

PARTICIPAÇÃO FEMININA EM CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO E DIRETORIA: Relação com desempenho, endividamento e risco em empresas brasileiras

ROBERTA RIBEIRO LOPES

Universidade Estadual de Montes Claros (Unimontes)

CARLOS RENATO THEÓFILO

Universidade Estadual de Montes Claros (Unimontes)

Resumo

Esta pesquisa teve como objetivo investigar se a participação feminina em conselho de administração (CA) e participação feminina em diretoria têm relação com indicadores de desempenho, endividamento e risco de empresas brasileiras, no período de 2015 a 2020. A amostra é composta por empresas brasileiras listadas na Bolsa, Brasil, Balcão (B3), filtradas pelo segmento de Novo Mercado (NM). A escolha das variáveis dependentes considerou os indicadores com resultados não constantes ou pouco explorados em estudos anteriores, tendo sido selecionadas: ROA, EBITDA, endividamento e risco. E definidas como variáveis de controle o ativo total e o crescimento na receita. Os resultados apontam que é mais alto o percentual médio de participação feminina na diretoria do que no conselho de administração. E que, embora ambos tenham apresentado uma tendência de crescimento ao longo do período analisado, ainda assim se mantiveram baixos comparados com os percentuais de participação masculina. Os modelos inicialmente estimados não resultaram ajustados. Com a redução do período para 2018 a 2020 e inclusão de variáveis *dummy*, os modelos estimados com a participação feminina na diretoria se mostraram ajustados para todas as variáveis dependentes. Os resultados sinalizam para uma relação positiva entre a participação feminina na diretoria com o ROA, EBITDA, endividamento e risco. Dos quatro modelos, a participação feminina em diretoria apresentou significância estatística para explicar as variações do EBITDA. Este trabalho contribui efetivamente para estudos sobre o tema. Em relação aos estudos anteriores, aponta para a importância do aprofundamento nas investigações que focam na participação de mulheres na diretoria, considerando que, nesse órgão, é maior o potencial de influência de suas decisões. Ademais, estima-se que, se mantida a tendência notada de aumento da proporção de mulheres em órgãos diretivos, os modelos de estimação tendem a se mostrarem mais ajustados aos modelos econométricos.

Palavras-chave: Governança corporativa. Conselho de administração. Diretoria. Gênero. Participação feminina.

1 INTRODUÇÃO

A governança corporativa (GC) é um sistema por meio do qual as organizações são dirigidas, controladas e incentivadas. O conselho de administração (CA) é um órgão que compõe a governança corporativa nas empresas. Segundo o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa (2015), é fundamental que esse órgão seja reconhecido pela diversidade de perfis, ou seja, que tenha em sua composição membros com múltiplas experiências, de faixa etária, gêneros e aspectos culturais diversos. Recomenda-se ainda, que o conselho de administração deva agir junto à diretoria para garantir o estabelecimento e a divulgação de políticas que proporcionem igualdade de oportunidades para que as mulheres tenham acesso a cargos de alta liderança dentro das organizações.

Nesse contexto, é possível destacar um fato marcante sobre a questão de oportunidades igualitárias para mulheres em cargos de alta administração ou cargos de liderança. Em 1986 nos Estados Unidos, um artigo foi publicado no *Wall Street Journal* com o título “*The glass ceiling: why women can’t seem to break the invisible barrier that blocks them from the top jobs*”. Na perspectiva dos autores, a inserção das mulheres no mercado de trabalho ainda se chocava com a possibilidade de elevação a cargos de gestão, caracterizando uma disparidade em relação ao seu gênero, haja vista que os cargos de gerência eram, em sua maior parte, ocupados por homens (Carneiro, Frare & Gomes, 2019).

Para Steil (1997), *glass ceiling phenomenon* – ou, simplesmente, “fenômeno do teto de vidro” - é definido como “uma barreira que, de tão sutil, é transparente, mas suficientemente forte para impossibilitar a ascensão de mulheres a níveis de hierarquia organizacional”. A autora entende que o gênero é o fator principal que impede o avanço do grupo. Na pesquisa feita por Carneiro, Frare e Gomes (2019), o que mais fortaleceu o teto de vidro para as gestoras brasileiras, na percepção das mulheres, são: a cultura da sociedade; a estrutura e cultura organizacional; a demografia da direção-diversidade e a discriminação.

Em 2014, o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) juntamente com a Bolsa, Brasil, Balcão (B3), a *International Finance Corporation* (IFC), a *Spencer Stuart* e a *WomenCorporateDirectors* (WCD) desenvolveram o Programa Diversidade em Conselho (PDeC), que consiste em promover a diversidade em conselhos de administração, conselhos consultivos, conselhos fiscais e comitês de organizações públicas, privadas ou do terceiro setor, de modo a incentivar e fortalecer a inclusão de mulheres nesses colegiados.

O PDeC não garante o acesso a cargos no CA, mas incentiva e favorece a exposição das mulheres, visando a criação de uma rede de mulheres preparadas para atuar como conselheiras. A preparação baseia-se em troca de experiências, aprendizado e fortalecimento de sua *network*, através do suporte entre as participantes (mentoradas) e por meio de conversas individuais com profissionais experientes (mentores).

Em vista desses aspectos, alguns estudos se propuseram a investigar a relação entre a diversidade de gênero/presença feminina em conselho de administração/diretoria e o desempenho de empresas, utilizando diferentes indicadores contábeis. Assim, Margem (2013) utilizou *price-to-book* e ROA. Silva e Margem (2015) adicionaram *price-to-earnings*, ROE e crescimento de vendas. Oliveira (2013) utilizou ROA e *Q-Tobin*. Silva (2017) considerou ativo total, passivo total, ROA, endividamento e capitalização bolsista. Costa (2018) fez o uso dos indicadores de desempenho: ROE, ROA, *Q-Tobin*, *book-to-market* e o indicador de risco: volatilidade (desvio padrão). E Breyer (2018) utilizou o ROE-Ajustado.

A seleção das variáveis para esta pesquisa considera os indicadores utilizados em outros trabalhos e os resultados neles obtidos. Vale citar que o ROA mostrou resultados inconstantes nos estudos mencionados, sendo que em alguns desses trabalhos foi estabelecida relação significativa entre a presença feminina nos conselhos e o desempenho das empresas, porém em outros não. O EBITDA e o endividamento foram utilizados somente em estudo internacional.

Já o indicador de risco foi encontrado em apenas um dos estudos analisados. No que diz respeito a este trabalho, são utilizados os indicadores de desempenho, endividamento e risco. Além disso, o período mais recente observado entre os recortes temporais das pesquisas anteriores é o ano de 2016. No presente estudo se estabelece o intervalo de 2015 a 2020, acrescentando quatro períodos recentes quando comparado às pesquisas citadas.

Dessa forma, define-se o problema de pesquisa: Qual a relação entre a participação feminina em conselhos de administração e diretoria e indicadores de desempenho, endividamento e risco de empresas brasileiras listadas na Bolsa, Brasil, Balcão (B3)? O objetivo geral deste estudo é investigar se a participação feminina em conselhos de administração e diretoria tem relação com indicadores de desempenho, endividamento e risco de empresas brasileiras listadas na B3, no período de 2015 a 2020. Para alcançar o objetivo geral são listados os seguintes objetivos específicos: . Identificar a participação feminina em conselhos de administração e diretoria de empresas brasileiras listadas na B3; . Calcular os indicadores: ROA, EBITDA, endividamento, risco; . Investigar a relação entre a participação feminina nos conselhos de administração e diretoria e os indicadores de desempenho, endividamento e risco de empresas brasileiras listadas na B3.

A importância deste estudo está pautada justamente na expansão das discussões sobre o contexto social de desigualdades entre mulheres e homens, sobretudo nas condições impostas às mulheres no mercado de trabalho a as discriminações vivenciadas por elas nesse espaço. As divisões sexuais das tarefas acarretam às mulheres, muitas vezes, a sobrecarga da dupla jornada de serviços. Os afazeres domésticos são desvalorizados e a sua ocupação em trabalhos formais fora de casa perfaz, na maioria dos casos, remunerações menores que a dos homens, ainda que ocupem o mesmo cargo.

A potencial contribuição acadêmica deste estudo se realiza na medida em que são utilizados, como exposto, indicadores pouco explorados em outros trabalhos, ou que tenham apresentado resultados inconstantes em pesquisas anteriores, além de contemplar indicadores de diferentes naturezas em um mesmo estudo e de analisar períodos mais recentes do que os estudados em trabalhos anteriores.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

O ramo dos negócios é vasto de incertezas e atrelado às mudanças no cenário econômico. A disputa das empresas pela globalização dos mercados e inovações tecnológicas torna o campo cada vez mais competitivo, induzindo-as a buscarem formas de inovação para diminuir os custos e aproveitar com eficiência as oportunidades. Portanto, as empresas buscam recursos a fim de explorarem as melhores estratégias para se manterem ativas no mercado.

Segundo Oliveira e Rodriguez (2004, p. 3836) “a partir dos anos 90, a diversidade passou a ser considerada parte da estratégia dos negócios, a ser divulgada como um valor importante para toda a empresa”. Sendo assim, as empresas estão adotando a diversidade como um potencial inovador aos negócios. A junção de diferentes idades, perfis, formação, raça e gênero contribuem para adicionar valor às empresas.

Nos tópicos seguintes, se discorre sobre governança corporativa como um mecanismo de controle exercido nas organizações; são apresentados também os principais conceitos de “sexo” e “gênero”, com a intenção de melhor esclarecer o termo “feminino”; por fim, é discutido sobre o papel da mulher na sociedade e no trabalho e como este foi se modificando ao longo da história de acordo com a divisão dos papéis atribuído ao sexo.

2.1 Governança Corporativa

O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) é uma entidade sem fins lucrativos, conhecida nacionalmente e internacionalmente. Seu intuito é desenvolver as melhores práticas de governança corporativa para as empresas, convertendo os princípios

básicos em recomendações que podem ser consultadas através do Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa. As recomendações não agem como condutas impostas, mas como referências de boas práticas que podem ser adotadas pelas empresas.

No Código das Melhores Práticas, a Governança Corporativa é definida como: “O sistema pelo qual as empresas e demais organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre sócios, conselho de administração, diretoria, órgãos de fiscalização e controle e demais partes interessadas” (IBGC, 2015, p. 20).

Silveira (2004) entende que a governança corporativa como um conjunto de mecanismos de incentivo e controle que atuam na redução de custos, mitigando os conflitos de agência existentes, alinhando assim o interesse dos gestores e dos acionistas, garantindo o retorno sobre seus investimentos. Segundo Blok (2017), a governança é um sistema de organização pelo qual as empresas são dirigidas ou controladas. A prática de governança está ligada à gestão de controle de um ambiente composto por estratégia, pessoas, processos e tecnologia. A Figura 1 ilustra como é estruturada a governança corporativa nas organizações, conforme o IBGC.

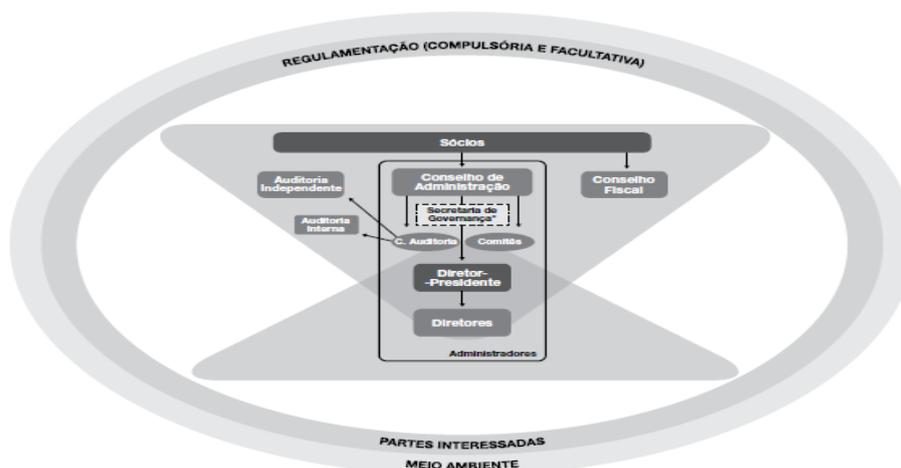


Figura 1 - Contexto e estrutura do sistema de governança corporativa.
Fonte: Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) (2015).

Como mostra a Figura 1, a governança corporativa pode ser definida como um sistema de monitoramento, incentivo e direção. É um mecanismo de controle exercido nas organizações, composto principalmente por: sócios, conselho de administração, conselho fiscal e apoio da auditoria interna e da auditoria independente. O conselho de administração, por sua vez, é o órgão máximo, auxiliado pelos demais órgãos do sistema, é responsável pelas decisões da organização e por direcionar os seus objetivos, tendo em vista sempre a maximização de valor da empresa e o refreamento dos atritos instaurados.

2.2 Diversidade: Sexo e Gênero

Em meados dos anos de 1990, empresas estadunidenses expandiram suas relações econômicas, estabelecendo filiais em outros países. Essa ampliação proporcionou a interação dos trabalhadores com diferentes valores, crenças e comportamentos, destacando-se as diferenças culturais e sua influência no trabalho, o que possibilitou a expansão dos debates sobre igualdade e diversidade (Zauli *et al.*, 2013).

A diversidade ocorre a partir da existência de diferenças entre duas ou mais pessoas. Essas diferenças podem se apresentar a partir do gênero, do sexo, da idade, grupo étnico/raça, orientação sexual, nacionalidade e, até mesmo, das experiências vividas, as quais moldam o pensamento e a maneira de ser de cada indivíduo. “Qualquer local em que convivem pessoas

com identidades grupais e significações culturais distintas constitui um sistema social em que há diversidade.” (Zauli *et al.*, 2013, p. 11).

No bojo das definições relativas à diversidade, são encontradas também discussões sobre alguns importantes termos, como “sexo” e “gênero”. Teixeira (2010) aborda em sua obra que o conceito de gênero foi se construindo através da evolução histórica, partindo de duas vertentes: a ideia de que o sexo é concretizado a partir da procriação humana, sendo este biológico; e a de que o gênero é algo construído a partir das interações humanas e construção das relações sociais.

Beauvoir (1967, p. 9) afirma que “ninguém nasce mulher: torna-se mulher.” Frase esta que passou a ser inspiração para correntes feministas. A autora afirma que não é um destino biológico ou psicológico que define propriamente a mulher, ou seja, não é algo desenvolvido naturalmente, mas como uma construção baseada no papel social atribuído ao sexo biológico que a sociedade caracteriza como gênero. Desde o período da infância, a formação das garotas se dá a partir de estruturas que são depositadas de maneira que o seu comportamento seja contido e reservado, ao contrário dos meninos, que são incentivados a manterem uma postura mais exibicionista.

2.3 A presença feminina na sociedade e no mercado de trabalho

No período da Idade Média (476 d.C-1453) os homens, por estarem constantemente envolvidos em batalhas, longas viagens ou na vida monástica, mantinham-se afastados das relações mercantis locais. Diante dessas circunstâncias, era necessário que as mulheres entendessem de legislação e contabilidade para assumir os negócios da família e realizar transações comerciais. (Alves & Pitanguy, 1985).

No decorrer do período medieval, era comum a mulher se ocupar tanto de atividades ditas “femininas” quanto masculinas, como produção de alimentos, serralheria, carpintaria, tecelagem, costura, bordados, além da participação ativa no comércio; todavia, a significativa participação da mulher na vida social, principalmente nas discussões de interesses comunitário e em atividades econômicas, desencadeou certa hostilidade por parte dos homens.

Já no período em que ocorreu as duas Grandes Guerras, novamente os homens foram convocados à zona de batalha, afastando-se das atividades habituais, assim as mulheres as mulheres que não foram chamadas à guerra passaram a ocupar cargos ditos “masculinos”. As mulheres serviram principalmente, como mão-de-obra para o sistema de produção industrial, contribuindo para a movimentando a economia, atuavam como motoristas de ônibus e caminhões, operadoras de máquinas e demais atividades na indústria e comércio. Também foram obrigadas a contribuir com os esforços para a guerra, em cargos nem sempre remunerados, eram designadas a cumprir horários em fábricas, na área de enfermagem, orfanatos e secretariado (Alves & Pitanguy, 1985; Cotrim, 2013; Lower, 2014).

Além dos setores industriais e comerciais as mulheres também estavam à frente do setor agrícola administrando as fazendas durante a ausência do homem. Fatos também não muito citados na história foram sobre a participação ativa das mulheres durante a 2ª Guerra Mundial. Podemos citar o exército alemão, que treinou aproximadamente 500 mil mulheres para desempenhar funções de apoio, operando rádios, arquivando, registrando voos, grampeando comunicações etc. A maioria das mulheres foi treinada para a retaguarda ou para atuar em zonas próximas às batalhas, muitas assumiram postos de suporte militar, ocupando várias patentes, das mais baixas às mais altas, a fim de deliberar ordem e enviar homens para a frente de batalha (Lower, 2014).

Desde aquela época, a remuneração que a mulher obtinha através de suas atividades extra domésticas era, muitas vezes, a sua principal fonte de renda ou uma complementação necessária para o orçamento familiar. Entretanto, a mulher sempre recebeu remuneração

inferior ao homem, tendo assim desvalorizado o seu trabalho e sendo reconhecida apenas como mão-de-obra (Alves & Pitanguy, 1985).

Em meados dos anos de 1960, o acesso à educação foi uma das principais contribuições para a transformação do papel feminino na sociedade. Os estudos de gênero foram ganhando espaço, principalmente quando as mulheres passaram a enxergar a diminuição do seu papel na sociedade. Os homens desempenhavam atividades privilegiadas no comércio, indústria, política etc.; as mulheres permaneciam em seus lares, reservadas aos fazeres domésticos, sendo estes desvalorizados. O desenvolvimento industrial, tecnológico e a transformação da economia, juntamente com o mercado de trabalho viabilizaram os meios para que as mulheres passassem a ter uma visão de que eram livres para desempenhar outras funções além da maternidade.

A discrepância em relação às diferenças salariais, ainda que homens e mulheres cumprissem as mesmas jornadas de trabalho – tendo elas, muitas vezes, inclusive, uma jornada de trabalho dupla -, criaram possibilidades para que as próprias mulheres percebessem as opressões ligadas ao subalterno ao qual foram destinadas. Hoje, as mulheres são inegavelmente importantes para o fornecimento dos proventos à família (Teixeira & Magnabosco, 2010; Zauli *et al.*, 2013).

2.6 Estudos afins

Margem (2013) buscou identificar se a presença de mulheres executivas no conselho de administração (CA) e diretoria geraria impacto no valor e desempenho de empresas brasileiras de capital aberto. A amostra selecionada para a pesquisa foi composta por 658 empresas, entre 2002 e 2009. O estudo utilizou os indicadores *price-to-book* e ROA. Os resultados apontaram que não existe relação estatisticamente significativa entre a presença de mulheres no CA e em cargos de diretoria para o valor das empresas (*price-to-book*), mas existe uma relação negativa entre a presença de mulheres no conselho e o desempenho (ROA).

O estudo de Oliveira (2013) analisou a relação entre a participação do gênero feminino no conselho de administração e o desempenho econômico-financeiro, medido através do ROA e *Q-Tobin*. A pesquisa selecionou 483 empresas, nos anos 2002 a 2011. Os resultados indicaram que não se obteve relação positiva entre o desempenho medido pelo ROA e a presença de mulheres no CA; também não se pode afirmar uma relação negativa entre os termos comparados. Já a relação medida pelo *Q-Tobin* apresentou um pequeno grau de influência.

Silva e Margem (2015) também se dedicaram à análise da relação entre a presença de mulheres no conselho de administração e diretoria geraria impacto no valor e desempenho das empresas brasileiras de capital aberto. A pesquisa teve como base o período entre os anos de 2002 a 2009, sendo observados os desempenhos de 383 empresas. Além dos indicadores *price-to-book* e ROA, ampliaram o estudo com *price-to-earnings*, ROE e crescimento de vendas. As análises deste estudo, no geral, não indicaram uma relação significativa entre a presença e a proporção de mulheres em cargos de alta administração e o valor e desempenho das empresas. Entretanto, vale ressaltar que, segundo o mesmo estudo, empresas que contam com que pelo menos duas mulheres no CA têm maior valor e melhor desempenho.

O estudo de Silva (2017) teve como objetivo analisar a relação entre a presença de mulheres no CA e os indicadores financeiros de algumas empresas. Para esta investigação, foram selecionadas 19 empresas cotadas na bolsa que compõem o PSI 20, no ano de 2016, da União Europeia. Utilizaram-se dados financeiros recolhidos dos relatórios publicados pelas empresas no intervalo de 2013 a 2016: ativo total, passivo total, ROA, endividamento e capitalização bolsista. A pesquisa concluiu que, quanto maior o CA, maior a porcentagem de mulheres em sua composição, maior também o ROA e menor o endividamento das empresas avaliadas. Entretanto não houve diferença estatisticamente significativa entre empresas mais e menos endividadas com composição feminina no conselho de administração.

Costa (2018) observou a relação entre diversidade de gênero nos Conselhos de Administração e desempenho financeiro e risco das empresas. A análise se baseou em 227 empresas no ano de 2010 a 2016, através dos indicadores de desempenho - ROE, ROA, *Q-Tobin*, *book-to-market* - e do indicador de risco: volatilidade (desvio padrão). Os resultados obtidos não permitem concluir sobre relação significativa com o ROA, ROE e *book-to-market*; todavia, o estudo indica uma relação fraca e positiva da participação feminina sobre o *Q-Tobin* e negativa sobre o risco.

O estudo de Breyer (2018) explorou se a diversidade de gênero em conselho de administração (CA) no Brasil adicionou valor para o acionista. A amostra foi composta por 153 empresas, com liquidez acima de 1% em bolsa, no período de 2010 a 2017, medido através do ROE-Ajustado. Concluiu-se que existe uma relação positiva e estatisticamente significativa entre a presença de mulheres no conselho de administração e a geração de valor nas empresas, bem como uma relação positiva e forte com o Índice de Governança Corporativa (IGC). Pôde-se inferir, em suma, no âmbito do estudo, que empresas com maiores percentuais de mulheres em seus conselhos de administração apresentam melhores desempenhos; CA mais diversificado quanto ao gênero conduzem um monitoramento mais eficaz, visto que as mulheres possuem, segundo a autora, um estilo de liderança mais colaborativo.

3 METODOLOGIA

Este tópico apresenta a forma de coleta dos dados e a seleção das variáveis e discorre sobre a natureza das análises desenvolvidas: descritiva e regressão.

3.1 Dados e seleção de variáveis

A estratégia de pesquisa é a documental. A amostra para realização desta deste estudo é composta por empresas brasileiras listadas na Brasil, Bolsa, Balcão (B3), filtradas pelo segmento de Novo Mercado (NM), que é formado por 180 empresas. Destas, 70 empresas foram retiradas da amostra pois não possuíam dados para o período analisado, assim a amostra final é composta por 110 empresas. A escolha pelo estudo de empresas do Novo Mercado se deve a que, como indica a B3, este segmento, lançado no ano 2000, estabeleceu um padrão de governança corporativa altamente diferenciado. Tal segmento destina-se à negociação de ações de empresas que adotam, voluntariamente, as mais elevadas práticas de governança corporativa.

O período definido para a pesquisa foi de 2015 a 2020, portanto seis anos. A definição de um período mais longo é importante para atenuar fatores exógenos. Além disso, o recorte temporal das pesquisas anteriores se limitou a 2016, o que permite explorar mais quatro períodos recentes.

As variáveis independentes de interesse escolhidas são: proporção de mulheres no conselho de administração e proporção de mulheres na diretoria. Dos estudos anteriores, apenas um deles (Margem, 2015) analisou proporção de mulheres em diretoria. A escolha das variáveis dependentes considerou os indicadores utilizados em outros estudos, inclusive os resultados neles obtidos. Assim, foram selecionadas como variáveis dependentes, indicadores de diferentes naturezas: de desempenho - ROA e EBITDA -, de endividamento e de risco. Para as variáveis de controle foram selecionados Ativo Total e Crescimento da receita. A Tabela 1 apresenta as variáveis selecionadas e os estudos anteriores que as contemplaram em suas análises:

Tabela 1 - Variáveis do Estudo

Variáveis do Estudo	Indicadores	Autores
Variáveis Independentes	Proporção de mulheres no Conselho de Administração	Margem (2013); Silva e Margem (2015); Oliveira (2013); Silva (2017); Costa (2018)
	Proporção de mulheres na diretoria	Margem (2013); Silva e Margem (2015).

Variáveis Dependentes	ROA, EBITDA, Endividamento e Risco	Margem (2013); Silva e Margem (2015); Oliveira (2013); Silva (2017); Costa (2018);
Variáveis de Controle	Ativo Total Crescimento da receita	Silva e Margem (2015); Silva (2017)

Fonte: Elaboração própria

A coleta de dados das variáveis independentes de interesse foi feita diretamente no site da Comissão de Valores Imobiliários (CVM). Os dados foram coletados com periodicidade anual, através dos Formulários de Referência (FRE), especificamente nos itens: “Assembleia e administração” e “Composição e experiência prof. da adm. e do CF”. O Formulário de Referência é considerado a principal fonte disponível de informações sobre as empresas de capital aberto, que incluem a estrutura de controle, dados financeiros, políticas e descrição da composição do conselho (Costa, 2018, p. 23). Na coleta desses dados, observou-se situações de empresas nas quais diretores ocupavam cargos também no conselho de administração. Nesse caso, considerou-se na contagem como um integrante em cada órgão.

Para as variáveis dependentes e de controle foram também coletados dados com periodicidade anual. A base utilizada para a coleta foi a ComDinheiro (<https://comdinheiro.com.br>), uma plataforma online de acesso pago, destinada a pesquisadores e profissionais da área financeira para obtenção de informações das empresas e seu comportamento no mercado. A descrição das variáveis dependentes, conforme definido na plataforma, é apresentada no Tabela 2.

Tabela 2 - Descrição das variáveis dependentes e variáveis de controle, conforme Plataforma ComDinheiro

Variáveis	Descrição
Variáveis Dependentes	
ROA	Lucro Líquido sobre Ativo Total
EBITDA	Lucro Operacional + (depreciação)+ (Amortização) + (Despesas Financeiras) + (Juros) (os valores entre parênteses são negativos)
Endividamento	Passivo Circulante + Passivo não circulante
Risco (Volatilidade)	Volatilidade (risco) anualizada últimos 12 meses terminando em data análise
Variáveis de Controle	
Ativo total	Ativo circulante + Ativo não circulante
Crescimento de receita	Varição da receita líquida nos últimos 12 meses

Fonte: ComDinheiro

3.2 Análise descritiva e Modelo de regressão

A primeira etapa da análise dos dados foi desenvolvida por meio de uma análise descritiva, inclusive considerando os dados organizados por anos do período total estudado. Também foi feita uma análise segregando os dados por setores, conforme classificação da B3.

Na segunda etapa da análise dos dados foi aplicado modelo de regressão. Em razão da característica dos dados e da análise pretendida, foi adotado o modelo de regressão com dados em painel, por meio do qual a mesma unidade de corte transversal – empresa – é acompanhada em série temporal. Dentre outros benefícios, a regressão com dados em painel proporciona maior informação, maior variabilidade e menores colinearidades entre as variáveis, é mais adequada ao estudo da dinâmica da mudança e detecta e mede melhor os efeitos em comparação com os estudos transversais puros ou em séries temporais (Gujarati & Porter, 2011).

Os dados das empresas aparecem empilhados, isto é, o ano de observação está repetido para cada observação das empresas. A base de dados possui o mesmo número de informações para cada empresa, assim denominado painel equilibrado. A análise de regressão com dados em painel possui três modelos mais comuns: mínimos quadrados agrupados (*pooled*), painel com efeitos fixos e painel com efeitos variáveis. Os três modelos foram testados com o propósito de escolher o que proporcionaria o melhor ajuste (Gujarati & Porter, 2011).

As hipóteses testadas na análise de regressão, elaboradas com base nas variáveis selecionadas e discutidas, são:

H1: Participação feminina em conselho de administração tem relação com o ROA

H2: Participação feminina em conselho de administração tem relação com o EBTIDA.

H3: Participação feminina em conselho de administração tem relação com o endividamento.

H4: Participação feminina em conselho de administração tem relação com o risco.

H5: Participação feminina em diretoria tem relação com o ROA

H6: Participação feminina em diretoria tem relação com o EBTIDA.

H7: Participação feminina em diretoria tem relação com o endividamento.

H8: Participação feminina em diretoria tem relação com o risco.

Os modelos gerais utilizados para teste das hipóteses levantadas são:

$$\text{ROA}_{it} = \alpha + \beta_1 \% \text{Participação Feminina}_{it} + \theta_1 Z_{it} + \varepsilon_{1it} \quad (1)$$

$$\text{EBTIDA}_{it} = \alpha + \beta_1 \% \text{Participação Feminina}_{it} + \theta_1 Z_{it} + \varepsilon_{1it} \quad (2)$$

$$\text{Endividamento}_{it} = \alpha + \beta_1 \% \text{Participação Feminina}_{it} + \theta_1 Z_{it} + \varepsilon_{1it} \quad (3)$$

$$\text{Risco}_{it} = \alpha + \beta_1 \% \text{Participação Feminina}_{it} + \theta_1 Z_{it} + \varepsilon_{1it} \quad (4)$$

Onde:

- i e t representam as empresas e os anos, respectivamente.
- Participação Feminina: proporção de mulheres em conselhos de administração ou proporção de mulheres em diretoria, conforme a hipótese a ser testada.
- Z_{it} é a matriz com as variáveis de controle.
- θ_1 e θ_2 são os vetores com os parâmetros das variáveis de controle.
- ε_1 e ε_{2t} são erros não sistemáticos da i -ésima empresa, t -ésimo ano.
- α representa os efeitos invariantes no tempo não observáveis da empresa.
- β_1 e β_2 são os parâmetros de interesse que medem o efeito da participação feminina nos conselhos de administração ou diretoria sobre desempenho financeiro, endividamento e risco.

Como são estimados três modelos de painel, fez-se necessário a escolha de um deles. Para isso, Gujarati e Porter (2011) sugerem três testes: Teste de Chow, Teste de Hausman e Teste LM de Breusch-Pagan, com as seguintes hipóteses:

i) Teste de Chow

H0: modelo restrito (pooled)

H1: modelo irrestrito (efeitos fixos)

ii) Teste de Hausman

H0: modelo de efeitos aleatórios

H1: modelo de efeitos fixos

iii) Teste LM de Breusch-Pagan

H0: modelo pooled

H1: modelo de efeitos aleatórios

Para testar se havia presença de heterocedasticidade em grupo (efeitos fixos), foi aplicado o teste de Wald e para a detecção de autocorrelação, o teste de Wooldridge. Este teste também orienta como solução para os possíveis problemas relacionados à presença de heterocedasticidade e de autocorrelação a aplicação do método correção, considerando erros padrão robustos ou por *bootstrap*.

Dois aspectos importantes a serem observados dizem respeito à validade e à confiabilidade dos achados (Martins & Theóphilo, 2014). Estudos, como o desenvolvido, de natureza quantitativa, têm na definição das variáveis e nas medidas estatísticas calculadas o amparo para sua validade ou correção dos resultados. Por sua vez, a exposição detalhada dos

procedimentos de coleta e análise de dados, permitindo que o estudo possa ser replicado, de maneira a que se possa chegar aos mesmos resultados, concorrem para a confiabilidade do estudo.

4 ANÁLISE DE DADOS

Este tópico se destina à apresentação das análises dos dados e discussão dos resultados, calculados por meio de estatística descritiva e modelo de regressão.

4.1 Estáticas descritivas

As medidas de estatística descritiva apresentadas na Tabela 3 referem-se à proporção de participação feminina em conselhos de administração, da amostra de empresas brasileiras listadas na B3 no segmento do Novo Mercado (NM), nos períodos de 2015 a 2020. A análise descritiva das variáveis de participação feminina em CA e diretorias foi feita para 160 empresas, parte da amostra que possuía dados para essas variáveis independentes de interesse em todos os períodos.

Tabela 3 - Participação feminina em conselhos de administração das empresas da amostra

Estatística descritiva	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Média	6,53%	6,82%	8,45%	9,23%	10,63%	10,84%
Mediana	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	10,56%	11,11%
Coefficiente de Variação	1,46	1,44	1,37	1,23	1,19	1,06
Mínimo	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Máximo	40,00%	42,86%	42,86%	42,86%	66,67%	50,00%
Terceiro Quartil	12,15%	12,50%	14,05%	14,29%	16,67%	16,67%

Fonte: Elaboração própria

Como mostra a Tabela 3, em 2015 o percentual médio de participação feminina em conselhos de administração era de 6,53%, sendo que no ano de 2020 atingiu 10,84%, um crescimento percentual de 66,00%. Como se verifica, embora as médias apresentaram uma tendência de crescimento, se mantiveram baixas em relação à proporção de participação masculina no CA – apenas superando o percentual de 10% nos dois últimos anos do período analisado. Tais resultados corroboram com os de estudos anteriores, como Margem (2013), Oliveira (2013), Costa (2018) e Breyer (2018), sendo que em Breyer (2018), assim como neste estudo, foi notada uma tendência de crescimento. A mediana foi de 0,00% nos quatro primeiros anos, o que indica que, nesse período, pelo menos metade das empresas não possuía mulheres no conselho de administração. Nos dois últimos anos, apresentou valores diferentes de 0,00%, tendo aumentado para 10,56% em 2019 e para 11,11% em 2020. O incremento percentual da mediana do primeiro para o último ano do período foi de 5,21%.

Já no que se refere aos valores máximos, observou-se um crescimento nos percentuais ao longo dos anos. Em 2015, a maior proporção de mulheres que ocupava cargos no conselho de administração era de 40,00%, no ano de 2016 elevou-se para 42,86% e manteve-se nessa porcentagem até 2018. Com destaque para 2019, no qual se atingiu uma maior ocupação de mulheres no CA, de 66,67%. Em 2020, o valor máximo diminuiu para 50,00%. Um crescimento do primeiro para o último ano de 25,00%. Comparado com o resultado da pesquisa de Breyer (2018), mais recente dentre os estudos anteriores, os valores de máximo se aproximaram. Os valores dos coeficientes de variação foram todos acima de 1 (100%), indicativos de alta dispersão dos dados de participação feminina nos conselhos de administração.

Em 2019, as cinco empresas que apresentaram maior proporção feminina no CA, em ordem decrescente, foram: OSX Brasil S.A., 67,00%, único registro em todos os períodos da amostra analisada com mais da metade de ocupação feminina no CA. Seguindo com MMX Mineração e Metálicos S.A., 50,00%; Magazine Luiza S.A., 43,00%; e Duratex S.A. e M. Dias Branco S.A. Indústria de Comércio de Alimentos, ambas com 42,00%.

No ano de 2020 a listagem das cinco empresas com maior proporção de mulheres no CA foi alterada. Apenas a Magazine Luiza S.A. e M. Dias Branco S.A., que constavam entre as cinco primeiras no ano de 2019, permaneceram na lista. Em 2020, a empresa com maior proporção foi a Marisa Lojas S.A., com 50,00%, única empresa com metade do CA composto por mulheres nesse ano. Já a Magazine Luiza S.A. permaneceu com 43,00%, como no ano anterior. Dando sequência, a Mills Estrutura e Serviços de Engenharia S.A., 38,00%, M. Dias Branco S.A. Indústria de Comércio teve um decréscimo em relação a 2019, passando para 38,00%; e por fim, Santos Brasil Participações S.A., 36,00%.

Foi investigado nos formulários de referência, dentre as cinco empresas que apresentaram maior proporção feminina no conselho de administração, quais delas possuem relação de parentesco entre os integrantes do CA, seja conjugal, união estável ou parentesco até o segundo grau. Identificou-se relação de parentesco, em no mínimo três anos consecutivos, em: Magazine Luiza S.A., Duratex S.A, M. Dias Branco S.A. Indústria de Comércio e Alimentos, Marisa Lojas S.A. e Mills Estrutura e Serviços de Engenharia S.A. Ainda que exista grau de parentesco entre as mulheres e/ou entre mulheres e homens, nas empresas Magazine Luiza S.A., M. Dias Branco S.A. Indústria de Comércio e Alimentos e Mills Estrutura e Serviços de Engenharia S.A., as presidentas do conselho de administração são mulheres.

Importante ressaltar que duas dentre essas cinco empresas possuem participação e movimentos sociais de “empoderamento feminino”, a expressão utilizada para fortalecer as mulheres e desenvolver a equidade de gênero. A empresa Magazine Luiza S.A. no “Grupo Mulheres do Brasil”, criado em 2013, que é presidido pela então presidente do CA, Luiza Helena Trajano. A outra organização é a Duratex, que apoia o “Movimento Mulher 360”.

O terceiro quartil apresentou crescimento no período analisado. A medida indica que 75% das empresas da amostra possuíam, em 2015, proporções de mulheres no CA iguais ou inferiores a 12,15%. Essa medida aumentou no decorrer dos períodos, atingindo 16,67% em 2020. Um incremento de 37,20% em relação a 2015. Ainda assim, não representando sequer 20%, isto é, o que representaria a participação de uma representante do sexo feminino para cada quatro representantes do sexo masculino.

Outro ponto que vale a pena destacar, referente à empresa Brasil, Bolsa, Balcão (B3), é que ainda que a organização participa, juntamente com o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), do Programa de Diversidade em Conselho (PDeC), seus índices de participação feminina de 2015 a 2017 foram abaixo de 10%. Nos anos que se seguiram – 2018 a 2020 -, o percentual aumentou para 18,00%, e permaneceu assim durante os três anos.

As medidas de estatística descritiva apresentadas na Tabela 4 referem-se à proporção de participação feminina em diretoria, na amostra de empresas estudadas.

Tabela 4 - Participação feminina em diretoria das empresas da amostra

Estatística descritiva	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Média	9,47%	10,32%	10,95%	9,92%	10,66%	10,69%
Mediana	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Coefficiente de variação	1,51	1,48	1,49	1,47	1,45	1,43
Máximo	63,64%	66,67%	66,67%	60,00%	60,00%	62,50%
Terceiro Quartil	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%

Fonte: Elaboração própria

Conforme apresentado na Tabela 4, em 2015 a média apresentou um percentual de 9,47%; em 2017 atingiu o máximo de 10,95%, diminuindo em 2020 para 10,69%. Ainda que, comparativamente, a proporção média de mulheres na diretoria é maior que a de mulheres no conselho de administração, em todos os anos do período analisado, ainda se situa, mesmo no ano com maior percentual, em pouco mais de 10,00%. O crescimento percentual foi de 12,88% de 2015 a 2020. Contudo, ao se comparar com o estudo de Margem (2013), único dentre os

estudos anteriores que também analisou a participação feminina em diretoria, o percentual médio foi de 4,93%, tendo sido, portanto, constatado um incremento no presente estudo. A mediana permaneceu com o percentual de 0,00% em todos os anos do período analisado, o que indica que pelo menos metade das empresas não possuía mulheres em cargos de diretoria.

Ao analisar os valores máximos, o percentual atingiu pelo menos 60,00% em todos os anos do período analisado. Em 2015, o valor máximo foi de 63,64%. A maior proporção foi observada nos anos de 2016 e 2017, com 66,67%. Reduziu nos dois anos seguintes e chegou a 62,50% em 2020. Nos anos de 2016 e 2017, que atingiram o maior índice, de 66,67%, o percentual se refere a uma única empresa, a Qualicorp Consultoria e Corretora de Seguros S.A. Em seguida, a Iguatemi Empresa de Shopping Center S.A., com 60,00% de participação feminina em cargos de diretoria. Em 2020, a Iguatemi Empresa de Shopping Center S.A. permaneceu na lista, com percentual de 60,00%. A empresa International Meal Company Alimentação S.A. liderou o ano de 2020, com índice de 63,00%.

Na análise nos formulários de referência sobre possível associação entre a participação na diretoria e o grau de parentesco, por relação conjugal, união estável ou parentesco até o segundo grau, foi identificada apenas na empresa Iguatemi Empresa de Shopping Center S.A. A International Meal Company Alimentação S.A. apresentou relação de parentesco entre membros da diretoria, mas não com alguma mulher ocupante de cargo no órgão.

O terceiro quartil, diferentemente do que ocorreu com os percentuais do conselho de administração, não apresentou crescimento, se mantendo com o percentual de 20,00% em todo o período. O que indica que pelo menos 75% das empresas da amostra possuíam uma proporção de mulheres em cargo de diretoria iguais ou inferiores a 20,00%, em todo o período. Os coeficientes de variação assumiram valores acima de 1,00 (100%), denotando alta dispersão dos dados atinentes à participação feminina na diretoria.

A Tabela 5 se refere às medidas de estatística descritiva das médias gerais de proporções de participação feminina em conselho de administração da amostra de empresas, segregadas em setores. Os setores que compõem a amostra são, conforme classificação da B3: bens industriais; consumo cíclico; consumo não cíclico; financeiro; materiais básicos; petróleo, gás, biocombustível; saúde; tecnologia da informação e utilidade pública.

Tabela 5 - Participação feminina em conselho de administração das empresas da amostra segregada em setores

Estatística descritiva	Média	Mediana	Coefficiente de Variação	Mínimo	Máximo	Terceiro Quartil
Bens industriais	9,80%	9,09%	1,07	0,00%	37,50%	16,67%
Consumo cíclico	7,91%	0,00%	1,46	0,00%	50,00%	14,29%
Consumo não cíclico	8,10%	0,00%	1,45	0,00%	41,67%	11,11%
Financeiro	6,96%	0,00%	1,19	0,00%	33,33%	14,29%
Materiais básicos	13,61%	13,04%	0,99	0,00%	50,00%	20,00%
Petróleo, gás, biocombustível	8,13%	0,00%	1,67	0,00%	66,67%	20,00%
Saúde	10,43%	0,00%	1,15	0,00%	35,29%	22,22%
Tecnologia da informação	5,16%	0,00%	1,91	0,00%	28,57%	2,78%
Utilidade pública	11,18%	11,11%	0,94	0,00%	33,33%	14,29%

Fonte: Elaboração própria

O setor que apresentou maior percentual geral médio de mulheres no conselho de administração, em todo o período analisado, foi o de materiais básicos, com 13,61%. Ainda assim, apenas uma empresa desse setor apresentou ocupação feminina no CA em todos os períodos - a Duratex S.A. - com proporção máxima de 42,00%, em 2019. O setor que apresentou o segundo maior percentual foi o setor de utilidade pública, com 11,18%. As empresas desse setor que apresentaram participação de mulheres no CA em todos os anos foram: CPFL Energia

S.A., com maior percentual, de 33,00%; Engie Brasil Energia S.A. e Light S.A., ambas com maior percentual de 18,00%. Em seguida, o setor de saúde, com 10,43%. As empresas desse setor que apresentaram percentual de participação feminina em todos os anos foram: Empreendimentos Pague Menos S.A., com valor máximo de 35,00%; a Raia Drogasil S.A., com 29,00% e a Hypera S. A., com 22,00%. Os setores que apresentaram menor percentual médio foram: tecnologia da informação (5,16%); financeiro (6,96%) e consumo cíclico (7,91%). Dentre os estudos anteriores, o único que analisou a proporção de mulheres no CA, por setores, foi o de Costa (2018). Nesse estudo, os três setores que apresentaram maior percentual foram: bens industriais, consumo não cíclico e materiais básicos. Portanto, apenas o setor de materiais básicos consta entre os três setores neste e naquele estudo.

Como mostra a mediana, em seis dos nove setores, essa medida é de 0,00%. Apenas em três setores é diferente de 0,00%: materiais básicos, com 13,04%, utilidade pública, 11,11% e bens industriais, 9,09%. Mesmo nesses três setores, o valor mínimo foi de 0,00%. No que se refere ao valor máximo, dentre os nove setores analisados, apenas três apresentaram valores iguais ou superiores a 50,00% de participação de mulheres no conselho de administração. O setor que apresentou maiores valores de máximo foram: petróleo, gás, biocombustível, com 66,67%; e materiais básicos e consumo cíclico, ambos com 50,00%. Em relação ao terceiro quartil, os setores com maiores percentuais foram: saúde, com 22,22%, seguido dos setores de petróleo, gás, biocombustível e materiais básicos, ambos com 20,00%. Os coeficientes de variação apontam alta dispersão dos dados de participação feminina segregada por setores.

As medidas de estatística descritiva apresentadas na Tabela 6 referem-se à proporção de participação feminina em diretoria da amostra de empresas, dividida em setores.

Tabela 6 - Participação feminina em diretoria das empresas da amostra segregada em setores

Estatística descritiva	Média	Mediana	Coefficiente de variação	Mínimo	Máximo	Terceiro Quartil
Bens industriais	7,39%	0,00%	1,83	0,00%	50,00%	11,46%
Consumo cíclico	10,50%	0,00%	1,39	0,00%	63,64%	20,00%
Consumo não cíclico	5,18%	0,00%	2,16	0,00%	40,00%	0,00%
Financeiro	13,74%	0,00%	1,32	0,00%	60,00%	25,00%
Materiais básicos	5,95%	0,00%	2,05	0,00%	50,00%	9,09%
Petróleo, gás, biocombustível	12,27%	0,00%	1,40	0,00%	50,00%	33,33%
Saúde	16,09%	14,29%	1,05	0,00%	66,67%	22,22%
Tecnologia da informação	7,93%	0,00%	1,53	0,00%	33,33%	15,71%
Utilidade pública	13,90%	12,50%	1,14	0,00%	50,00%	20,00%

Fonte: Elaboração própria

Ao analisar a Tabela 6, os setores que apresentaram maior percentual médio de participação de mulheres em diretorias em todo o período analisado, em ordem decrescente, foram: saúde (16,09%), utilidade pública (13,90%) e financeiro (13,74%). O que esses resultados diferem dos expressos na Tabela 3, em que se analisou o CA, foi a saída da lista do setor de materiais básicos e a entrada do setor financeiro.

No setor de saúde, apenas três empresas tiveram participação de mulheres na diretoria em todos os anos da pesquisa: Empreendimentos Pague Menos S.A. (33,00%), Odontoprev S.A. (25,00%) e a Raia Drogasil S.A. (14,00%). Já no setor de utilidade pública, apenas a

empresa Cia Saneamento de Minas Gerais-COPASA MG S.A. teve presença feminina na diretoria em todo o período, com percentual de 20%. Por fim, no setor financeiro, as empresas que contemplaram em todos os anos a presença feminina na diretoria foram: Br Malls Participações S.A. (50,00%), Cielo S.A. (25,00%) e a São Carlos Empreendimentos e Participações S.A. (25,00%). Os setores que evidenciaram menor percentual médio de participação feminina na diretoria foram: consumo não cíclico (5,18%); materiais básicos (5,95%) e bens industriais (7,39%). Os únicos setores que apresentaram a mediana diferente de zero foram: saúde e utilidade pública, com 14,29% e 12,50%, respectivamente. Mas o valor mínimo desses setores também foi de 0,00%.

No que se refere ao valor máximo, alguns setores se destacaram, dentre os nove analisados, apresentando percentuais iguais ou acima de 50,00%. São eles: saúde, 66,67%, consumo cíclico, 63,64% e financeiro, com 60,00%. Os setores de bens industriais, materiais básicos, utilidade pública e petróleo, gás, biocombustível alcançaram 50%. No terceiro quartil os setores que apresentaram maior percentual foram: petróleo, gás e biocombustível, com maior percentual, alcançando 33,33%. O setor financeiro, com 25,00%. Seguido de consumo cíclico e utilidade pública, ambos com 20,00%. A dispersão dos dados de participação feminina na diretoria em todos os setores é alta, como apontam os valores dos coeficientes de variação.

4.2 Análise das Regressões

Foram estimados os modelos de painel *pooled*, efeitos fixos e efeitos aleatórios para análise da relação entre as variáveis independentes de interesse - participação feminina no conselho de administração e participação feminina na diretoria – e as variáveis dependentes - ROA, EBTIDA, endividamento e risco, e incluindo, como variáveis de controle, ativo total e crescimento da receita.

Todos os modelos assim estimados para o período definido para a análise, de 2015 a 2020, não se mostraram ajustados, conforme testes realizados, apresentando estimativas viesadas e não consistentes para ambas as variáveis independentes de interesse. Em vista disso, considerou-se a alternativa de estimar os modelos de regressão utilizando um menor número de períodos, os mais recentes, em razão de ter se constatado, como atestado na análise descritiva, que nos primeiros anos do período analisado um percentual elevado de empresas não possuía nenhuma participação feminina, tanto nos conselhos de administração quando na diretoria.

Dessa forma, para nova tentativa de se ajustar um modelo, foram selecionados apenas os três últimos anos do período, de 2018 a 2020. Outrossim, foram acrescentadas variáveis *dummy* ao modelo, correspondentes ao número de mulheres no conselho de administração ou número de mulheres na diretoria, conforme o modelo analisado. Essas variáveis *dummy* correspondiam, respectivamente, à presença de uma, duas, três, quatro ou cinco mulheres no CA ou na diretoria, que foram as quantidades efetivamente encontradas nesses órgãos.

Com essa nova configuração, foram novamente estimados os três modelos de painel. Os resultados das estimativas dos modelos, para a variável de interesse participação feminina em conselho de administração, se mantiveram não ajustados para as quatro variáveis dependentes. Assim, foram rejeitadas as hipóteses H_1 , H_2 , H_3 e H_4 , que relacionam a participação feminina em conselhos de administração com ROA, EBITDA, endividamento e risco, respectivamente. Em razão de não se obter ajuste nesses modelos, não são aqui apresentados.

Por sua vez, os modelos relacionados à participação feminina em diretoria se mostraram ajustados para estimativa das quatro variáveis dependentes, os quais passam a ser analisados. A Tabela 7 demonstra uma síntese dos resultados das estimativas para o ROA, representados nas colunas pelos modelos *pooled* (Pools_rob e BE), efeitos fixos (FE e FE_rob) e efeitos aleatórios (RE e RE_rob).

Tabela 7 – Resultados dos modelos estimados para a relação entre a participação feminina na diretoria e o ROA

Var/Modelo	ROA					
	POLS_rob	BE	FE	FE_rob	RE	RE_rob
lfemdir	-0,6529 (-0,4104)	-0,7132 (-0,4782)	0,2926 (-0,3985)	0,2926 (-0,4015)	-0,0357 (-0,3243)	-0,0357 (-0,3209)
lativototal	0,0116 (-0,1712)	0,0599 (-0,1451)	-0,4963 (-0,1981)	-0,4963 (-0,2630)	-0,1236 (-0,1244)	-0,1236 (-0,1741)
lcrescimen~a	-0,0012 (-0,0790)	0,0773 (-0,1722)	-0,0471 (-0,0769)	-0,0471 (-0,0804)	0,0119 (-0,0721)	0,0119 (-0,0586)
nunfemdir						
d2mulheres	0,8474 (-0,4048)	0,9926 (0,5644)** *	-0,1278 (-0,3001)	-0,1278 (-0,2440)	0,1162 (-0,2745)	0,1162 (-0,2484)
d3mulheres	1,1058 (-0,5312)	0,9232 (-1,0444)	1,5585 (-0,6276)	1,5585 (0,4262)**	1,4509 (0,5547)*	1,4509 (0,46856)*
d4mulheres	-1,4524 (-0,5300)	-1,3204 (-1,0530)	(omitted)	(omitted)	-2,1844 (1,0808)* *	-2,1844 (0,4469)*
_cons	0,0930 (-1,8275)	-0,6088 (-1,4622)	6,3825 (1,8220) *	6,3825 (2,5083)** *	2,3757 (1,2004)* *	2,3757 (-1,7901)
N	110	110	110	110	110	110
r2	17,09%	24,82%	44,58%	44,58%		
r2_o		15,82%	0,42%	0,42%	5,16%	5,16%
r2_b		24,82%	4,35%	4,35%	7,25%	7,25%
r2_w		0,24%	44,58%	44,58%	35,39%	35,39%
F	.	1,5403	4,8255	.		
chi2					16,5612	240,2621
Teste de Wooldridge¹				0.003 (0.9559)		
Teste de Wald				356.75 (0.0000)		
Teste Chow - F	15.13 (0.0000)		H ₀ = modelo restrito (pooled) H₁ = modelo irrestrito (efeitos fixos)			Efeitos fixos
Teste de Hausman-chi²	20.17 (0.0012)		H ₀ = modelo de efeitos aleatórios H₁ = modelo de efeitos fixos			Efeitos fixos
Teste LM Breusch-Pagan	23.58 (0.0000)		H ₀ = modelo pooled H₁ = modelo de efeitos aleatórios			Pooled

¹Teste de Autocorrelação

²Teste de Heterocedasticidade

* <1%, ** <5%, *** <10%

O modelo escolhido, destacado em negrito na tabela, em vista dos testes realizados – Chow-F, Hausman-chi e LM Breusch-Pagan, é o de Efeitos Fixos Robustos (FE_rob). O poder explicativo da regressão (r^2_w) é de 44,58%. Os resultados sinalizam para uma relação positiva entre a participação feminina na diretoria e o ROA. Contudo, esta variável não é estatisticamente significativa para explicar as variações do ROA. Portanto, a hipótese H₅, que relaciona participação feminina na diretoria e ROA, é rejeitada, ao nível de 5%.

Quanto às variáveis de controle, não há evidências de relação significativa entre as ativo total e crescimento da receita com o ROA. Dentre as *dummies*, a presença de três mulheres na diretoria apresenta relação positiva com o ROA, significativa ao nível de 5%. Assim como nos resultados encontrados neste estudo, nos trabalhos de Margem (2013) e Silva e Margem (2015), a relação entre o percentual de mulheres na diretoria e o ROA, como variável de desempenho, são positivas, mas não estatisticamente significativas. Oliveira (2013), Silva (2017) e Costa

(2018) pesquisaram a relação entre ROA e participação feminina focando apenas no CA, sendo que os resultados encontrados não foram significativos. A Tabela 8 demonstra uma síntese dos resultados das estimativas para a relação entre a participação feminina na diretoria e o EBITDA.

Tabela 8 – Resultados dos modelos estimados para a relação entre o EBITDA e participação feminina na diretoria

EBTIDA						
Var/Modelo	POLS_rob	BE	FE	FE_rob	RE	RE_rob
Lfemdir	0,1350 (-0,2735)	0,3460 (-0,4419)	0,5742 (0,2623) **	0,5742 (0,2204)** *	0,5258 (0,2331)* *	0,5258 (0,2240)**
Lativototal	0,9603 (-0,0821)	0,9890 (-0,1373)*	0,6561 (0,1100) *	0,6561 (0,1088)*	0,7845 (0,0888)*	0,7845 (0,0972)*
lcrescimen~a	-0,0533 (-0,1336)	-0,1066 (-0,1215)	0,0722 (-0,0446)	0,0722 (-0,0525)	0,0643 (-0,0431)	0,0643 (-0,0495)
nunfemdir						
d2mulheres	-0,5168 (-0,5395)	-1,2078 (0,4858)** *	-0,2817 (-0,1991)	-0,2817 (0,1388)**	-0,3586 (-0,1881)	-0,3586 (0,2081)***
d3mulheres	-0,3596 (-0,3704)	-0,7665 (-1,0224)	-0,5545 (-0,4161)	-0,5545 (-0,2392)	-0,5182 (-0,3908)	-0,5182 (0,2309)**
d4mulheres	-1,1965 (-0,3559)	-1,4626 (-1,0605)	(omitted)	(omitted)	-1,4523 (-1,0218)	-1,4523 (0,2492)*
_cons	-1,5395 (-0,7818)	-1,2725 (-1,4267)	1,5020 (-1,0009)	1,5020 (-1,1033)	0,3061 (-0,8557)	0,3061 (-1,0324)
N	110	110	110	110	110	110
r2	68,73%	65,59%	51,70%	51,70%		
r2_o		65,89%	58,42%	58,42%	64,65%	64,65%
r2_b		65,59%	53,00%	53,00%	58,12%	58,12%
r2_w		20,80%	51,70%	51,70%	50,54%	50,54%
F	.	10,4836	7,4923	.		
chi2					82,6473	2359,0485
Teste de Wooldridge¹				0.654 (0.4374)		
Teste de Wald				2.4e+57 (0.0000)		
Teste Chow - F	24.51 (0.0000)	H ₀ = modelo restrito (pooled) H ₁ = modelo irrestrito (efeitos fixos)		Efeitos fixos		
Teste de Hausman-chi²	83.83 (0.0000)	H ₀ = modelo de efeitos aleatórios H ₁ = modelo de efeitos fixos		Efeitos fixos		
Teste LM de Breusch-Pagan	2.68 (0.0508)	H ₀ = modelo pooled H ₁ = modelo de efeitos aleatórios		Efeitos aleatórios		

¹Teste de Autocorrelação

²Teste de Heterocedasticidade

* <1%, ** <5%, *** <10%

O modelo escolhido para estimativa do EBITDA, conforme os testes realizados, é o de efeitos fixos (FE_rob). O poder explicativo da regressão (r²_b) é de 53,00%. Os resultados demonstram uma relação positiva entre a participação feminina na diretoria e o EBITDA, com coeficiente estatisticamente significativo ao nível de 10%, indicando que, a um aumento de 1% na participação feminina na diretoria está relacionado um aumento de R\$ 0,574 (valor em milhões) no EBITDA. Dessa forma, a hipótese H₆, que relaciona participação feminina na diretoria e EBITDA não pode ser rejeitada, ao nível de significância de 5%.

No que se refere às variáveis de controle, há evidências de relação positiva entre o ativo total e o EBITDA, ao nível de significância de 1%, não tendo sido encontrada relação significativa entre essa variável e crescimento da receita e essa variável. No tocante às *dummies*, a presença de duas mulheres na diretoria está associada negativamente com o EBITDA, significativa ao nível de 5%.

Estudos anteriores não relacionaram EBITDA e participação feminina na diretoria. A busca de associação entre o EBITDA e participação feminina no CA foi analisada por Silva (2017), que encontrou uma relação negativa e estatisticamente, não significativa entre a presença de mulheres executivas e tal indicador de desempenho nas empresas listadas no PSI 20 da União Europeia.

A Tabela 9 apresenta os resultados das estimativas para a relação entre a participação feminina na diretoria e o endividamento.

Tabela 9 – Resultados dos modelos estimados para a relação entre a participação feminina na diretoria e o endividamento.

ENDIVIDAMENTO						
Var/Modelo	POLS_rob	BE	FE	FE_rob	RE	RE_rob
Lfemdir	0,2181 (-0,2352)	0,2889 (-0,3101)	0,3054 (-0,4548)	0,3054 (-0,3345)	0,2907 (-0,2576)	0,2907 (-0,2368)
Lativototal	0,9206 (-0,1051)	0,9797 (0,0986)*	0,4969 (0,1944)**	0,4969 (-0,3105)	0,8709 (0,0880)*	0,8709 (0,1041)*
lcrescimen~a	0,0875 (-0,0875)	0,1381 (-0,1170)	0,0965 (-0,0505)	0,0965 (-0,0606)	0,1038 (0,0462)**	0,1038 (-0,0656)
Nunfemdir						
d2mulheres	-0,3387 (-0,2475)	-0,5180 (-0,3822)	-0,2241 (-0,3339)	-0,2241 (-0,2416)	-0,3097 (-0,2398)	-0,3097 (0,1830)***
d3mulheres	0,0306 (-0,3145)	-0,0493 (-0,7735)	-0,5834 (-0,7297)	-0,5834 (-0,3655)	-0,3590 (-0,5075)	-0,3590 (-0,3016)
d4mulheres	-0,8178 (-0,2834)	-0,8625 (-0,8090)	(omitted)	(omitted)	-0,9754 (-0,7745)	-0,9754 (0,2846)*
_cons	-0,3598 (-1,0798)	-0,7765 (-0,9835)	3,5006 (1,7635)***	3,5006 (-3,0483)	0,2339 (-0,8482)	0,2339 (-1,0865)
N	110	110	110	110	110	110
r2	69,21%	75,37%	21,09%	21,09%		
r2_o		68,88%	64,59%	64,59%	68,79%	68,79%
r2_b		75,37%	71,54%	71,54%	74,85%	74,85%
r2_w		18,55%	21,09%	21,09%	19,47%	19,47%
F		17,8532	2,0315			
chi2					107,6961	529,7607
Teste de Wooldridge¹	0.910 (0.3626)					
Teste de Wald	3.1e+30 (0.0000)					
Teste Chow – F	6.24 (0.0000)	H ₀ = modelo restrito (pooled) H ₁ = modelo irrestrito (efeitos fixos)				Efeitos fixos
Teste de Hausman-chi²	5.94 (0.3117)	H ₀ = modelo de efeitos aleatórios H ₁ = modelo de efeitos fixos				Efeitos aleatórios
Teste LM de Breusch-Pagan	21.62 (0.0000)	H ₀ = modelo pooled H ₁ = modelo de efeitos aleatórios				Efeitos aleatórios

¹Teste de Autocorrelação

²Teste de Heterocedasticidade

* <1%, ** <5%, *** <10%

O modelo explicativo escolhido com base nos testes é o de Efeitos Aleatórios (RE_rob). O poder explicativo da regressão (r^2_b) é de 74,85%. Os resultados demonstram uma relação positiva entre a participação feminina na diretoria o endividamento, contudo a variável não é significativa para explicar as variações. Portanto, a hipótese H₇, que relaciona participação feminina na diretoria e endividamento, é rejeitada, ao nível de 5%.

No que se refere às variáveis de controle, há evidências de relação positiva entre o ativo total e o endividamento, ao nível de significativas ao nível de 1%. Para o crescimento da receita também se identificou uma relação positiva com o endividamento, porém não significativa. Quanto às *dummies*, a presença de duas mulheres na diretoria é significativa ao nível de 10%.

Silva (2017) foi o único estudo, dentre os estudos afins, que considerou o endividamento como variável dependente, mas considerando participação feminina no CA. O resultado apontou que empresas que possuem mulheres no CA têm menor endividamento, entretanto não houve diferença estatisticamente significativa entre empresas mais e menos endividadas com composição feminina no conselho de administração.

A Tabela 10 apresenta os resultados das estimativas da relação entre a participação feminina na diretoria e o risco.

Tabela 10 – Resultados dos modelos estimados para a relação entre a participação feminina na diretoria e o risco.

RISCO						
Var/Modelo	POLS_rob	BE	FE	FE_rob	RE	RE_rob
lfemdir	0,0562 (-0,1203)	0,0304 (-0,1822)	0,2056 (-0,3619)	0,2056 (-0,2444)	0,0653 (-0,1669)	0,0653 (-0,1463)
lativototal	-0,1129 (-0,0555)	-0,1563 (0,0579)**	0,3728 (0,1547)*	0,3728 (0,1157)**	-0,0802 (-0,0555)	-0,0802 (-0,0625)
lcrescimen~a	0,0577 (-0,0289)	0,0224 (-0,0687)	0,1033 (0,0402)*	0,1033 (0,0337)**	0,0799 (0,0351)*	0,0799 (0,0296)*
nunfemdir						
d2mulheres	0,0514 (-0,1077)	0,0556 (-0,2245)	-0,1469 (-0,2657)	-0,1469 (-0,2517)	-0,0171 (-0,1660)	-0,0171 (-0,1501)
d3mulheres	-0,3870 (-0,1703)	-0,4083 (-0,4543)	-0,7053 (-0,5806)	-0,7053 (0,2635)**	-0,4548 (-0,3477)	-0,4548 (0,1685)*
d4mulheres	-0,3716 (-0,1083)	-0,4831 (-0,4752)	(omitted)	(omitted)	-0,3594 (-0,4633)	-0,3594 (0,1265)*
_cons	4,7085 (-0,4741)	5,1789 (0,5777)*	0,5557 (-1,4031)	0,5557 (-1,0514)	4,4221 (0,5404)*	4,4221 (-0,5090)*
N	110	110	110	110	110	110
r2	14,86%	21,86%	25,57%	25,57%		
r2_o		13,45%	2,83%	2,83%	13,57%	13,57%
r2_b		21,86%	11,29%	11,29%	16,72%	16,72%
r2_w		0,00%	25,57%	25,57%	8,16%	8,16%
F	.	1,6315	2,6104	.		
chi2					10,3080	58,3072
Teste de Wooldridge¹				6.164 (0.0324)		
Teste de Wald				1.7e+59 (0.0000)		
Teste Chow - F	2.83 (0.0008)			H ₀ = modelo restrito (pooled) H₁ = modelo irrestrito (efeitos fixos)		Efeitos fixos
Teste de Hausman-chi²	11.19 (0.0477)			H ₀ = modelo de efeitos aleatórios H₁ = modelo de efeitos fixos		Efeitos fixos

Teste LM de Breusch-Pagan	0.39 (0.2674)	H₀ = modelo pooled H ₁ = modelo de efeitos aleatórios	Pooled
----------------------------------	-------------------------	---	--------

¹Teste de Autocorrelação

²Teste de Heterocedasticidade

* <1%, ** <5%, *** <10%

O modelo escolhido foi Efeitos Fixos (FE-_{rob}), como demonstram os testes realizados. A regressão apresentou poder explicativo (r^2_w) de 25,57%. Os resultados demonstram evidências de uma relação positiva entre o risco e a participação feminina na diretoria, porém a variável não é significativa para explicar as variações do risco. Dessa forma, a Hipótese H₈, que relaciona participação feminina na diretoria e risco é rejeitada, ao nível de 5%.

No que se refere às variáveis de controle, verifica-se uma relação positiva de ambas as variáveis - ativo total e crescimento da receita – com o risco, ao nível de significância de 5%. Dentre as *dummies*, a presença de três mulheres na diretoria se relaciona negativamente com o risco, significativa ao nível de 10%. No estudo de Costa (2018), foi analisada apenas a participação feminina no CA e não na diretoria. Os resultados apontaram para que a participação de mulheres no conselho de administração tem relação negativa com medida de risco (volatilidade), porém não é significativa.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A proposta desta pesquisa foi de investigar se a participação feminina em conselho de administração e em diretoria tem relação com os indicadores ROA, EBITDA, endividamento e risco, em empresas brasileiras listadas na B3, no segmento Novo Mercado (NM).

A análise descritiva mostrou que as médias dos percentuais de participação de mulheres na diretoria foram superiores aos do CA em todos os anos do período estudado. Embora tenha sido constatada uma tendência de crescimento ao longo dos anos nessas medidas, os percentuais médios totais do período se situaram em 8,75% no CA e 10,33% na diretoria. Pelo menos metade das empresas não possuía representação feminina na diretoria, em todos os anos do período. No conselho de administração, o mesmo ocorreu nos quatro primeiros anos, sendo que, nos dois últimos, a mediana apresentou valores diferentes de zero, com percentuais de 10,56% e 11,11%, respectivamente, o que revela participação feminina ainda muito inferior à masculina, embora apresentando tendência de crescimento. Os valores de máximo revelaram empresas com percentuais de mulheres no CA acima de 40% em todos os anos estudados, chegando a 66,67% em um dos anos. Na diretoria, os valores máximos se situaram entre 60% e 70% em todos os períodos. O aprofundamento na investigação associou algumas dessas empresas a movimentos de empoderamento das mulheres. No que se refere à análise dos setores, os de utilidade pública e de saúde, tanto no conselho de administração quanto na diretoria, apresentaram os maiores percentuais. Embora o setor financeiro tenha apresentado os menores percentuais da presença feminina no CA, no tocante à diretoria foi um dos que mais se destacou no percentual médio.

Para os modelos de regressão, os resultados estimados para a participação feminina em conselhos de administração e em diretoria não se mostraram ajustados para as quatro variáveis dependentes, quando considerado todo o período de análise e com as variáveis inicialmente definidas. Novas estimativas reduzindo o período de análise para os três últimos anos, de 2018 a 2020, e inserindo variáveis *dummy*, culminaram em modelos não ajustados para participação feminina no conselho de administração, tendo sido, assim, rejeitadas as hipóteses H₁ a H₄, que relacionavam essa variável com as quatro variáveis dependentes. Por sua vez, os modelos relacionados à participação feminina em diretoria se mostraram ajustados, sinalizando para relações positivas com as quatro variáveis dependentes analisadas. Dentre esses modelos, a variável participação feminina não foi estatisticamente significativa para explicar a variação das variáveis ROA, endividamento e risco, sendo rejeitadas as hipóteses H₅ H₇ e H₈. Já a

hipótese que apontava para essa relação entre a participação feminina em diretoria e o EBITIDA mostrou-se significativa estatisticamente, não sendo rejeitada a hipótese H_6 .

As limitações deste estudo se referem à amostra analisada, visto que o segmento de Novo Mercado (NM) é formado por 180 empresas e 59 delas tiveram que ser excluídas das estimativas dos modelos de regressão, em razão de dados ausentes, diminuindo assim em um terço o tamanho da amostra. É importante salientar que se buscou analisar a associação entre variáveis, sem, contudo, considerar participação feminina em conselho de administração e diretoria como determinantes das variáveis dependentes analisadas.

Os resultados deste estudo trazem importante contribuição para o tema e abrem perspectivas para estudos futuros. Como demonstrou o levantamento de trabalhos anteriores, apenas um estudo nacional considerou a participação feminina em diretoria, tendo os demais focado no conselho de administração. O fato de ter encontrado modelos ajustados para as regressões com participação feminina na diretoria sugere novos estudos considerando a presença de mulheres em altas posições diretivas nas empresas, nas quais suas decisões têm potencial de reflexos no desempenho das empresas. Ademais, a constatação de que os modelos com períodos mais recentes, com maior participação de mulheres na diretoria, como demonstrado na análise descritiva, leva a que, se mantido o crescimento observado no período analisado, se oportunizem estudos futuros em que, com números mais expressivos de participação de mulheres em posições estratégicas nas empresas, modelos econométricos possam ser mais bem ajustados.

Dessa forma, estudos futuros podem ser desenvolvidos dando continuidade a esta pesquisa em anos mais recentes, confirmadas as tendências de crescimento dos percentuais de participação feminina no conselho de administração e na diretoria, podendo, inclusive, expandir a amostra para empresas de outros segmentos e atualizar os resultados obtidos.

REFERÊNCIAS

- Alves, B. M., & Pitanguy, J. (1985). *O que é feminismo*. Abril Cultura/Brasiliense.
- Beauvoir, S. de. (1967). *O segundo sexo: a experiência vivida* (2a ed.). Difusão Europeia do livro.
- Beauvoir, S. de. (1975). *Porque sou feminista*. São Paulo. Recuperado de: <https://prceu.usp.br/uspdiversidade/simone-de-beauvoir-porque-sou-feminista-1975/>, em 03 agosto 2020.
- Blok, M. (2017). *Compliance e governança corporativa: atualizado de acordo com a Lei Anticorrupção Brasileira (Lei 12.846) e o Decreto-Lei 8.421/2015*. Freitas Bastos.
- Brasil, Bolsa, Balcão (B3). Recuperado de: http://www.b3.com.br/pt_br/, em 09 junho 2021.
- Breyer, D. C. da C. (2018). *Diversidade em conselho de administração: uma análise da realidade brasileira*. (Dissertação de Mestrado). Fundação Getúlio Vargas - FGV, Rio de Janeiro, RJ, Brasil. Recuperado de: <https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/25675>, em 10 março 2020.
- Carneiro, L. B., Frare, A.B., & Gomes, D.G. (2019). Teto de vidro: Um estudo sobre os fatores deste fenômeno no Brasil sob a percepção de Mulheres Gestoras. *XIX USP International Conference in Accounting*. São Paulo.
- Cotrim, G. (2013). *História global: Brasil e geral* (2a ed). Saraiva.
- Costa, L. (2018). *Diversidade de gênero nos conselhos administrativos e sua relação com desempenho e risco financeiro*. (Dissertação de Mestrado). Fundação Getúlio Vargas - FGV, São Paulo, SP, Brasil. Recuperado de: <https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/25686>, em 10 março 2020.
- Giulani, P. C. (2004). Os movimentos de trabalhadoras e a sociedade brasileira. IN: Priore, M. D. *História das Mulheres do Brasil* (7a ed). Contexto.

- Gujarati, D. N. & Porter, D. C (2011). *Econometria Básica*, (5a ed). Porto Alegre: Bookman.
- Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (2021). *Programa diversidade em conselho*. (6a ed). São Paulo. Recuperado de: <https://ibgcsitenovo.blob.core.windows.net/ibgcsitenovo/2021/Regulamento-programa-diversidade-conselho.pdf>, em 05 março 2022.
- Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (2015). *Código das melhores práticas de governança corporativa*. (5ª ed). São Paulo. Recuperado de: <https://conhecimento.ibgc.org.br/Paginas/Publicacao.aspx?PubId=21138>, em 29 novembro 2020.
- Lower, W. (2014). *As Mulheres do Nazismo*. Rocco.
- Margem, H. R. (2013). *Participação das mulheres no conselho de administração e diretoria, valor e desempenho das companhias brasileiras de capital aberto*. (Dissertação de Mestrado). Fundação Getúlio Vargas - FGV, Rio de Janeiro, RJ, Brasil. Recuperado de: <https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/11078>, 24 março 2020.
- Oliveira, C. (2013). *A Participação feminina nos conselhos de administração e o desempenho corporativo: um estudo sobre as empresas listadas na BM&FBOVESPA de 2002 a 2011*. (Dissertação de Mestrado). Universidade do Vale do Rio dos Sinos - UNISINOS, São Leopoldo, MG, Brasil. Recuperado de: <http://www.repositorio.jesuita.org.br/handle/UNISINOS/3182>, em 24 março 2020.
- Oliveira, U. R. de., & Rodriguez, M. V. R. y. (2004). Gestão da diversidade: além de responsabilidade social, uma estratégia competitiva. *XXIV Encontro Nac. de Eng. de Produção - ENEGEP*, Florianópolis, SC, Brasil p. 3833-3840, 2004. Recuperado de: <http://www.abepro.org.br>, em 22 outubro 2020.
- Rago, M. (2004). Trabalho feminino e sexualidade. IN: Priore, M. D. *História das Mulheres do Brasil* (7a ed). Contexto.
- Reed, E. *Sexo contra sexo ou classe contra classe* (2a. ed). Instituto José Luís e Rosa Sundermann.
- Silva, A. L. C. da., & Margem, H. R. (2015). Mulheres em Cargos de Alta Administração afetam o valor e Desempenho das Empresas Brasileiras? *Revista Brasileira de Finanças* (Vol. 13, p. 102–133). Rio de Janeiro, RJ, Brasil. Recuperado de: <http://www.spell.org.br/>, em 11 março 2020.
- Silva, M. A. R. C. *Mulheres nos conselhos de administração e indicadores financeiros*. (Dissertação de Mestrado). Instituto Universitário de Lisboa - ISCT Business School, Portugal. Recuperado de: <https://repositorio.iscte-iul.pt/handle/10071/16513>, em 09 março 2020.
- Silveira, A. M. (2004). *Governança Corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil*. (Tese de Doutorado). Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil. Recuperado de: <https://www.teses.usp.br/>, em 05 abril 2020.
- Steil, A. V. (1997). Organização, gênero e posição hierárquica – compreendendo o fenômeno teto de vidro. *Revista de Administração* (Vol. 32, p. 62-69). São Paulo, SP, Brasil. Recuperado de: <http://www.spell.org.br/>, em 11 março 2020.
- Teixeira, C., & Magnabosco, M. M. (2010). *Gênero e diversidade: formação de educadoras/es*. Autêntica Editora - Série Cadernos da Diversidade.
- Zauli, A.; et al. (2013). *Reflexões sobre diversidade e gênero*. Câmara dos Deputados, Edições Câmara, 2013.40 p. – (Série ações de cidadania; n. 19).