

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

CLAUDIO PILAR DA SILVA JÚNIOR

Universidade Federal de Sergipe - UFS

ORLEANS SILVA MARTINS

Universidade Federal da Paraíba - UFPB

Resumo

Frente à crescente participação das mulheres no mercado de trabalho e, conseqüentemente, nos cargos de alta importância, o presente artigo teve por objetivo analisar a influência da participação feminina nos conselhos de administração sobre a performance das organizações. Utilizando uma amostra composta pelas empresas mais líquidas listadas na BMF&Bovespa, nos períodos de 2010 a 2013, o presente estudo utilizou as variáveis: percentual de presença feminina e a *dummy* para presença feminina nos conselhos como proxies para análise da influência feminina sobre o desempenho financeiro das empresas. Observou-se que em média 63% das empresas analisadas não apresentam mulheres em seu conselho de administração. Adicionalmente verificou-se uma baixa representação feminina nos conselhos, apresentando um percentual de 5,6%, em média, de mulheres nos conselhos de administração encontrados. Inicialmente, comparando-se as características das organizações com e sem a presença feminina, observou-se também que as empresas que possuem diversidade de gênero apresentaram um melhor desempenho, capturados pelo Q de Tobin e pelo Roa. Conforme sugere Carter *et al.* (2003), a relação entre composição do conselho e desempenho poderá sofrer problemas de endogeneidade, ou seja, uma estimação por MQO poderá produzir estimadores viesados. Nesse sentido, primeiramente estimou-se a regressão por mínimos quadrados ordinários em dois estágios (MQ2E), onde observou-se uma relação negativa entre as proxies para mensuração da presença feminina e o desempenho das organizações. Contudo, constatou-se que a estimação por MQ2E foi menos eficiente que a de MQO, devido à ausência de endogeneidade, contrariando os estudos internacionais. Adicionalmente, observou-se que, com a estimação não viesada por MQO, a relação entre gênero feminino e desempenho financeiro foi positiva, porém sem significância estatística. Por fim, por utilizar um período maior e uma amostra mais ampla, o presente estudo elimina alguns vieses de estimação.

Palavras chave: Conselho de Administração, Performance, Gênero.

1. INTRODUÇÃO

A Governança Corporativa surgiu como um mecanismo de controle, por parte dos financiadores de capital, para assegurar que os gestores das organizações realizassem suas atividades de acordo com os interesses dos acionistas, além de evitar que os mesmos utilizassem os recursos da companhia em benefício próprio.

Em geral, as práticas de governança corporativa buscam amenizar esse problema entre principal e agente, promovendo maior transparência das atividades das organizações e dos seus administradores. Portanto, buscam alinhar as atividades dos executivos de uma organização com os interesses dos acionistas. Ressalta-se que as organizações no mercado de capitais atraem os investidores (poupadores de capital) por suas expectativas de ganhos. Nesse sentido, a governança corporativa tem por objetivo facilitar a relação entre os investidores e as organizações (tomadoras de capital). Conforme destaca Turnbull (2010), a boa governança é definida como a capacidade de as empresas atingirem eficazmente o seu propósito, minimizando o envolvimento de agentes a lei ou reguladores em proteger e promover os interesses das partes interessadas empresariais e da sociedade em geral. Nesse sentido, a boa governança permite a transparência de informações, fazendo com que os investidores recorram menos aos agentes reguladores na garantia de seus direitos.

A utilização das práticas de governança corporativa se iniciou nos EUA com a necessidade de regras que protegessem os acionistas. No Brasil, o desenvolvimento da governança se iniciou com a criação do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), no ano de 1995, sendo responsável pela promoção das práticas de governança nas empresas. No ano de 2000, as práticas de governança ganharam novo impulso com a criação de diferentes níveis de governança pela Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa), além das mudanças promovidas pela Lei 10.303/01, que alterou tanto o código civil quanto a Lei 6.404/76. Com a criação de níveis diferenciados, além do mercado tradicional, passaram a existir três novos segmentos de governança corporativa:

- Nível 1: caracterizado por exigir práticas adicionais de liquidez das ações, transparência e acesso às informações pelos investidores;
- Nível 2: caracterizado por possuir práticas relacionadas aos direitos dos acionistas e ao conselho de administração, além das práticas exigidas para o Nível 1;
- Novo Mercado: caracterizado por constituir o nível mais alto de governança corporativa, com característica principal sendo a emissão exclusiva de ações ordinárias, além das práticas exigidas para o Nível 2.

De acordo o IBGC (2013), pode-se definir Governança Corporativa como o sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo as práticas e os relacionamentos entre proprietários, conselho de administração, diretoria e órgãos de controle. As boas práticas de Governança Corporativa convertem princípios em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor da organização, facilitando seu acesso ao capital e contribuindo para a sua longevidade. Como se pode perceber, a governança consiste em um conjunto de princípios que representam recomendações a serem empregadas nas organizações para contribuir com a sua longevidade. Conforme exposto por Silveira (2002), o senso comum considera as organizações aplicadoras das melhores práticas de governança corporativas como possuidoras de melhor desempenho e também as mais bem avaliadas, portanto, é de se pensar que a utilização das práticas de governança afete o desempenho das organizações.

Conforme destaca Ferreira (2010), o conselho de administração é o principal componente do sistema de governança, sendo por meio dele que são decididos os rumos dos negócios, conforme o melhor interesse da organização. A composição do conselho depende

de uma variedade de fatores relacionados com a organização, como a visão estratégica da companhia e desafios particulares (Tonello, 2010). Entretanto, o quesito gênero não faz parte das principais práticas a serem adotadas pelas organizações com adoção de práticas de governança.

Nesse sentido, verifica-se que a participação feminina nos conselhos de administração das corporações é reduzida tanto internacionalmente (Ferreira, 2010, Dezso & Ross, 2012) quanto no Brasil (Kellen *et al.*, 2013, Madalozzo, 2011, Santos & Ribeiro, 2009). Contudo, conforme dados da Organização Internacional do Trabalho (OIT) e do DIEESE (2013), ao longo dos anos observa-se um crescimento na taxa de participação das mulheres no mercado de trabalho brasileiro. Em relação a participação feminina nos conselhos de administração, pode-se verificar bons resultados de diversos países, cujo a implementação de instrumentos legais exigindo percentuais mínimos de participação feminina nos conselhos é obrigatória e essa imposição da participação feminina nos conselhos ocasionou bons resultados para as corporações (Ferreira, 2010).

Com o aumento da participação feminina nos conselhos de administração, este artigo lida com a questão de que se a inserção das mulheres nos conselhos de administração resulta em um aumento do desempenho financeiro das organizações. Ressalta-se que a participação feminina no processo de tomada de decisão dos conselhos poderá resultar em decisões que são mais criativas e inovadoras, e que inspirarão e encorajarão outras mulheres a enfrentarem essas áreas, por meio da promoção de cargos para os novos membros do conselho do sexo feminino (Kellen *et al.*, 2013). Além de enriquecer o comportamento exibido pelos gerentes por toda a empresa e trazer benefícios informacionais e de diversidade social para grupo gerencial (Dezso & Ross, 2012).

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

2. REVISÃO DA LITERATURA

Segundo pesquisa realizada pelo site de empregos Catho (2014), desde 2002 a presença feminina nos cargos executivos vem crescendo, para o cargo de presidente observou-se um aumento de cerca de 63%. Verifica-se que as primeiras leis relacionadas ao tema datam de 1993, em Israel. Após esse acontecimento, leis semelhantes foram implantadas em diversos países (África do Sul (1996), Irlanda (2004), Finlândia (2004), Islândia (2006), Suíça (2006) e Dinamarca (2009)), conforme estudo do Banco Mundial em 2011.

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

No Brasil, ainda não há nenhuma regulamentação sobre cotas para mulheres no conselho de administração. Contudo, observa-se um primeiro passe nesse sentido com o projeto de lei 112/2010, que se encontra em tramitação e estabelece que os conselhos das empresas públicas, sociedades de economia mista e demais empresas controladas pela União tenham um percentual mínimo de 40% de mulheres em sua composição até o ano de 2022.

Essa imposição de leis, serve como um meio para superar o efeito **teto de vidro** (*glass ceiling*), que são barreiras intransponíveis e invisíveis, mas perceptíveis na análise de

progressão da carreira, sendo as mulheres afetadas principalmente por essa barreira (Madalozzo, 2011).

Conforme destacam Kellen *et al.* (2013) e Dezso e Ross (2012), a participação feminina é benéfica para as organizações por apresentarem características comportamentais que tendem a influenciar positivamente as dinâmicas dos conselhos de administração, tais como: comunicação, empatia, aversão ao risco, busca pelo consenso, aspecto mais democrático.

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

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

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

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

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

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

Adicionalmente, Almeida *et al.* (2013) analisaram se a composição do conselho de administração afeta o valor e o desempenho das empresas. Utilizando 38 empresas do setor de

energia elétrica, esperava-se com o estudo que quanto maior a porcentagem de mulheres no conselho de administração, maior o valor da empresa e seu desempenho. Contudo, contrariando o esperado, os resultados da regressão em painel, realizados para o período de 2005 a 2010, apresentaram uma relação negativa e estatisticamente não significativa entre a presença feminina e o valor e o desempenho das organizações, mensurados pelo Q de Tobin, ROA e ROE.

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

3. METODOLOGIA

3.1. Dados e Amostra.

Como amostra deste estudo foram analisadas as empresas mais líquidas da BM&FBovespa, listadas no IBRX 100, sendo considerada a carteira teórica ao final de cada ano, nos anos de 2010 a 2013. Escolheu-se esse período principalmente pelo fato de 2010 ocorrer a obrigatoriedade de padronização das demonstrações contábeis pelas empresas. Adicionalmente, a razão para a escolha dessas empresas foi o fato de que elas representam os ativos mais visíveis no mercado de ações brasileiro e, como tal, podem ser tratados como representantes dos conselhos de administração das empresas brasileiras (Kellen *et al.*, 2013). Conforme Silveira (2004) a utilização de apenas empresas com ações listadas na bolsa, embora possa enviesar os resultados, pode ser utilizada com base no argumento que apenas nessas empresas ocorre de fato a separação entre propriedade e controle.

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

$$Q = \frac{VMA+D}{AT} \quad (1)$$

Em que, VMA é o valor de mercado das ações negociação em bolsa, AT é o ativo total da firma, medido pelo seu valor contábil, e D é o valor contábil da firma, calculado conforme Equação 2.

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

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

Em consonância com Campbell e Minguez-Vera (2008) e Boubaker *et al.* (2014), são utilizadas duas medidas para avaliar a participação da mulher no conselho de administração sobre o desempenho das organizações. A primeira *proxy* para a diversidade do conselho é uma variável *dummy*, DMULHER, que assume o valor 1 quando há a presença de mulher no conselho e 0, caso contrário. A segunda *proxy* é a porcentagem de mulheres no conselho, PMULHER, que é calculada pela razão entre o número de mulheres no conselho e o número de membros total do conselho de administração.

Adicionalmente, para tentar melhor mensurar o efeito da participação das mulheres, são incluídas algumas variáveis de controle que podem influenciar no desempenho corporativo. Especificamente, são incluídas as seguintes variáveis:

- Alavancagem Financeira (*ALAV*): calculado pelo quociente entre a dívida financeira total e o ativo total da empresa, ambos medidos em valores contábeis, em reais nominais, ao final de cada exercício social;
- Tamanho da Empresa (*TAM*): calculado pelo logaritmo neperiano do ativo total da empresa, medido em valores contábeis, em reais nominais, ao final de cada exercício social;
- Tamanho do Conselho (*CTAM*): mensurado pelo número de participantes do conselho;
- Retorno sobre o ativo (*Roa*) – variável de desempenho, operacionalizada como sendo o lucro operacional sobre o ativo total, medidos em valores contábeis, em reais nominais, ao final de cada exercício social;
- *Dummy* para Governança (*DG*): dummy para distinção das empresas participantes de níveis mais elevados de governança corporativa. Apresentando valor 1 para empresas listadas nos níveis 2 e Novo Mercado e 0 para o Nível 1 e segmento Tradicional.

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

3.2. Descrição do Modelo

Conforme os estudos de Campbell e Minguez-Vera (2008) e Boubaker *et al.* (2014) foi testado o modelo de mínimos quadrados ordinários, conforme Equação 3.

$$Q_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{Mulher} + \beta_{it} \omega + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

Em que, *Q* é a proxy para o desempenho financeiro da empresa, mensurado pelo *Q* de Tobin, *Mulher* é a proxy para a presença feminina no conselho, sendo mensurado pela *dummy* de presença de ao menos uma mulher no conselho (*Dmulher*) ou pelo Percentual de Mulheres no conselho em relação ao tamanho total do conselho (*PMulher*). Por fim ω é um vetor de variáveis de controle que são consideradas afetarem o desempenho financeiro.

Conforme estudos anteriores, observa-se que a maioria dos estudos utiliza a análise de Mínimos Quadrados Ordinários (MQO), em painel ou probit, para se mensurar a influência da participação feminina nos conselhos sobre o desempenho das organizações. Contudo, conforme sugere Carter *et al.* (2003), a relação entre composição do conselho e desempenho poderá sofrer problemas de endogeneidade. Em outras palavras, a presença de mulheres no conselho administrativo poderá criar valor e conduzir a um alto desempenho. Por outro lado, maiores proporções de mulheres conselheiras são predominantes nas empresas de melhor desempenho que estão mais dispostas a assumirem riscos com a nomeação de mulheres em seus conselhos de administração (BOUBAKER *et al.*, 2014).

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

$$Q_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{MULHER}_{it} + \sum \alpha x + \varepsilon_{it}$$

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

Neste sistema de equações, o desempenho da empresa e a diversidade de gênero do conselho são conjuntamente determinados para captar todos os mecanismos de *feedback* que podem estar envolvidos com as suas relações (Boubaker *et al.*, 2014). Os vetores x e z são variáveis exógenas que são determinadas "fora" do sistema. O vector x inclui a Alavancagem, o Roa e o tamanho da empresa, enquanto que o vector z inclui Tamanho do Conselho e o Tamanho da Empresa. Com isso, espera-se que a relação entre a participação feminina e o desempenho financeiro seja negativa, ao se considerar o problema de endogeneidade das variáveis.

4. RESULTADOS

A amostra inicial obtida por meio das empresas mais líquidas da BM&FBOVESPA, listadas no IBRX 100, no período de 2010 a 2013. Assim sendo, observou-se que no período analisado obteve-se uma amostra composta por 120 empresas e após a coleta de dados no banco de dados da Economática, as empresas com *missing values* foram retiradas, fazendo com que a amostra final deste estudo fosse composta por 366 observações.

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

Tabela 1 – Estatísticas descritivas das empresas na amostra

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

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

Seguindo os mesmos procedimentos adotados por Adams e Ferreira (2009), Belghiti-MMahut e Lafont (2010) e Boubaker *et al.* (2014), analisou-se se as características da empresa dependem da presença feminina ou não. A Tabela 2 apresenta que, em média,

quando comparadas, as empresas que possuem participação feminina apresentam um melhor desempenho, capturado pelo Q de Tobin e pelo ROA, estatisticamente significantes aos níveis de 10 e 5%, respectivamente. Entretanto, quando verificado pelas características de Tamanho da Empresa, Alavancagem e Tamanho do Conselho, não foi possível constatar a diferença significativa das médias entre os grupos.

Tabela 2 – Comparação das médias das empresas com base na presença feminina.

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

Por influência dos resultados de endogeneidade nos estudos internacionais, iniciou-se primeiramente a estimação por Mínimos Quadrados em 2 Estágios (MQ2E), sendo os resultados apresentados na Tabela 3. Conforme os resultados, observa-se que o percentual de mulheres no conselho é negativamente relacionado com o desempenho financeiro, mensurado pelo Q de Tobin, enquanto que a *dummy* para a presença feminina apresentou influência positiva sobre o desempenho. Entretanto, ambos não apresentaram significância estatística.

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

Tabela 3 – Resultados da Regressão por Mínimos Quadrados em 2 Estágios

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

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

Adicionalmente, verifica-se que as demais variáveis apresentam significância estatística sobre o desempenho financeiro. Observa-se que tanto a Alavancagem quanto o Tamanho apresentam influência negativa sobre o desempenho financeiro, enquanto que o ROA apresentou influência positiva sobre o Q de Tobin. Contudo, o estimador de Mínimo Quadrados em 2 Estágios é menos eficiente que o de MQO, quando as variáveis explicativas são exógenas, isto é, na ausência de endogeneidade. Sendo assim, conforme ressalta Wooldridge (2011), torna-se útil fazer um teste de endogeneidade de uma variável explicativa que mostre se a utilização de MQ2E é necessária. Nesse sentido, realizou-se o teste de endogeneidade proposto por Hausman, cuja Hipótese Nula (H_0) atesta que todas as variáveis instrumentais são não correlacionadas com o erro, enquanto a Hipótese Alternativa (H_1) indica que pelo menos uma das variáveis instrumentais não é exógena.

O teste de Hausman faz uma comparação das estimativas de MQO e MQ2E para determinar se as diferenças são estatisticamente significantes. Assim sendo, se as estimativas geradas pelos modelos diferirem de forma significativa, conclui-se que a variável em análise é endógena. Assim, ao se rejeitar o teste de Hausman, significa que pelo menos umas das variáveis instrumentais não é exógena, indicando assim a estimação por MQ2E. O resultado do teste de Hausman indicou um p-valor de 0,791, superior ao nível de significância de 0,05.

Portanto, conclui-se pela não rejeição da hipótese nula, indicando a não endogeneidade da variável explicativa. Nesse sentido, a estimação do modelo de mínimos quadrados em dois estágios, sem a presença de variáveis explicativas endógenas, produz estimadores inefficientes, ou seja, que não possuem variância mínima.

Com a não rejeição da hipótese nula do teste de Hausman, calculou-se a estimativa da influência feminina no desempenho financeira da empresa por Mínimos Quadrados Ordinários, conforme Equação 1. Os resultados apresentaram que a presença feminina, mensurada pelo percentual em relação a número total do conselho ou pela *dummy* para Presença de Mulheres nos conselhos, apresentaram um efeito positivo sobre o desempenho. Porém, ambos não significativos estatisticamente, apresentados na Tabela 4.

Tabela 4 – Regressão por MQO da influência da participação feminina sobre o desempenho financeiro

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

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

* Erros padrões ajustados heterocedasticidade, usando correção de White, uma vez que a hipótese nula de homocedasticidade foi rejeitada, ao nível de 1%, pelo teste White. Adicionalmente, realizou-se o teste para autocorrelação pelo teste LM, não se rejeitando a hipótese nula de autocorrelação.

**O Teste Jarque-Bera rejeitou a hipótese nula de distribuição normal, entretanto, de acordo com o teorema do limite central e considerando que foram utilizadas 366 observações, o pressuposto da normalidade pode ser relaxado (BROOKS, 2008). Adicionalmente, a correção de Newey-West aumenta o erro padrão, diminuindo a estatística *t*, tornando sua estimativa mais robusta.

***Para detectar a presença de multicolinearidade, fez-se uso do teste FIV (*variance inflation factor*). Obteve-se um FIV de 1,31, concluindo-se pela inexistência de colinearidade (LEVINE; BERENSON; STEPHAN, 2000).

¹Quando utilizou-se a *dummy* como variável explicativa, obteve-se um coeficiente de valor igual a 0,113, não significativo estatisticamente.

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

5. CONCLUSÃO

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

Observou-se que em média 63% das empresas analisadas não apresentam mulheres em seu conselho de administração. Adicionalmente verificou-se uma baixa representação feminina nos conselhos, apresentando um percentual de 5,6%, em média, de mulheres nos conselhos de administração encontrados. Conforme destacado por Kellen et al. (2013) a baixa participação feminina nos conselhos podem ser devidos a fatores culturais e sociais, sendo necessário, esforços por parte do governo, das organizações e das mulheres para superação dessa barreira.

Inicialmente, comparando-se as características das organizações com e sem a presença feminina, observou-se também que as empresas que possuem participação feminina apresentam um melhor desempenho, capturados pelo Q de Tobin e pelo Roa,

Ademais, rodaram-se dois modelos de regressão para análise da influência feminina sobre o desempenho. Conforme sugere Carter *et al.* (2003), a relação entre composição do conselho e desempenho poderá sofrer problemas de endogeneidade, ou seja, a presença de mulheres no conselho administrativo poderá criar valor e conduzir a um alto desempenho e, conseqüentemente, a estimação por MQO poderá produzir estimadores viesados.

A estimação por mínimos quadrados ordinários em dois estágios apresentou uma relação negativa entre as proxies para mensuração da presença feminina sobre o desempenho das organizações. Contudo, constatou-se que a estimação por MQ2E é menos eficiente que o de MQO, devido à ausência de endogeneidade. Uma possível explicação para isso é o *tokenism*, no qual há a inserção da minoria em grupos onde há a prevalência de grupos dominantes, porém a mulher, por ser minoria, não possui o mesmo poder, nem a influência do grupo dominante, portanto, não interferindo muito nos resultados.

Nesse sentido, contrariando aos estudos internacionais, não foi possível observar uma relação de endogeneidade na relação entre desempenho e a presença feminina nos conselhos de administração. Adicionalmente, observou-se que, com a estimação não viesada por MQO, a relação entre gênero feminino e desempenho financeiro foi positiva, porém sem significância estatística.

REFERÊNCIAS

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

Almeida, R. S. *et al.* Composição do Conselho de Administração no setor de energia elétrica do Brasil. **Revista de Administração da UNIMEP**, v.11, n.1, Janeiro/Abril, 2013.

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

Boubaker, S *et al.* (2014). Does board gender diversity improve the performance of French listed firms? Working paper series. IPAG Business School.
Disponível em:<http://www.ipag.fr/fr/accueil/la-recherche/publications-WP.html>

Campbell, K., & Minguez-Vera (2008). Gender diversity in the boardroom and firm financial performance. **Journal of Business Ethics**, vol. 83, p 435-451.

Carter, D A., Simkins, B. J., & Simpson, W. G. (2003). Corporate Governance, Board Diversity, and Firm Value. **The Financial Review**, v. 38, pp. 33-53.

Chung, K. H., & Pruitt, S. W. (1994). A simple approximation of Tobin's q . **Financial Management**, vol. 23, p. 70-74.

Dang, R. *et al.* (2014). Women on French corporate board of directors: How do they differ from their male counterparts? **The Journal of Applied Business Research**, v. 30, n.2.

Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC). (2013) Relatório de Mulheres na Administração das Empresas Brasileiras Listadas – 2010 e 2011. São Paulo.

Jensen, M. C.; & Meckling, W. (1976) **Theory of firm**: managerial behavior. Agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3.

Khan, W. A.; & Vieito, J. P. (2013). Ceo gender and firm performance. **Journal of Economics Business** 67, p. 55-66.

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

Luckerath-Rovers, M. (2013). Women on boards and firm performance. **Journal Management and Governance** 17, p. 491-509.

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

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

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

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

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

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

**Contabilidade e Controladoria
no Século XXI**

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

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