênero dos membros do Conselho de Administração das empresas e a internacionalização das empresas das empresas brasileiras transnacionais.

Nas empresas nacionais a relação entre DIV\_GEN e as variáveis ROA, ROIC e VLR\_MERC foram positivas mas não significativas estatisticamente, assim, rejeita-se H1 e H2 para essas empresas. Ainda que não haja significância estatística, a relação positiva dos resultados das variáveis sugere que as características de diversidade de gênero do conselho acresceria a rentabilidade e valor de mercado das empresas nacionais, e este aspecto tenderia a identificar oportunidades para diversificar a participação de membros nos Conselho de Administração das empresas ao se considerar esses tributos como relevantes.

Os resultados mostram que o percentual de diversidade de gênero no Conselho de Administração tem um impacto significativo e positivo no desempenho da empresa medido pela rentabilidade e valor de mercado. Infere-se que esse impacto positivo se origina principalmente do efeito executivo da diversidade de gênero e não do efeito de monitoramento dos membros independentes dos conselhos, pois, o número de diversidade de gênero mostrou-se importante. Verificou-se, ainda, que conselhos com duas ou mais mulheres têm um impacto mais forte no desempenho da empresa em comparação com aqueles com menos mulheres, dando suporte à hipótese sobre a diversidade de gênero do conselho.

Infere-se, ainda, que o impacto positivo da diversidade de gênero no conselho é significativo em empresas transnacionais e não significativas estatisticamente nas empresas



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

nacionais, refletindo a divergência das práticas. A Teoria da Dependência de Recursos (TDR) se alinha à composição dos Conselhos de Administração e vê os membros dos conselhos como ativos da empresa, contribuindo para a criação sustentada no valor de mercado da empresa, direcionando para efeitos benéficos de conselhos com diversidade de gênero.

Salienta-se, ainda, que as empresas brasileiras vão enfrentar pressão crescente de investidores, reguladores governamentais, formuladores de políticas e profissionais de negócios, para aumentar a diversidade de gênero em seus conselhos, absorvendo ativamente as práticas de governança corporativa mais bem estabelecidas em outros países. Há debates argumentando que as empresas devem ser mais diversificadas porque é a coisa certa a fazer e que as empresas devem ser mais diversificadas porque isso realmente aumenta o valor para o acionista.

A evidência empírica neste estudo ajuda a entender esse debate no caso do Brasil. Os achados fornecem orientação empírica útil para os formuladores de políticas, reguladores e tomadores de decisão corporativos brasileiros em relação à diversidade de gênero do Conselho de Administração. Uma implicação política mais importante desse estudo é que, no atual estado de governança corporativa no Brasil, conselhos com diversidade de gênero são benéficos para o desempenho das empresas. À medida que a governança corporativa no Brasil avança e se torna mais eficiente, esse efeito benéfico pode diminuir ao longo do tempo, assim, as empresas devem procurar adicionar mais diretoras aos seus conselhos.

Como limitação desta pesquisa, observa-se que este estudo baseia-se em uma amostra de empresas brasileiras, mas não foram analisadas as empresas financeiras listadas na [B]<sup>3</sup> devido a seus distintos mecanismos regulatórios. Assim, pesquisas futuras poderiam analisar o setor financeiro, estendendo essa pesquisa e comparando os resultados obtidos com empresas financeiras de outros países. Verificou-se, ainda, que não existem na literatura medidas que expliquem a diversidade de gênero aplicáveis a empresas de capital fechado, mesmo porque o acesso aos dados dessas empresas não é público. Dessa forma, pesquisas futuras são necessárias para estender a pesquisa sobre conselhos em empresas de capital fechado.

## REFERÊNCIAS

- Adams, R. B., Akyol, A. C., & Verwijmeren, P. (2018). Director skill sets. *Journal of Financial Economics*, 130(2018), 641–662. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2018.04.010>
- Adams, R.B., & Ferreira, D. (2009). Women in the boardroom and their impact on governance and performance. *Journal of Financial Economics*, 94 (2), 291–309. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2008.10.007>
- Ahern, K. R., & Dittmar, A. (2012). The Changing of the Boards: The Impact on Firm Valuation of Mandated Female Board Representation. *Quarterly Journal of Economics*, 127(1), 137-197. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1364470>
- Bird, A., Buchanan, R., & Rogers, P. (2004). The seven habits of an effective board. *European Business Journal*, 16, 128–135.
- Blau, P. M. (1977). *Inequality and Heterogeneity: a Primitive Theory of Social Structure*. The Free Press, New York, 1977.
- Brasil. (1976). Ministério do Planalto. Casa Civil. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Publicado no Diário Oficial da União em 17/12/1976. Recuperado em 14 janeiro, 2022, de: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L6404compilada.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404compilada.htm)
- Carter, D.A., D’Souza, F., Simkins, B.J., & Simpson, W.G. (2010). The gender and ethnic diversity of US boards and board committees and firm financial performance. *Corporate*

São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

- Governance: An International Review*, 18(5), 396–414. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2010.00809.x>
- Chapple, L., & Humphrey, J.E. (2014). Does board gender diversity have a financial impact? Evidence using stock portfolio performance. *Journal of Business Ethics* 122 (4), 709–723. DOI: 10.1007/s10551-013-1785-0
- Chen, R., Dyball, M. C., & Wright, S. (2009). The link between board composition and corporate diversification in Australian corporations. *Corporate Governance: An International Review*, 17(2): 208–223. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2009.00734.x>
- Clark, C., & Brown, J. A. (2015). Multinational Corporations and Governance Effectiveness: Toward a More Integrative Board. *Journal of Business Ethics*, 132, 565–577. DOI: 10.1007/s10551-014-2358-6
- Coles, J. L., Daniel, N. D., & Naveen, L. (2008). Boards: Does one size fit all? *Journal of Financial Economics*, 87(2008), 329–356. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2006.08.008>
- Dang, R., Bender, A.F., Scotto, M.J., 2014. Women On French Corporate Board Of Directors: How Do They Differ From Their Male Counterparts? *Journal of Applied Business Research*, 30(2), 489–507. <https://doi.org/10.19030/jabr.v30i2.8420>
- Daily, C. M., Dalton, D. R., & Cannella, A. A. (2003). Corporate governance: Decades of dialogue and data. *Academy of Management Review*, 28(3), 371–382. <https://doi.org/10.2307/30040727>
- Faleye, O., Hoitash, R., & Hoitash, U. (2018). Industry expertise on corporate boards. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 50(2), 441–479. <https://doi.org/10.1007/s11156-017-0635-z>
- Field, A. (2009). *Descobrimos a estatística usando o SPSS*. 2. ed. Porto Alegre: Artmed, 2009.
- Fundação Getúlio Vargas (FGV). Comitê de Datação de Ciclos Econômicos (Codace). (2017). Comunicado de Datação de Ciclos Mensais Brasileiros – Out/2017 – CODACE, Rio de Janeiro, 30/07/2017. Recuperado em 19 janeiro, 2022, de [https://portalibre.fgv.br/sites/default/files/2020-03/comite-de-data\\_o-de-ciclos-econ\\_micos-comunicado-de-30\\_10\\_2017-\\_1\\_.pdf](https://portalibre.fgv.br/sites/default/files/2020-03/comite-de-data_o-de-ciclos-econ_micos-comunicado-de-30_10_2017-_1_.pdf)
- Gul, F.A., Srinidhi, B., & Ng, A.C. (2011). Does board gender diversity improve the informativeness of stock prices? *Journal of Accounting and Economics*, 51 (3), 314–338. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2011.01.005>
- Hair, J. F., Black, W. C., Babin, B. J., Anderson, R. E., & Tatham, R. L. (2009). *Análise multivariada de dados*. 6 ed. Porto Alegre: Bookman.
- Hillman, A.J., Shropshire, C., & Cannella Jr., A.A. (2007). Organizational predictors of women on corporate boards. *Academy of Management*. 50(4), 941–952. <https://doi.org/10.5465/amj.2007.26279222>
- Ietto-Gillies, G. (2015). *Transnational corporations and international production: concepts, theories and effects*. Edward Elgar Publishing Limited. Glensanda House, Cheltenham, United Kingdom.
- Li, J., Wei, M., & Lin, B. (2016). Does top executives US experience matter? Evidence from US-listed Chinese firms. *China Journal of Accounting Research*, 9(4), 267–282. <https://doi.org/10.1016/j.cjar.2015.11.002>
- Liu, Y., Wei, Z., & Xie, F. (2014). Do women directors improve firm performance in China? *Journal of Corporate Finance*, 28, 169–184. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2013.11.016>
- Ministério da Economia, Indústria, Comércio Exterior e Serviços. (2019). *Cadastro de empresas exportadoras/importadoras 2019*. Recuperado em 14 janeiro, 2022, de: <http://www.mdic.gov.br/index.php/comercio-exterior/estatisticas-de-comercio-exterior>.



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

- Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC). Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa. 5. ed. São Paulo, IBGC, 2015.
- Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). 2019. Sistema de Contas Nacionais Trimestrais – SCNT (2019). Recuperado em 22 janeiro, 2022, de [https://www.ibge.gov.br/estatisticas/economicas/industria/9300-contas-nacionais-trimestrais.html?=&t=series-historicas.\\*](https://www.ibge.gov.br/estatisticas/economicas/industria/9300-contas-nacionais-trimestrais.html?=&t=series-historicas.*)
- International Accounting Standards Board (IASB). (2011). International Financial Reporting Standard 13 - fair value measurement. Recuperado em 15 janeiro, 2022, de: <https://www.ifrs.org/issued-standards/list-of-standards/ifrs-13-fair-value-measurement/>.
- Jensen, M. C.; & Meckling, W. H., (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Johnson, S. G., Schnatterly, K., & Hill, A. D. (2013). Board composition beyond independence: Social capital, human capital, and demographics. *Journal of Management*, 39(1), 232-262. <https://doi.org/10.1177/0149206312463938>
- Organisation for Economic Cooperation and Development (OECD). (2015). G20/OECD Principles of Corporate Governance. OECD Publishing, Paris. Recuperado em 11 janeiro, 2022: [https://www.oecd-ilibrary.org/governance/g20-oecd-principles-of-corporate-governance-2015\\_9789264236882-en](https://www.oecd-ilibrary.org/governance/g20-oecd-principles-of-corporate-governance-2015_9789264236882-en)
- Pfeffer, J., & Salancik, G. R. (1978). The external control of organizations: a resource dependence perspective. New York: Harper & Row.
- Spencer-Stuart. (2021). 2021 U.S. Spencer Stuart Board Index: U.S. boardrooms are reshaping themselves with fresh skills, qualifications and perspectives. Recuperado em 21 janeiro, 2022, de: <https://www.spencerstuart.com/-/media/2021/october/ssbi2021/us-spencer-stuart-board-index-2021.pdf>
- Terjesen, S., Barbosa Couto, E., & Morais Francisco, P. (2016). Does the presence of independent and female directors impact firm performance? A multi-country study of board diversity. *Journal of Management and Governance* 20(3), 447–483. DOI 10.1007/s10997-014-9307-8
- United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD). (2017). World Investment Report 2017. Investment and the Digital Economy. New York, Geneva: United Nations.
- Walls, J. L., & Hoffman, A. J. (2013), Exceptional boards: environmental experience and positive deviance from institutional norms. *Journal of Organizational Behavior*, 34(2), 253-271. <https://doi.org/10.1002/job.1813>