

FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO DE EMPRESAS DE SÃO PAULO

LETICIA LARA RODRIGUES

DIVERSIDADE DE GÊNERO NO CONSELHO E SUA RELAÇÃO COM
RESULTADOS FINANCEIROS E TRANSPARÊNCIA

SÃO PAULO

2020

LETÍCIA LARA RODRIGUES

DIVERSIDADE DE GÊNERO NO CONSELHO E SUA RELAÇÃO COM
RESULTADOS FINANCEIROS E TRANSPARÊNCIA

Trabalho aplicado apresentado à
Escola de Administração de Empresas
de São Paulo da Fundação Getúlio
Vargas, como requisito para a obtenção
do título de mestre em Gestão para a
Competitividade

Linha de pesquisa: Finanças e
Controladoria

Orientadora: Profa. Dra. Edilene
Santana Santos

SÃO PAULO

2020

Rodrigues, Leticia Lara.

Diversidade de gênero no conselho e sua relação com resultados financeiros e transparência / Leticia Lara Rodrigues. - 2020.

21 f.

Orientador: Edilene Santana Santos.

Dissertação (mestrado profissional MPGC) – Fundação Getúlio Vargas, Escola de Administração de Empresas de São Paulo.

1. Diversidade no ambiente de trabalho. 2. Relações de gênero. 3. Conselhos de administradores. 4. Empresas - Finanças. 5. Governança corporativa. I. Santos, Edilene Santana. II. Dissertação (mestrado profissional MPGC) – Escola de Administração de Empresas de São Paulo. III. Fundação Getúlio Vargas. IV. Título.

CDU 65.012.432

Ficha Catalográfica elaborada por: Isabele Oliveira dos Santos Garcia CRB SP-010191/O
Biblioteca Karl A. Boedecker da Fundação Getúlio Vargas - SP

LETÍCIA LARA RODRIGUES

**DIVERSIDADE DE GÊNERO NO CONSELHO E SUA RELAÇÃO COM
RESULTADOS FINANCEIROS E TRANSPARÊNCIA**

Trabalho aplicado apresentado à Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, como requisito para a obtenção do título de mestre em Gestão para a Competitividade

Linha de pesquisa: Finanças e Controladoria

Data de aprovação: 30/ 11 / 2020

Banca examinadora:

Profa Dra. Edilene Santana Santos
FGV-EAESP

Prof. Dr. Rafael Schiozer
FGV-EAESP

Profa. Dra. Regina Carla Madalozzo
INSAPER

SÃO PAULO

2020

RESUMO

Os debates em torno do papel da mulher na sociedade contemporânea já existem há décadas e mostram uma realidade que impacta diretamente na economia do país e do mundo. No entanto, a presença de mulheres em conselhos de administração e diretorias executivas ainda é insipiente no Brasil, situando-se entre as menores do mundo. Nesse contexto, este trabalho busca trazer novas evidências sobre a associação entre a diversidade de gênero nos conselhos de administração das empresas brasileiras listadas na B3 e os resultados financeiros e a transparência dessas empresas no período de 2010 a 2019. Os resultados indicaram haver uma associação positiva significativa e forte entre o percentual de mulheres no conselho e o Q de Tobin, mas não foi identificada associação com o ROA ou o ROE. Também foi encontrado que a associação com a diversidade de gênero é mais forte e significativa quando o *rating* de qualidade da governança corporativa da Eikon Refinitiv é utilizado como variável de controle do que quando a governança é medida pela *dummy* de listagem em segmentos diferenciados da B3. Em relação à transparência, não foi identificada associação significativa entre a diversidade de gênero nos conselhos e o nível de *disclosure* das empresas, medido pelo *Environmental, Social and Governance (ESG) disclosure* da Bloomberg. Embora essa associação não possa ser confundida com relação de causa e efeito, este estudo pretende ter contribuído com a discussão sobre os efeitos do uso de um *rating* de governança *versus* a listagem em segmentos diferenciados da B3 em estudos sobre associação entre diversidade de gênero e resultados financeiros. Além disso, este estudo pretende ser um dos primeiros a trazer evidências sobre a associação entre a diversidade de gênero no conselho de administração e o *ESG disclosure* das empresas brasileiras.

Palavras-Chave: diversidade de gênero, desempenho financeiro, conselhos de administração, ESG, transparência

ABSTRACT

Social debates around the role of women in contemporary society have existed for decades and show a reality that directly impacts the economy of countries and the world. However, the presence of women on the board of directors and executive is still incipient in Brazil, standing as one of the lowest in the world. In this context, this work seeks to bring new evidence on gender diversity on the board of directors of Brazilian companies listed on B3 and the financial results and transparency of these companies from 2010 to 2019. The results indicated that there was a significant and strong positive association between the percentage of women on the board and Tobin's Q, but no association with ROA or ROE was identified. It was also found that the association with gender diversity is stronger and more significant when Eikon Refinitiv's corporate governance quality rating is used as a control variable than when governance is measured by the listing dummy in differentiated segments of B3. When talking about transparency, no significant association was identified between gender diversity on boards and the level of disclosure of companies, measured by Bloomberg's Environmental, Social and Governance (ESG) disclosure. Even Though this association cannot be mistaken as cause and effect, this study aims to contribute onto the discussion about the effects of using a governance rating versus listing in different segments of B3 in studies on the association between gender diversity and financial results. In addition, this study aims to be one of the first to provide evidence on the association between gender diversity on the board of directors and the ESG disclosure of Brazilian companies.

Keywords: gender diversity, financial performance, risk, boards of directors, ESG, transparency.

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	8
2. REVISÃO DA LITERATURA E DESENVOLVIMENTO DAS HIPÓTESES	13
2.1. Paridade de Gênero no Brasil e no Mundo.....	13
2.2. Desenvolvimento das Hipóteses.....	15
2.2.1. Diversidade de Gênero no Conselho e Resultados Financeiros	18
2.2.2. Diversidade de Gênero no Conselho e Transparência.....	19
3. METODOLOGIA.....	21
3.1 Variáveis e Dados	21
3.2 Métodos Estatísticos	9
4. RESULTADOS	12
4.1 Análise da Diversidade de Gênero em Empresas Brasileiras	12
4.2 Associação entre Diversidade de Gênero e Desempenho Financeiro	9
4.3 Associação entre Diversidade de Gênero e <i>ESG disclosure</i>	13
5. CONCLUSÃO.....	15
6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	18

1. INTRODUÇÃO

Nas últimas décadas, a evolução do papel da mulher na sociedade é evidente, seja por sua participação cada vez mais ativa na economia e na política, seja por seu papel social e acadêmico cada vez mais preponderante. Este tema vem ganhando espaço no ambiente corporativo, principalmente depois de 2015 - quando a Organização das Nações Unidas (ONU) trouxe o alcance da diversidade de gênero como um dos objetivos da Agenda 2030. O tema deixa de ser pautado apenas por um imperativo ético-moral e de cunho social, para estar relacionado a melhores resultados e ganho de competitividade e crescimento para as empresas.

O ganho de competitividade pela diversidade pode vir de diversas formas: maior criatividade e inovação, melhor clima organizacional, com redução do *turnover* e atração de melhores talentos, maior conhecimento da base heterogênea de clientes e melhores indicadores de resultados. Um estudo da McKinsey (2015, 2018) mostrou em 2015 que, se a igualdade de gêneros fosse alcançada em todos os países até 2025, poderia trazer US\$ 28 trilhões para a economia mundial e, em 2018, que a diversidade de fato traz ganhos financeiros e econômicos para as empresas.

Nesse contexto, o presente trabalho se propõe a responder **a seguinte questão de pesquisa**: o aumento da participação feminina no conselho das empresas está ou não associado a melhores resultados financeiros e a mais transparência nas empresas brasileiras?

O tema da participação feminina nos conselhos de administração tem atraído significativo interesse de profissionais, pesquisadores e até mesmo de formuladores de políticas públicas nos últimos anos. De acordo com a Deloitte (2019), os países com maior participação feminina no conselho de administração são Noruega, França, Suécia e Finlândia. Na Noruega, onde a participação feminina nos conselhos atingiu 41% em 2018, existem cotas de 40% dos assentos em conselhos que devem ser destinados ao gênero feminino em determinados tipos de empresa, desde 2005. Na França, as cotas de 40% foram aprovadas em 2017. Suécia, Finlândia e Nova Zelândia não têm este tipo de política de cotas para conselho, mas adotam diversas

outras medidas de estímulo à inclusão de gênero. O Brasil ficou em 38º lugar entre 49 países mapeados pela Deloitte, com apenas 8,6% dos assentos em conselhos de administração sendo ocupados por mulheres.

Apesar de a diversidade de gênero estar se tornando uma questão cada vez mais importante no mundo corporativo, o crescimento real da participação feminina em conselhos de administração tem se dado de forma lenta em alguns países, como é o caso do Brasil, onde a representatividade feminina cresceu de 6,3% em 2014 para 8,6% em 2018. (Deloitte, 2019, p. 9)

Isso alerta para o fato de a representação de mulheres nos conselhos ser ainda muito baixa em comparação à sua presença na população e nas próprias empresas. Além disso, a pequena presença de mulheres no conselho no Brasil tende a gerar uma dificuldade maior para mulheres assumirem também altos cargos executivos nas empresas, pelo chamado efeito de “teto de vidro”, como relatado por Madalozzo (2011, p. 135): “para um grupo composto majoritariamente por homens, a escolha de CEO mulher pode ser menos provável (...), pois esta não necessariamente passa a imagem aos membros do Conselho de seu alinhamento com suas propostas e características.”

A grande variação do crescimento da participação feminina nos conselhos de administração ao redor do mundo, com alguns países observando um aumento maior do que outros, e as políticas de estímulos a esse crescimento em certos locais, fazem emergir a questão sobre os possíveis benefícios para as empresas do aumento da diversidade de gênero nos conselhos, em especial sobre a transparência das informações e os resultados financeiros das firmas.

Assim, os resultados deste estudo têm potencial para contribuir para o mundo corporativo, na medida em que a confirmação, mediante pesquisas científicas, da existência de impactos positivos diretos da diversidade de gênero sobre os resultados financeiros e transparência das firmas poderia levá-las a buscar formas mais efetivas de implementar a inclusão de gênero em cargos mais altos e em seu conselho de administração.

A literatura acadêmica internacional já tem explorado os possíveis impactos em nível organizacional associados à diversidade de gênero em conselhos de administração. Por exemplo, Adams e Ferreira (2009) identificaram que uma maior participação feminina nos conselhos nos Estados Unidos está relacionada com um monitoramento mais rigoroso sendo exercido pelo conselho. Nielsen e Huse (2010), pesquisando empresas norueguesas, encontraram evidências de que a proporção de mulheres no conselho está positivamente associada a um controle estratégico mais eficaz sendo exercido por ele. Cumming, Leung e Rui (2015) identificaram que o aumento da diversidade de gênero no conselho está associado a um número significativamente menor de casos de utilização de informações privilegiadas ou de fraude. Ye, Deng, Liu, Szewczyk e Chen (2019) encontraram evidências de que a diversidade de gênero do conselho facilita a governança corporativa e, conseqüentemente, estimula o pagamento de dividendos.

Enquanto o aumento da diversidade de gênero nos conselhos de administração tem apresentado impactos positivos na literatura empírica sobre governança, as evidências quanto aos impactos de tal diversidade no desempenho financeiro das firmas têm mostrado resultados conflitantes. Ahern e Dittmar (2012) identificaram que a restrição imposta por cotas de gênero em firmas norueguesas ocasionou a queda nos preços das ações no anúncio da lei, e resultou em um grande declínio no Q de Tobin nos anos seguintes. Matsa e Miller (2013) também encontraram efeitos financeiros negativos que se seguiram à lei de introdução de cotas na Noruega. Outros estudos concluíram que não há uma relação clara entre a participação feminina em conselhos de administração e o desempenho das empresas (Adams & Ferreira, 2009; Roberts & Whited, 2012). Entretanto, alguns outros trabalhos documentaram que uma participação mais alta de mulheres nos conselhos está associada a um desempenho financeiro melhor. Por exemplo, Conyon e He (2017), utilizando uma metodologia de regressão quantílica, encontraram evidências de que um aumento da participação feminina em conselhos tem um impacto positivo no desempenho financeiro das empresas.

Já há alguns estudos na literatura brasileira que investigam a associação entre a diversidade de gênero em conselhos de administração e resultados financeiros, mas ainda parece haver lacunas na literatura, algumas das quais endereçadas pela

presente investigação. Foram identificados quatro estudos principais que investigaram a associação entre a diversidade de gênero nos conselhos e os resultados financeiros das empresas: Silva e Margen (2015) analisaram 50 empresas com informação disponível entre 2002 e 2009 e não encontraram relação; Silva e Martins (2017) e Oliveira, Cardoso, Dias e Júnior (2018) analisaram as 100 empresas mais negociadas na B3, respectivamente, no período 2010 a 2013, e 2012 a 2015, e ambos encontraram associação positiva com o ROA e o Q de Tobin; Costa, Sampaio e Flores (2019) estudaram uma amostra maior, de 218 empresas, e ampliaram a análise para avaliar o efeito em empresas familiares. Também encontraram uma associação positiva com o Q de Tobin, mas nula com o ROA e negativa com o ROE. Também identificaram que a relação positiva com o Q de Tobin é mais fraca em empresas familiares e que a volatilidade (*proxy* de risco) é reduzida em empresas de controle familiar.

De fato, a existência de três estudos recentes convergindo para a existência de associação positiva entre a diversidade de gênero no conselho e resultados financeiros (pelo menos quando medidos pelo Q de Tobin) parece ter pacificado essa questão no Brasil. No entanto, esses três estudos utilizam a *dummy* pertencer a um segmento diferenciado de governança da B3 como *proxy* da variável de controle Governança Corporativa, encontrando resultados divergentes. Silva e Martins (2017) não encontraram associação entre o Q de Tobin e a *dummy* governança, e Costa, Sampaio e Flores (2019) encontraram uma associação positiva para a *dummy* Governança, mas apenas se forem aceitos níveis de significância mais baixos. Já Oliveira et al. (2018), em uma regressão *probit* para explicar a presença feminina no conselho, encontram uma associação bem mais forte com a *dummy* governança do que com o Q de Tobin ou ROA. Além disso, em pesquisa recente, Silva (2020) demonstra que o uso da *dummy* segmentos diferenciados da B3 como *proxy* de governança corporativa pode gerar uma divergência nos resultados se comparado a modelos que usam um *rating* de governança (no caso, ele usou o *rating* da base CSRhub, que utiliza uma escala de 0 a 100). Nesse estudo sobre o efeito da governança corporativa no nível de *disclosure* sobre gerenciamento de riscos, em um modelo que usa a *dummy* segmentos da B3, Silva (2020) não encontra significância para essa variável, mas encontra uma associação significativa quando usa o *rating* da base CSRhub para medir governança.

Tomados em conjunto, os resultados desses estudos sugerem que a utilização da *dummy* segmentos da B3 como *proxy* da variável de controle governança corporativa pode estar levando a uma distorção em seus resultados. Assim, a presente investigação pretende contribuir para literatura ao testar se há uma associação positiva entre resultados financeiros e a diversidade de gênero, mesmo após controlar para o efeito da variável governança corporativa, mas agora considerando uma *proxy* mais robusta, qual seja, o *rating* de governança da base Eikon Refinitiv (antiga Thompson-Eikon), que mede a qualidade da governança das empresas em uma escala de 0 a 100.

Além disso, este estudo também pretende contribuir com a literatura ao testar se há uma associação positiva entre a diversidade de gênero nos conselhos e o nível de *disclosure* das empresas, medido pelo *Environmental, Social and Governance (ESG) disclosure score* da base de dados Bloomberg.

Na literatura internacional há poucos estudos sobre essa questão (Giannarakis, 2014a, 2014b; Liao, Luo, & Tang, 2015; Jizi, 2017; Modiba & Ngwakwe, 2017). Giannarakis (2014b) e Jizi (2017) ressaltam que não há evidência satisfatória sobre a relação entre a diversidade de gênero no conselho e o *ESG disclosure*. Além disso, não foram encontrados estudos sobre esse tema com empresas brasileiras, exceto o de Husted e Sousa-Filho (2019), que analisaram as empresas da América Latina e encontraram uma associação negativa entre o nível de *ESG disclosure* e a presença de mulheres no conselho.

A presente investigação pretende agregar a este último estudo, atualizando a análise para os anos mais recentes, de 2010 a 2019 (o referido estudo se limitou ao período 2011 a 2014), e controlando para uma *proxy* mais robusta da variável governança corporativa, qual seja, o referido *rating* de qualidade da governança corporativa, da base de dados Eikon Refinitiv.

Este trabalho está estruturado como segue. A seção 2 traz a revisão da literatura sobre o tema e a seção 3 apresenta a metodologia. Os resultados são apresentados na seção 4 e a seção 5 resume as conclusões principais deste trabalho.

2. REVISÃO DA LITERATURA E DESENVOLVIMENTO DAS HIPÓTESES

2.1. Paridade de Gênero no Brasil e no Mundo

Nenhum de nós verá a paridade de gênero em nossas vidas e nem, provavelmente, muitos de nossos filhos. Esse é o resumo do *Global Gender Gap Report 2020* do *World Economic Forum – WEF* (Fórum Econômico Mundial), que revela que a paridade de gênero não será atingida por 99,5 anos (WEF, 2020).

Em sua 14^a edição, o relatório classifica a paridade dos países utilizando um índice numa escala de 0 até 100, com base em três dimensões: (i) participação econômica e oportunidades, (ii) realização educacional, saúde, sobrevivência e (iii) empoderamento político. Bélgica, Canadá, França, Islândia, Letônia, Luxemburgo e Suécia lideram a lista, com 100 pontos - pontuação que indica que mulheres trabalham nas mesmas condições legais que homens, têm amplo acesso a empregos e são protegidas por mecanismos jurídicos contra discriminação de gênero e assédio sexual no ambiente de trabalho. Nesse índice, o Brasil tem 81,9 pontos, ficando atrás de África do Sul, México, Paraguai, Peru e Uruguai.

Esse estudo abordada também a presença das mulheres em conselhos administrativos. A lista é liderada pela França e Islândia, com 43% de participação. No Brasil, o valor é de apenas 8,4%.

Um dos maiores desafios apontados nesse relatório para diminuir a desigualdade de gênero é aumentar a representação das mulheres em profissões emergentes.

Olhando para o futuro, o relatório revela que o maior desafio que impede a redução da diferença de gênero econômica é a sub-representação das mulheres em papéis emergentes. Na computação em nuvem, apenas 12% dos profissionais são mulheres. Da mesma forma, em engenharia e dados e inteligência artificial os números são 15% e 26%, respectivamente. Para resolver essas deficiências, as estratégias da força de trabalho devem garantir que as mulheres estejam melhor equipadas (em termos de habilidades aprimoradas ou de qualificação) para lidar com os desafios e aproveitar as oportunidades da Quarta Revolução Industrial. A contratação diversificada é outra área a ser aprimorada (refletindo a situação atual que vê a paridade de gênero em um conjunto de habilidades sob demanda, mas não em uma representação igual), além de criar culturas de trabalho inclusivas. (WEF, 2020, p. 5)

A falta de paridade de gênero nas profissões emergentes é confirmada também em um levantamento realizado pelo LinkedIn (2020), pelo qual, das oito áreas profissionais que mais crescem no mundo, seis contratam mais homens do que mulheres. De acordo com essa pesquisa, o quadro se agrava se consideradas apenas as carreiras relacionadas à tecnologia pura, cuja remuneração e demanda tendem a aumentar mais rápido que as demais, mas nas quais as mulheres são, em média, só 20% dos profissionais. No Brasil, das 15 carreiras mapeadas como emergentes pela plataforma, 11 são ligadas à tecnologia da informação. Nessas carreiras com alta demanda e remuneração em crescimento é que as mulheres estão mais sub-representadas, como a área de computação em nuvem, na qual as mulheres são apenas 14% no mundo – e 5% no Brasil.

Na mesma linha, um estudo da Organização Internacional do Trabalho - OIT (2019), realizado com 13 mil empresas em 70 países, do qual participaram 451 empresas brasileiras, concluiu que apenas um quarto das empresas brasileiras têm uma mulher na liderança. A pesquisa mostra que 69% das estruturas empresariais têm políticas de igualdade, diversidade e inclusão no trabalho. No entanto, o estudo mostra uma lenta evolução da taxa de presença das mulheres no mercado de trabalho brasileiro: no início da década de 90, 43% das mulheres brasileiras trabalhavam em empresas, passando a 53% em 2018; ou seja, nas últimas 3 décadas, o crescimento foi de apenas 10 pontos percentuais.

Segundo esse estudo da OIT, mais de 71% das empresas relataram que iniciativas sobre diversidade e igualdade de gênero melhoraram seus resultados. Das empresas que reportaram crescimento dos lucros associado à diversidade de gênero, 29% afirmaram ter um aumento dos lucros entre 10% e 15%, e 26,2% relataram um crescimento entre 5% e 10%.

Outro ponto de destaque nessa publicação é que os benefícios da diversidade de gênero começam a ser visíveis quando as mulheres detêm 30% das posições de liderança. No entanto, quase 60% das empresas a nível mundial não atingem essa meta. Especificamente quanto à participação das mulheres na gestão e nos conselhos de administração, 25,3% das empresas partilharam que têm uma mulher como presidente do conselho de administração. Por outro lado, 16,4% das entidades

afirmaram ter um conselho de administração com uma composição de gêneros equilibrada. No entanto, 5,2% das empresas reportaram um conselho exclusivamente masculino, enquanto que apenas 3,9% têm um conselho majoritariamente feminino.

Já a 3ª edição da pesquisa Panorama Mulher, realizada pela parceria Talenses e Insper em 2019, que consultou 532 empresas com sede no Brasil, América do Norte e Europa, mostra que apenas 19% dos cargos de liderança nas empresas brasileiras são ocupados por mulheres. Mulheres ocupam 26% das posições de diretoria, 23% na vice-presidência, 16% nos conselhos e apenas 13% na presidência (Talenses & Insper, 2019).

Conforme o mercado aumenta o foco na questão da diversidade de gênero, várias políticas afirmativas têm sido instituídas ao redor do mundo (como na Noruega, França, Suécia, Finlândia e Nova Zelândia) para incentivar o aumento da participação de mulheres (Deloitte, 2019). Um dos maiores representantes financeiros do mundo, o banco americano Goldman Sachs (2020) anunciou em janeiro de 2020 que deixará de estruturar a oferta inicial de ações (IPO, na sigla em inglês) de empresas com conselhos de administração compostos somente por homens brancos. Somente em julho de 2019 todas as 500 maiores empresas listadas que negociam ações em bolsas nos EUA passaram a ter pelo menos uma mulher no conselho. Elas ocupam hoje 27% das cadeiras nessas companhias.

2.2. Desenvolvimento das Hipóteses

Atualmente, há um intenso debate sobre se a inclusão de mulheres no conselho afeta o desempenho das firmas. Várias pesquisas feitas em economias ocidentais tentaram encontrar evidências a favor ou contrárias a esse argumento. Nesse contexto, primeiramente, é preciso identificar qual aspecto do desempenho provavelmente será afetado e como tal desempenho será mensurado. Além disso, outro aspecto importante é como pode ser comprovada a causalidade entre o aumento da participação feminina nos conselhos e a melhora ou piora do desempenho das firmas.

Esse fator é especialmente relevante quando se leva em conta que o papel da maioria das mulheres conselheiras é não executivo.

Vários estudos encontraram benefícios em termos de governança corporativa da participação feminina no conselho, como maior independência, diversidade de perspectivas, maior alinhamento com o mercado consumidor, monitoramento mais rigoroso e eficaz, com comportamento ético mais forte e maior equilíbrio no risco, conforme detalhado a seguir.

Maior independência e diversidade de perspectivas. Fondas e Sassalos (2000) identificaram que a presença feminina na diretoria aumenta a independência do conselho, um dos indicadores de melhor governança. Ademais, defendem que uma melhor governança ocorra através de uma gama mais diversificada de experiências e antecedentes dos diretores. Nessa linha, Zelechowski e Billimoria (2004) encontraram que as mulheres trazem uma diferença de perspectiva e voz para a mesa, o debate e as tomadas de decisões, e Konrad, Kramer e Erkut (2008) encontraram que as mulheres se tornam mais vocais quando há três ou mais delas trabalhando em conjunto. Maznevski (1994) explica que, talvez os Diretores Executivos (CEOs) tenham mais probabilidade de produzir um "pensamento de grupo", fazendo as pessoas não observarem quando todos os membros compartilham as mesmas experiências. Kim e Starks (2016) mostram que a presença feminina no conselho não somente contribui com tipos mais diversos de experiência, mas também com conhecimentos singulares de especialização que não estão presentes nos conselhos corporativos vigentes. Em um estudo que faz uma revisão da literatura sobre a relação entre diversidade do conselho e desempenho da empresa, Manyaga e Ammar (2020) concluem que a tomada de decisão é impactada pela diversidade do conselho, visto que ter mais diversidade resulta em mais *insights*, que impactarão as decisões tomadas pelo conselho e, em última análise, afetarão o desempenho da empresa.

Maior alinhamento com o mercado consumidor. Lockwood (2005) encontrou que o comprometimento com a diversidade leva a uma melhor orientação para o cliente, alcançando uma base maior de compradores e de tomadores de decisão. Além disso, as empresas podem responder melhor às mudanças do mercado, às diferentes demandas dos clientes e potencialmente alcançar vantagem competitiva.

Monitoramento mais rigoroso e eficaz. Adams e Ferreira (2009) identificaram que o aumento da participação feminina nos conselhos de administração está associado com um monitoramento mais rigoroso das atividades da empresa pelo conselho e Nielsen & Huse (2010) indicaram que o conselho exerce um controle estratégico mais eficaz na medida que a proporção de mulheres aumenta. Izraeli (2000) descobriu que as mulheres levam seus papéis mais a sério, preparando-se com mais consciência para as reuniões. Ele também sugeriu que as mulheres, com mais frequência, fazem perguntas e lidam com decisões embaraçosas com menor probabilidade de serem aprovadas, sugerindo a tomada de melhores decisões. Na mesma linha, para Adams e Ferreira (2009), diretoras do gênero feminino são mais propensas a participarem de diversos conselhos e comitês de monitoramento, em um ritmo mais acelerado que diretores de gênero masculino.

Comportamento ético mais forte. Cumming, Leung e Rui (2015) encontraram evidências de que o aumento da diversidade de gênero no conselho está relacionado a um componente ético mais forte, já que foi encontrado um número significativamente menor de casos de utilização de informação privilegiada ou de fraude em empresas com mais participação feminina.

Maior equilíbrio no risco. Estudos experimentais que analisaram o comércio e o investimento no Reino Unido após a crise econômica de 2008 mostraram que "a tomada excessiva de riscos" está ligada aos níveis de testosterona (Coates & Herbert, 2008). Na mesma linha, Wilson e Atlantar (2009) encontram associação negativa entre a presença maior de diretoras e o risco de insolvência, indicando que um maior equilíbrio de gênero reduz esse risco.

No entanto, embora a representatividade feminina nos conselhos corporativos continue a ser um tema central, ainda não existe um consenso na literatura sobre se a diversidade de gênero afeta positivamente os resultados financeiros e a transparência das empresas, como se detalhará nas seções a seguir.

2.2.1. Diversidade de Gênero no Conselho e Resultados Financeiros

Estudos sobre os impactos da diversidade de gênero no desempenho financeiro das firmas têm mostrado resultados conflitantes, como detalhado a seguir.

Alguns estudos encontraram relação negativa entre a participação de mulheres e resultados financeiros. Ahern e Dittmar (2012) identificaram que a restrição imposta por cotas de gênero em firmas norueguesas ocasionou a queda nos preços das ações no anúncio da lei, e resultou em um grande declínio no Q de Tobin nos anos seguintes, o que também foi confirmado por Matsa e Miller (2013).

Outros estudos concluíram que não há uma relação clara entre a participação feminina em conselhos de administração e o desempenho das empresas. Adams e Ferreira (2008) concluem que diretoras têm um impacto substancial e de relevante valor na estrutura do conselho, mas esta evidência não fornece suporte para iniciativas com políticas baseadas em cotas, pois nenhuma evidência sugere que tais políticas melhorariam o desempenho da empresa em média. Propostas de regulamentações que estabelecem cotas para mulheres nos conselhos devem ser motivadas por outras razões que não melhorias na governança e no desempenho da empresa. Adams *et al.* (2010) defendem que as estruturas de governança surgem endogenamente porque os atores econômicos as escolhem em resposta aos problemas de governança que eles enfrentam. Roberts e Whited (2012) ressaltam que, com exceção dos experimentos controlados, não há forma de garantir que os problemas de endogeneidade sejam eliminados ou suficientemente mitigados para assegurar inferências apropriadas.

Entretanto, alguns estudos encontram que uma participação mais alta de mulheres nos conselhos está associada a um desempenho financeiro melhor. Por exemplo, Conyon e He (2017), utilizando uma metodologia de regressão quantílica, encontraram evidências de que um aumento da participação feminina em conselhos tem um impacto positivo no desempenho financeiro das empresas. Low, Roberts e Whiting (2015), estudando uma amostra de empresas asiáticas de Hong Kong, Korea do Sul, Malásia e Singapura, também encontram que o aumento do número de

mulheres no conselho tem um efeito positivo no ROE. No entanto, concluem que o efeito positivo da diversidade de gênero parece ser diminuído em países com maior participação econômica e *empowerment* feminino, e sugerem que forçar a participação feminina mediante cotas pode reduzir o desempenho das empresas em países com forte resistência cultural.

Como comentado na Introdução, dentre os estudos realizados no Brasil, Silva e Margen (2015) não encontraram relação entre diversidade de gênero no conselho e resultados financeiros, mas Silva e Martins (2017), Oliveira, Cardoso, Dias e Júnior (2018) e Costa, Sampaio e Flores (2019) encontram relação positiva. No entanto, esses três estudos utilizam a *dummy* pertencer a um segmento diferenciado de governança da B3 como proxy da variável de controle Governança Corporativa, encontrando resultados divergentes.

Nesse contexto, a presente investigação pretende contribuir para literatura ao testar se há uma associação positiva entre resultados financeiros e a diversidade de gênero, mesmo após controlar para o efeito da variável governança corporativa, mas agora considerando uma *proxy* mais robusta, qual seja, o *rating* de governança da base Eikon Refinitiv (antiga Thompson-Eikon), que mede a qualidade da governança das empresas em uma escala de 0 a 100. Assim, chega-se à Hipótese 1 (H1) desta pesquisa:

H1: A diversidade de gênero no conselho está positivamente associada aos resultados financeiros das empresas.

2.2.2. Diversidade de Gênero no Conselho e Transparência

Um dos benefícios da participação feminina no conselho de administração é que a diversidade de experiência das mulheres poderia induzir o conselho a atender as expectativas de uma maior variedade de clientes e estabelecer uma gestão mais efetiva dos stakeholders (Dalton, 2003; Lockwood, 2005; Zhang, Zhu, & Ding, 2013). Assim, isso faria com que a implementação de iniciativas de *Corporate Social Responsibility (CSR)* fosse mais factível (Giannarakis, 2014a, 2014b). Nessa linha, Webb (2004) encontraram que os conselhos de empresas socialmente responsáveis têm significativamente mais mulheres que conselhos de empresas não socialmente

responsáveis, e Wang e Coffey (1992) e Williams (2003) mostraram que um aumento no número de mulheres no conselho está positivamente associado ao nível de doações da empresa para programas artísticos e culturais.

Especificamente quanto ao *ESG disclosure*, Liao, Luo e Tang (2015), encontraram associação positiva entre a diversidade de gênero no conselho e a propensão para divulgar informações voluntárias sobre a emissão de gases de efeito estufa, bem como com a extensão dessa divulgação em empresas da Grã-Bretanha. Na mesma linha, Jizi (2007) encontrou que a participação feminina no conselho afeta favoravelmente o engajamento e a divulgação de CSR, bem como o estabelecimento de políticas de ética nas empresas mais negociadas da bolsa de Londres.

Por outro lado, outros estudos não encontraram associação significativa entre a diversidade de gênero no conselho e o *ESG disclosure*. Khan (2010) não encontrou relação significativa entre a representatividade de mulheres no conselho e *CSR reporting* em bancos comerciais privados de Bangladesh; Giannarakis (2014a, 2014b) também não encontrou associação significativa com o *ESG disclosure* da Bloomberg entre empresas da Fortune 500 nos USA.

Já Husted e Sousa-Filho (2019), analisando empresas da América Latina, incluindo do Brasil, encontraram associação negativa entre o nível de *ESG disclosure* e a presença de mulheres no conselho.

Considerando que este último estudo abrangeu o período de 2011 a 2014, há oportunidade para atualizar a análise até 2019 para as empresas brasileiras, como é objetivo deste trabalho, testando a Hipótese 2 (H2):

H2: A diversidade de gênero no conselho está positivamente associada ao *ESG disclosure*.

3. METODOLOGIA

3.1 Variáveis e Dados

Este trabalho utilizou dados secundários de empresas brasileiras listadas na B3 de todos os setores, abrangendo os últimos 10 anos, de 2010 a 2019.

A amostra foi composta originalmente por 360 empresas, filtradas inicialmente na coleta como empresas brasileiras negociadas na B3. A seguir, foram filtradas por ON, PN e outros, de modo que, se fossem outros tipos de negociações como fundos e outros, eram removidos por não serem objeto da pesquisa.

Os dados sobre membros do conselho de administração das empresas da amostra foram obtidos com base nos Formulários de Referência, disponibilizados no sítio Portal de Pesquisas em Finanças, da professora Tatiana Albanez, da Universidade de São Paulo (<https://www.tatianaalbanez.com>), que por sua vez são coletados pelo GetPDFData (www.msperlin.com.br), e dados complementares obtidos diretamente do sítio da Comissão de Valores Mobiliários. Os dados dos formulários são coletados automaticamente da primeira versão (v1) entregue pela empresa em cada ano ou a disponível daquele ano. Sendo assim, caso a empresa tenha mudado seus conselheiros após a entrega da primeira versão (v1), pode ser que existam pequenas divergências ao longo dos anos.

Os dados de gênero dos membros do conselho foram gerados a partir de uma combinação de busca de nomes em listas de dicionário de nomes, sendo dado 1 para nome feminino e 0 para nome masculino. Os dados do período 2010 a 2017 foram obtidos da base compilada pelo FGV CEF (Centro de Estudos em Finanças), cuja origem é a do sítio do Portal de Pesquisas em Finanças mencionado; os dados de 2018 e 2019 foram completados com base na lista já criada e no dicionário de nomes, coletados diretamente no sítio da CVM.

Os dados financeiros e o *score* de qualidade das práticas de governança (um dos pilares de ESG) foram coletados pelo *screeener* da base Eikon Refinitiv (antiga

Thomson Reuters) e os dados do *ESG disclosure score* foram coletados por meio do *Equity Screener* da base Bloomberg.

Como os *scores* de qualidade das práticas de governança da Eikon Refinitiv e de nível de *disclosure* ESG da Bloomberg não são disponibilizados para todas as empresas da B3, a amostra original teve que ser reduzida para contemplar apenas as empresas com dados disponíveis. Para o *ESG disclosure score* da Bloomberg, foi obtida uma média de 105 observações por ano para o período de 2010 a 2018, e 28 observações para 2019. Para o *score* de qualidade das práticas de governança da Eikon Refinitiv, foi obtida uma média de 80 observações por ano para o período de 2010 a 2018 e 32 observações para 2019. Essa queda no número de observações disponíveis para 2019 em comparação aos demais anos se deve à demora na disponibilização dos dados pelas bases.

Foi realizado um *match* de todas as bases e fontes acima listadas, sendo a base de dados financeiros e características da *Eikon Refinitiv* utilizada como principal. As demais bases foram combinadas a esta a partir dos *tickers*. Em caso de divergência de *tickers* (ON e PN), a verificação foi manual. As variáveis foram baixadas para planilhas de Excel e os tratamentos estatísticos foram realizados no Stata. A descrição das variáveis e a fonte dos dados estão resumidas na Tabela 1 a seguir. As informações são anuais e estão expressas em reais.

Tabela 1: Variáveis e fontes

Variável independente	Descrição	Fonte de coleta	Fundamentação teórica
Diversidade de Gênero (DivGênero)	Porcentagem de mulheres no conselho de administração	Formulário de Referência da CVM	Silva e Margen (2015); Silva e Martins (2017); Costa <i>et al.</i> (2019); Low, Roberts e Whiting (2015); Silva (2020).
Variáveis dependentes			
ROA	Retorno dos ativos em porcentagem	Eikon Refinitiv	Silva e Margen (2015); Silva e Martins (2017); Oliveira <i>et al.</i> (2018); Costa <i>et al.</i> (2019).
ROE	Retorno sobre o patrimônio líquido em porcentagem	Eikon Refinitiv	Silva e Margen (2015); Costa <i>et al.</i> (2019); Low, Roberts e Whiting (2015)
Tobin's Q (ln)	Q de Tobin (seguindo Chung & Pruitt)	Eikon Refinitiv	Silva e Martins (2017); Oliveira et al (2018); Costa <i>et al.</i> (2019).
ESG	Pontuação no <i>Environmental, Social and Governance (ESG) disclosure score</i> da Bloomberg	Bloomberg	Husted e Sousa-Filho (2019)
Variáveis de controle			
Idade da Firma (ln) (Idade)	Idade da firma no ano de 2010 (início do modelo), ou seja, comparando umas com as outras	Eikon Refinitiv	Low, Roberts e Whiting (2015)
Total do Ativo (ln) (Ativo)	Total de ativos (originalmente em milhões) em log	Eikon Refinitiv	Silva e Margenm (2015); Silva e Martins (2017); Oliveira <i>et al.</i> (2018);
Crescimento da Receita (ln) (VarReceita)	Varição da Receita total (originalmente em milhões) em log	Eikon Refinitiv	Costa <i>et al.</i> (2019)
Índice de Endividamento (Endiv)	Dívida sobre ativos totais em porcentagem	Eikon Refinitiv	Low, Roberts e Whiting (2015)
Rating de Governança (Gov)	Pontuação do pilar de governança do ESG da Eikon Refinitiv (antiga Thomson Reuters)	Eikon Refinitiv	-
Segmento listagem de Governança da B3 (List)	Variável dummy igual a 1 se for Novo Mercado ou Nível 2	Eikon Refinitiv	Silva e Margen (2015); Silva e Martins (2017); Oliveira <i>et al.</i> (2018); Costa <i>et al.</i> (2019).
Setor x Ano	Setor TRBC (<i>Thomson Reuters Business Classification</i>) x Ano (efeito fixo)	Eikon Refinitiv	Costa <i>et al.</i> (2019); Silva (2020) (usam setor como efeito fixo).

Fonte: Elaboração própria

3.2 Métodos Estatísticos

A abordagem metodológica utilizada no estudo foi quantitativa, tendo sido utilizado um modelo de dados em painel para empresas e anos para buscar estabelecer relações entre as variáveis dependentes e independentes.

Como comentado, os estudos que encontraram associação positiva entre a diversidade de gênero no conselho e resultados financeiros no Brasil (Silva & Martins, 2017; Oliveira et. al, 2018; e Costa *et al.*, 2019) utilizaram como *proxy* de governança a *dummy* pertencer a um dos segmentos diferenciados de governança da B3, com resultados heterogêneos para o efeito dessa variável.

Assim, uma das contribuições pretendidas pela presente investigação é testar se há uma associação positiva entre a diversidade de gênero e resultados financeiros, mesmo após controlar para o efeito de uma *proxy* mais robusta de governança corporativa, qual seja, o *rating* de governança da base Refinitiv, que mede a qualidade da governança das empresas em uma escala de 0 a 100.

O *rating* de qualidade da governança da Refinitiv é um dos componentes do seu ESG *score*, que mede a performance ESG das empresas usando mais de 450 métricas construídas a partir de dados publicamente disponíveis nos pilares ambiental, governança e social. O critério de julgamento do que é uma “boa” prática não é determinado subjetivamente pela Refinitiv, e sim a partir da performance relativa no setor. O pilar governança é composto por três categorias: (1) a categoria gestão, que mede o compromisso e eficácia da empresa em seguir os princípios e melhores práticas de governança corporativa, incluindo aspectos de estrutura (independência, diversidade, comitês) e remuneração; (2) a categoria acionistas, que mede a eficácia da empresa no tratamento igualitário dos acionistas e no uso de mecanismos *anti-takeover*; e (3) a categoria estratégia de CSR, que mede as práticas da empresa em comunicar que ela integra as dimensões econômica (financeira), social e ambiental no seu processo de decisão diário (Refinitiv, 2020).

Para fins deste trabalho, serão consideradas como pertencentes a níveis diferenciados de governança corporativa da B3 as empresas listadas nos segmentos Novo Mercado (NM) e N2. O NM é o mais alto nível de governança corporativa, referência em transparência e respeito aos acionistas, hoje composto por 165 empresas; N2 é um nível de governança corporativa parecido com o NM, sendo a principal diferença a de poder ofertar ações preferencias PN, mas que tenham poder de voto em situações críticas como fusões e aquisições, abrangendo hoje 21 empresas (B3, 2020).

Ao resultar de uma análise e atribuição de nota a cada critério e a cada empresa usando uma escala numérica, esse score de governança da Refinitiv parece capturar melhor a complexidade da governança e diferenciar melhor as empresas entre si, do que a simples classificação qualitativa de pertencimento ou não a determinado segmento de listagem, como tradicionalmente usado na literatura brasileira com os segmentos diferenciados da B3. Um ponto negativo do *score* de governança da Refinitiv, no entanto, é que ele não é disponibilizado para todas as empresas brasileiras, limitando-se às empresas com maior capitalização de mercado, o que diminui o tamanho da amostra.

Para identificar o efeito da utilização do *rating* de governança da Refinitiv *versus* da utilização da *dummy* pertencer a um dos segmentos diferenciados de governança da B3, serão comparados os resultados de equações semelhantes, cada uma usando uma das *proxys* de governança de cada vez.

Os primeiros testes buscaram investigar se a participação feminina nos conselhos de administração (Diversidade de Gênero) explica os indicadores de resultado financeiro das empresas, medidos pelo retorno sobre os ativos (ROA), retorno sobre o patrimônio líquido (ROE), Q de Tobin e Índice de Retenção de Lucros, e levando em conta a pontuação de Governança da Refinitiv de cada empresa (*Rating* Governança), conforme as equações 1, 2, 3 e 4, a seguir. As variáveis de controle utilizadas nesses testes são o crescimento da receita total em logaritmo, os ativos totais em logaritmo, os níveis de endividamento da firma e a idade dela. O tamanho do conselho (número de membros) não foi considerado como controle, pois já está dentro do índice de governança. Ademais, os testes utilizam também *dummies* de setor e de ano,

buscando captar heterogeneidades não observadas que variam ao longo tempo e entre setores distintos. A esta análise denominou-se hipótese 1.1 (H1.1).

$$ROA_{iy} = \alpha + \beta_1 DivG\hat{e}nero_{iy} + \beta_2 \ln (VarReceita)_{iy} + \beta_3 \ln (Ativo)_{iy} + \beta_4 Endiv_{iy} + \beta_5 Idade_{iy} + \beta_6 Gov_{iy} + Ano \times SetorFE \quad (1)$$

$$ROE_{iy} = \alpha + \beta_1 DivG\hat{e}nero_{iy} + \beta_2 \ln (VarReceita)_{iy} + \beta_3 \ln (Ativo)_{iy} + \beta_4 Endiv_{iy} + \beta_5 Idade_{iy} + \beta_6 Gov_{iy} + Ano \times SetorFE \quad (2)$$

$$Tobin's Q_{iy} = \alpha + \beta_1 DivG\hat{e}nero_{iy} + \beta_2 \ln (VarReceita)_{iy} + \beta_3 \ln (Ativo)_{iy} + \beta_4 Endiv_{iy} + \beta_5 Idade_{iy} + \beta_6 Gov_{iy} + Ano \times SetorFE \quad (3)$$

$$IRL_{iy} = \alpha + \beta_1 DivG\hat{e}nero_{iy} + \beta_2 \ln (VarReceita)_{iy} + \beta_3 \ln (Ativo)_{iy} + \beta_4 Endiv_{iy} + \beta_5 Idade_{iy} + \beta_6 Gov_{iy} + Ano \times SetorFE \quad (4)$$

Em seguida, as equações 5, 6, 7 e 8 ainda foram feitas para investigar o quanto a participação feminina nos conselhos de administração (Diversidade de Gênero) explica indicadores de resultado financeiro de empresas, mas agora usando a *dummy* pertencer a um segmento diferenciado de governança da B3 (List), ao invés do *rating* de governança (Gov) da Eikon Refinitiv de cada empresa. Nessas equações, seguindo Costa *et al.* (2019), foi atribuído 1 para os segmentos NM e N2 da B3 e 0 para os demais, e as mesmas variáveis de controle das equações anteriores. A esta análise denominou-se hipótese 1.2 (H 1.2).

$$ROA_{iy} = \alpha + \beta_1 DivG\hat{e}nero_{iy} + \beta_2 \ln (VarReceita)_{iy} + \beta_3 \ln (Ativo)_{iy} + \beta_4 Endiv + \beta_5 Idade_{iy} + \beta_6 List_i + Ano \times SetorFE \quad (5)$$

$$ROE_{iy} = \alpha + \beta_1 DivG\hat{e}nero_{iy} + \beta_2 \ln (VarReceita)_{iy} + \beta_3 \ln (Ativo)_{iy} + \beta_4 Endiv_{iy} + \beta_5 Idade_{iy} + \beta_6 List_i + Ano \times SetorFE \quad (6)$$

$$Tobin's Q_{iy} = \alpha + \beta_1 DivG\hat{e}nero_{iy} + \beta_2 \ln (VarReceita)_{iy} + \beta_3 \ln (Ativo)_{iy} + \beta_4 Endiv_{iy} + \beta_5 Idade_{iy} + \beta_6 List_i + Ano \times SetorFE \quad (7)$$

$$IRL_{iy} = \alpha + \beta_1 DivG\hat{e}nero_{iy} + \beta_2 \ln (VarReceita)_{iy} + \beta_3 \ln (Ativo)_{iy} + \beta_4 Endiv_{iy} + \beta_5 Idade_{iy} + \beta_6 List_{iy} + Ano \times SetorFE \quad (8)$$

Além disso, foram realizados testes para investigar o quanto a diversidade de gênero nos conselhos de administração, aliada a variáveis de controle da firma, explicam o indicador de transparência ESG de cada empresa, num primeiro momento, controlando para a nota de governança da Eikon Refinitiv (Gov) e, a seguir, a *dummy* de governança da B3 (List), conforme equações 9 e 10. A esta análise denominou-se hipótese 2 (H 2).

$$ESG_{iy} = \alpha + \beta_1 DivG\hat{e}nero_{iy} + \beta_2 \ln(VarReceita)_{iy} + \beta_3 \ln(Ativo)_{iy} + \beta_4 Endiv_{iy} + \beta_5 Idade_{iy} + \beta_6 Gov_{iy} + Ano \times SetorFE \quad (9)$$

$$ESG_{iy} = \alpha + \beta_1 DivG\hat{e}nero_{iy} + \beta_2 \ln(VarReceita)_{iy} + \beta_3 \ln(Ativo)_{iy} + \beta_4 Endiv_{iy} + \beta_5 Idade_{iy} + \beta_6 List_{iy} + Ano \times SetorFE \quad (10)$$

Importante salientar que foram realizados testes adicionais para decidir sobre a amostra a ser utilizada. Considerando que peculiaridades nos indicadores financeiros das instituições financeiras poderiam gerar distorções nos resultados, todas as análises foram realizadas com e sem as empresas do setor financeiro. Como os resultados foram bastante próximos, decidiu-se por usar a amostra maior (que inclui empresas financeiras). As análises também foram realizadas com e sem o ano de 2019, por risco de a menor quantidade de observações disponíveis para este ano estar enviesando os resultados. Novamente, os resultados foram próximos e optou-se por manter o ano de 2019 para garantir uma maior quantidade de observações.

Para uma melhor qualidade das análises estatísticas, os dados foram *winsorizados* em 5%, 2,5% em cada ponta.

4. RESULTADOS

4.1 Análise da Diversidade de Gênero em Empresas Brasileiras

Nesta subseção, o trabalho destacará as estatísticas descritivas calculadas a partir da amostra coletada.

A Tabela 2 mostra o número e o percentual de empresas da B3 que não têm nenhuma mulher no conselho de administração, após exclui da amostra original (360 empresas) as 73 empresas que não informaram se seu conselho tinha ou não mulheres. Nota-se que mais da metade das empresas da B3 com informação disponível não tinham nenhuma mulher em seu conselho de administração durante todo o período analisado,

com exceção dos dois últimos anos, quando esse percentual caiu um pouco (49% em 2018 e 46% em 2019).

Tabela 2: Percentual de empresas sem nenhuma mulher no conselho de administração

Ano	% Sem Mulheres / Empresas com Informação
2010	52.3%
2011	56.6%
2012	55.0%
2013	55.1%
2014	54.1%
2015	55.2%
2016	54.0%
2017	53.6%
2018	49.0%
2019	46.0%

Fonte: Elaboração própria.

A Tabela 3 apresenta a estatística descritiva dos dados analisados. Nota-se que as firmas possuíam, em média, apenas 11,1% de participação feminina em seus conselhos de administração entre 2010 e 2019; a mediana é zero, pois, como mostrado na Tabela 2, mais de metade das empresas não possuíam nenhuma mulher no conselho. A baixa participação feminina em conselhos de firmas brasileiras torna-se ainda mais preocupante se for considerado que o trabalho utiliza como amostra apenas empresas listadas na B3, que, além de serem companhias abertas, são em geral maiores e já estabelecidas no mercado. Nessas empresas, em geral mais pressionadas em termos de marketing e visibilidade, a participação de mulheres tende a ser maior que em empresas fechadas e de porte menor.

Em relação às variáveis dependentes, nota-se uma grande variabilidade nas proxies de resultado financeiro (ROA, ROE e Tobin's Q), mas uma variabilidade menor no nível de *ESG disclosure*.

Tabela 3: Estatísticas descritivas calculadas a partir da amostra coletada

Variável	Obs.	Média	Mediana	Desv Pad	Mínimo	Máximo
Idade da Firma (ln)	3.240	3,176	3,485	1,059	0,000	5,308
Div Gênero	2.863	0,111	0,000	0,174	0,000	1,000
Ativos Totais (ln)	3.158	6,580	6,786	2,121	1,231	10,551
ROA	3.100	-0,038	2,613	15,517	-68,889	22,573
ROE	2.542	2,668	8,107	34,580	-142,494	64,515
Tobin's Q	2.682	-0,374	-0,364	0,882	-2,511	1,429
VarReceita	2.691	-0,012	0,005	0,302	-0,864	0,694
Endiv	3.158	0,173	0,140	0,160	0,000	0,598
ESG <i>disclosure</i>	1.076	36,135	36,404	17,071	0,826	73,141
Gov	768	49,348	51,126	22,874	0,916	95,912

Fonte: Elaboração própria

O Gráfico 1 mostra o percentual de participação de mulheres por segmento de listagem da B3. Como pode ser observado, o maior percentual de participação feminina no conselho está nas empresas listadas no Bovespa Mais Nível 2, com quase 18% de mulheres. Contrariando as expectativas, os menores percentuais de participação de mulheres estão justamente nas empresas listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa da B3: N2 e Novo Mercado, com 8,8% e 7,8%, respectivamente, os quais superam apenas o percentual de mulheres nas empresas do segmento Bovespa Mais, com 6,6%. Ou seja, esses resultados sugerem que a participação de mulheres no conselho não parece ser enfatizada como boa prática de governança corporativa no Brasil, já que justamente as empresas que supostamente teriam as melhores práticas de governança, são as que, em média, apresentam os menores percentuais de participação de mulheres no conselho.

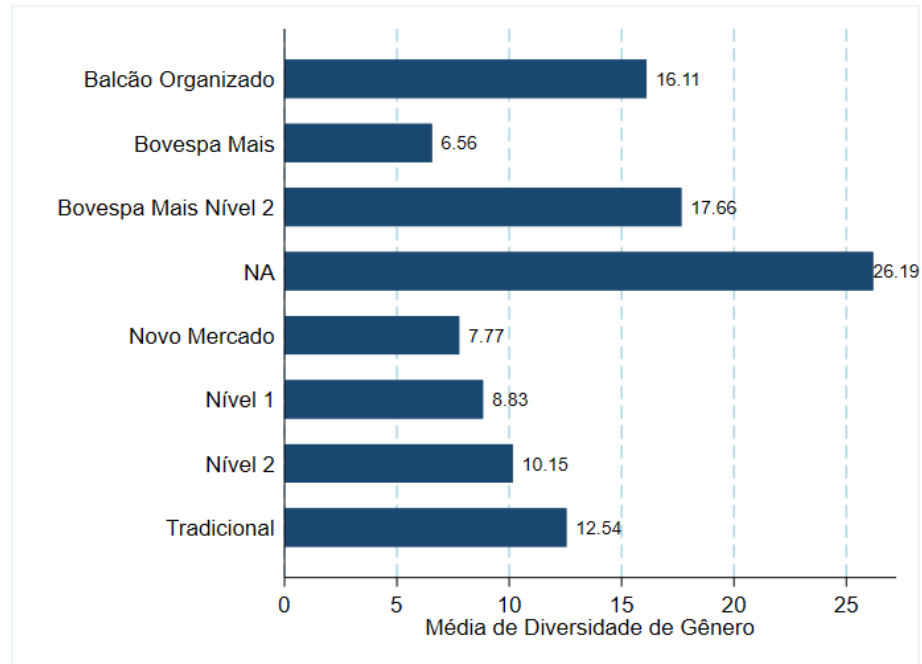


Gráfico 1: Média da diversidade de gênero no conselho por segmento (*listing*) da B3 de 2010 a 2019

Fonte: Elaboração própria

O Gráfico 2 apresenta a média de participação de mulheres no conselho por setor de atividade. Nota-se que a maior participação de mulheres no conselho ocorre nos setores de materiais básicos e energia, com 19,4% e 15,9%, respectivamente. Já o setor que tem menor participação é o imobiliário, com 3,5%, seguido do setor de saúde, com aproximadamente 6,8%.

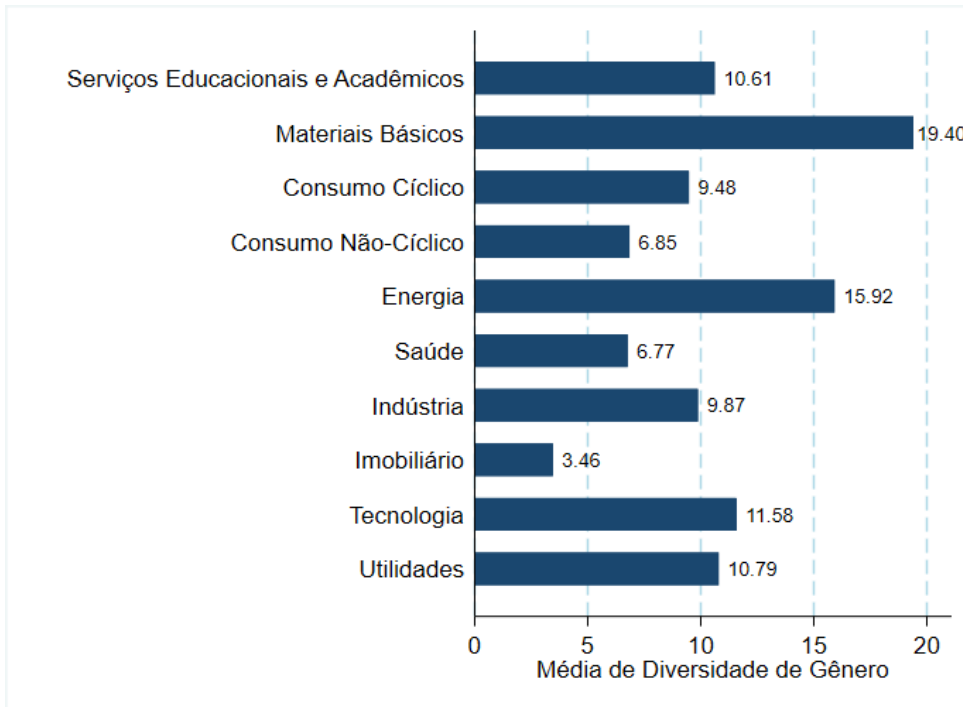


Gráfico 2: Média da diversidade de gênero no conselho por setor de 2010 a 2019

Fonte: Elaboração própria

O Gráfico 3 apresenta a evolução da média de diversidade de gênero no conselho por ano. Como pode ser observado, o percentual de mulheres no conselho é baixo e vem crescendo muito lentamente, levando 10 anos para acumular um crescimento de apenas 3,6 pontos percentuais (passando de cerca de 9,2% em 2010 para cerca de 12,8% em 2019).

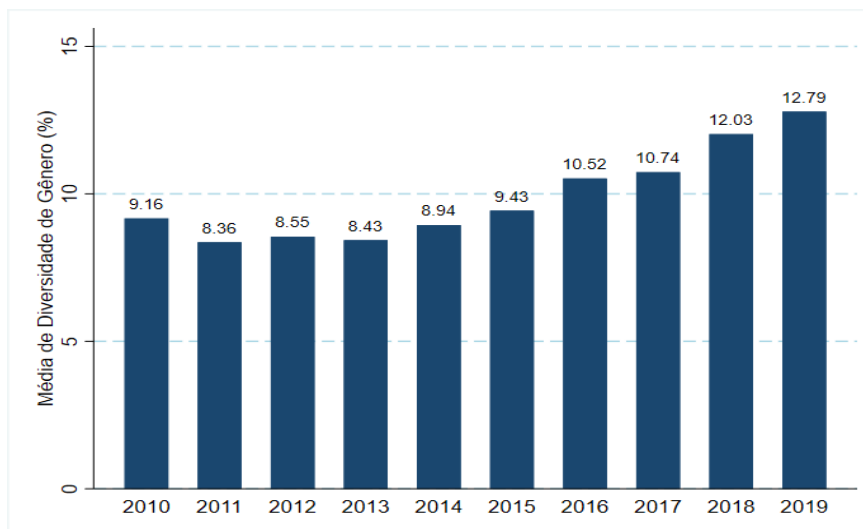


Gráfico 3: Média da diversidade de gênero (% de participação) nos conselhos por ano

Fonte: Elaboração própria.

O crescimento da presença de mulheres nos conselhos de administração das empresas brasileiras nos últimos 10 anos parece ainda mais insignificante se for analisado o número médio de mulheres nos conselhos por ano (Gráfico 4), que passa de 0,8 mulheres em 2010 para 0,9 em 2019. Ou seja, o crescimento da participação de 9,2% em para 12,8% em 2019, parece ter sido mais influenciado encolhimento do tamanho dos conselhos em quase 2 membros do que por um aumento efetivo do número de mulheres nos conselhos.

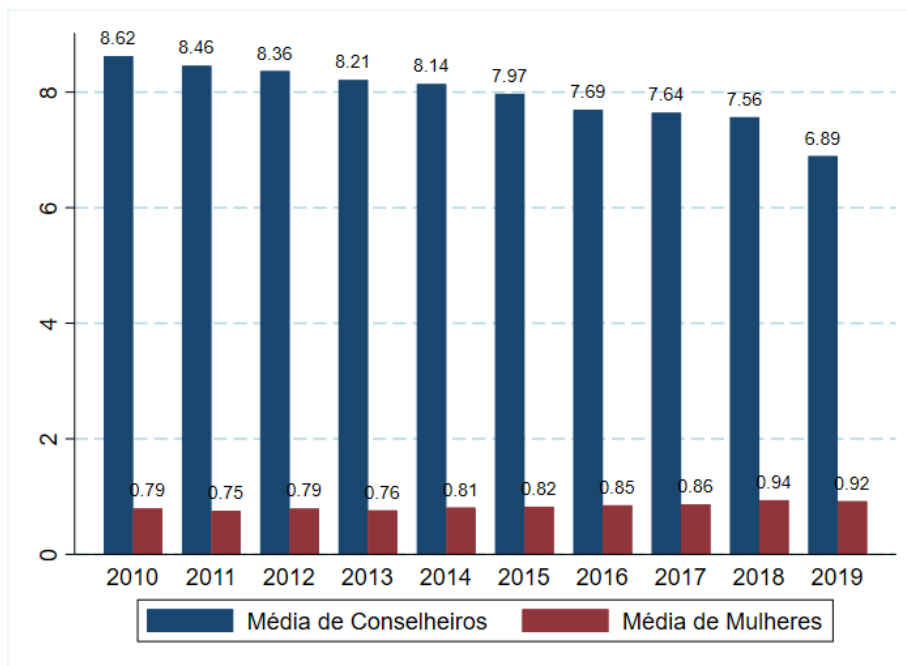


Gráfico 4: Média do tamanho dos conselhos e do número de mulheres nos conselhos

Fonte: Elaboração própria

O Gráfico 5 apresenta a distribuição da média de diversidade de gênero em porcentagem a cada ano, mostrando uma maior concentração de empresas em menores porcentagens e uma menor concentração de empresas nas porcentagens maiores.

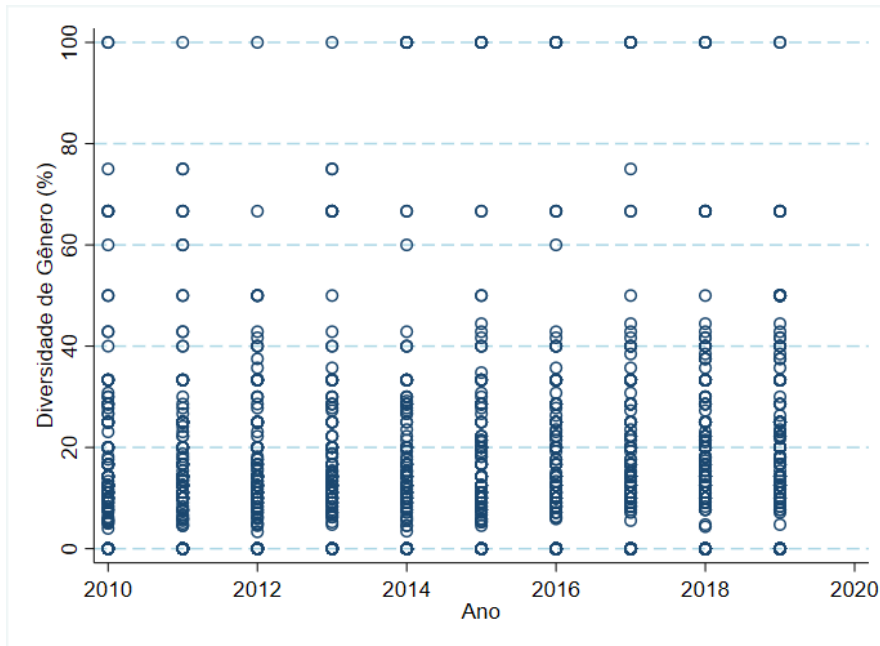


Gráfico 5: Distribuição da diversidade de gênero por ano

Fonte: Elaboração própria

A matriz de correlação entre as variáveis estudadas está apresentada na Tabela 4. Nota-se que as maiores correlações positivas da diversidade de gênero no conselho foram com o *score* de governança da Eikon Refinitiv e com o Q de Tobin. Surpreendentemente, as maiores correlações negativas foram encontradas com o tamanho da empresa (Ativo Total), ROA e ROE.

Tabela 4: Correlação entre as variáveis

	Div Gênero	Ativo	ROA	ROE	Tobins' Q (ln)	VarReceita	Endiv	ESG	Gov	List
Div Gênero	1									
Ativo	-0.2307*	1								
ROA	-0.1812*	0.3780*	1							
ROE	-0.1725*	0.2383*	0.8302*	1						
Tobin's Q (ln)	0.1087*	-0.0325	-0.0558*	0.1752*	1					
VarReceita	0,0095	0.0940*	0.2276*	0.2254*	0.0805*	1				
Endiv	-0.0584*	0.2920*	0.0540*	0,0296	0.1147*	0.0642*	1			
ESG	0,0575	0.4593*	0.0661*	0.0966*	-0.1977*	0,0343	0.1503*	1		
Gov	0.2424*	0.1815*	-0,0548	-0,0512	-0,0247	-0,0081	0.1589*	0.3741*	1	
List	-0.1681*	0.3363*	0.1805*	0.0892*	0.1237*	0.0684*	0.2267*	-0.1197*	0.0923*	1

Fonte: Elaboração própria

Nota: *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

4.2 Associação entre Diversidade de Gênero e Desempenho Financeiro

Como comentado, para testar se há uma associação positiva entre a diversidade de gênero e resultados financeiros, mesmo após controlar para o efeito de uma *proxy* robusta de governança corporativa, foram comparados os resultados de equações semelhantes, cada uma usando uma *proxy* de governança: primeiro foi utilizado o *rating* de governança da Eikon Refinitiv (Gov) e, a seguir, a *dummy* pertencer a um dos segmentos diferenciados de segmento de governança da B3 (*List*).

A Tabela 5 mostra os resultados dos testes que buscaram investigar se a participação feminina nos conselhos de administração (Diversidade de Gênero) está positivamente associada a indicadores de resultado financeiro de empresas quando se leva em conta a pontuação de governança (Gov) da Eikon Refinitiv. A coluna 1 mostra os resultados para os testes cuja variável dependente é o retorno sobre os ativos (ROA), enquanto a coluna 2 exhibe os resultados para o retorno sobre o patrimônio líquido (ROE). Já na coluna 3, os resultados apresentados são referentes aos testes cuja variável dependente é o Q de Tobin. A variável independente de interesse é a diversidade de gênero (*DivGênero*). Além da pontuação de governança da Eikon Refinitiv, foram utilizadas como variáveis de controle o crescimento da receita total (*ln*), os ativos totais (*ln*), o nível de endividamento e a idade da firma. Ademais, os testes também foram realizados com *dummy* de setor x ano.

Conforme a Tabela 5, este estudo encontra evidências de que a diversidade de gênero nos conselhos de administração está positivamente associada ao Q de Tobin (ao nível de significância de 1%), mas não encontra evidências de associação com o ROA ou ROE. O modelo que usa o Q de Tobin como *proxy* de resultados financeiros também é o que apresenta maior poder explicativo (r^2 de 0.210). Conforme a coluna (3), há evidências de que um aumento de 1% na diversidade de gênero está relacionado a um aumento de 0,70% no Q de Tobin. A participação feminina é a variável com maior poder de explicação do Q de Tobin entre as variáveis analisadas.

Vale notar que o *rating* de qualidade da governança da Eikon Refinitiv (Gov) não foi significativo para explicar os resultados financeiros em nenhum dos modelos da Tabela 5. Por outro lado, foi encontrada associação positiva com a Variação da

Receita em todos os modelos, indicando, como esperado, que os resultados financeiros são positivamente associados ao crescimento da receita. No modelo com o Q de Tobin, foi encontrada uma associação negativa com o tamanho da empresa (Ativo Total), sugerindo que empresas maiores tendem a ter Q de Tobin menores.

Tabela 5: Resultados dos modelos que usam a pontuação de governança da Eikon Refinitiv como proxy de governança (Gov) (Hipótese 1.1)

<i>Variáveis</i>	(1) ROA	(2) ROE	(3) Tobins' Q
DivGênero	-2.312 (4.899)	-6.321 (16.16)	0.704*** (0.258)
VarReceita	7.839*** (2.003)	13.76*** (4.278)	0.446*** (0.0785)
Ativo	-0.0185 (0.610)	2.522 (1.989)	-0.304*** (0.0669)
Endiv	-7.954** (4.057)	-13.89 (18.17)	0.0782 (0.253)
Idade da Firma	1.279** (0.637)	4.159** (2.031)	0.0286 (0.0690)
Gov	-0.00157 (0.0165)	-0.0687 (0.0640)	0.000887 (0.00173)
Setor x Ano	0.000174* (0.000104)	0.000446 (0.000334)	-1.26e-05 (8.72e-06)
Constante	-0.0923 (6.795)	-26.26 (19.91)	2.452*** (0.553)
Observações	612	598	607
Número de Empresas	94	93	93
p	3.74e-05	0.0167	0
R ²	0.133	0.0623	0.210

Fonte: dados trabalhados pelo autor

Nota: Erros padrões robustos entre parênteses. *** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$

Nos modelos que usam o ROA (coluna 1) e ROE (coluna 2) como *proxies* de resultados financeiros, não há evidências estatísticas de associação dessas variáveis com a diversidade de gênero nos conselhos de administração. Dentre as variáveis de controle, assim como ocorreu com o modelo que usa Q de Tobin, há evidências de associação positiva de ROA e ROE com a Variação da Receita. Diferentemente do que ocorreu no modelo com o Q de Tobin, há evidências de associação positiva também com a idade da firma (ao nível de significância de 5%), sugerindo que empresas mais maduras tendem a ter ROA e ROE maiores.

A Tabela 6 mostra os resultados dos testes com as mesmas equações da Tabela 5, mas agora usando a *dummy* pertencer a um segmento de governança diferenciado da B3 (N2 ou Novo Mercado), ao invés do *Rating* de Governança (Gov) da Eikon Refinitiv.

Tabela 6: Resultados dos modelos que usam a *dummy* segmentos diferenciados da B3 (N2 e NM) como proxy de governança (Hipótese 1.2)

<i>Variáveis</i>	(4) ROA	(5) ROE	(6) Tobins' Q
DivGênero	2.333 (2.511)	3.693 (6.221)	0.334* (0.195)
VarReceita	7.804*** (1.063)	19.38*** (2.953)	0.331*** (0.0486)
Ativo	2.255*** (0.485)	4.061*** (1.008)	-0.155*** (0.0384)
Endiv	-2.857 (6.125)	-13.60 (12.80)	0.649*** (0.175)
Idade da Firma	1.164 (0.764)	1.813 (1.736)	0.0790 (0.0544)
List	0.727 (1.285)	-3.224 (3.436)	0.570*** (0.119)
Setor x Ano	0.000123 (8.14e-05)	0.000480** (0.000219)	9.62e-06 (7.30e-06)
Constante	-19.11*** (5.127)	-33.46*** (10.15)	-0.132 (0.306)
Observações	2,211	2,006	2,102
Número de Empresas	260	244	253
p	0	0	0
R ²	0.0986	0.0535	0.0620

Fonte: dados trabalhados pelo autor

Nota: Erros padrões robustos entre parênteses. *** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$

Nota-se que o poder de explicação dos modelos (r^2) que utilizam a pontuação de Governança da Eikon Refinitiv como proxy de governança é maior que o dos modelos que utilizam a *dummy* pertencer a um segmento de governança diferenciado da B3, mesmo para um tamanho da amostra bastante inferior ao dos modelos da Tabela 6 (devido à indisponibilidade de dados da pontuação de Governança para todas as empresas).

Quando se analisa as variáveis utilizadas, encontra-se resultados diferentes entre os modelos das tabelas 5 e 6. Enquanto na Tabela 5, a Diversidade de Gênero foi

significante ao nível de 1% com o Q de Tobin, da Tabela 6 essa associação é bem mais fraca, com nível de significância de 10%. Nesse modelo, endividamento e listagem em segmentos diferenciados de governança da B3 parecem ter maior influência no Q de Tobin que a diversidade de gênero. Embora a variação da receita tenha grande poder de explicação das três variáveis financeiras nas duas tabelas, o ativo tem este poder para ROA, ROE e Q de Tobin na tabela 6, enquanto apenas este último na tabela 5.

Assim, comparando-se os resultados das tabelas 5 e 6, os resultados da presente investigação sugerem que encontrar ou não uma associação positiva forte entre diversidade de gênero no conselho e resultados financeiros no Brasil depende consideravelmente da *proxy* usada para medir governança corporativa: se é usada uma nota de qualidade de governança ou uma *dummy* para pertencer ou não a um segmento diferenciado de governança da B3.

Os resultados da Tabela 6 apresentam tanto convergências quanto divergências com estudos anteriores. O presente estudo não encontrou associação positiva entre a Diversidade de Gênero e o ROA, que foi encontrada por Silva e Martins (2017) e Oliveira *et al.*, (2018). No entanto, em linha com estes dois estudos, e também com Costa *et al.* (2019), foram encontradas no presente estudo evidências de associação positiva da diversidade de gênero com o Q de Tobin quando foram usadas tanto a *dummy* segmento da B3, quanto a nota de qualidade como proxy de governança, mas a associação é muito mais forte quando o rating de qualidade de governança da Eikon Refinitiv foi usado como proxy de governança. Também contrariando Costa *et al.* (2019), que encontraram associação negativa entre diversidade de gênero e o ROE (ao nível de significância de 5%), tal associação não foi significativa no presente estudo.

Além disso, no que se refere à variável segmento de governança da B3, o presente trabalho encontrou associação positiva significativa apenas com o Q de Tobin (ao nível de 1%). No entanto, Silva e Martins (2017) não encontraram associação, e Costa, Sampaio e Flores (2019) encontraram uma associação positiva com o Q de Tobin (ao nível de 5%) e com o ROA (ao nível de 10%), e negativa com o ROE (ao nível também de 10%).

4.3 Associação entre Diversidade de Gênero e *ESG disclosure*

A Tabela 7 traz os resultados dos testes que objetivaram verificar se a participação de mulheres no conselho de administração (*Gender diversity*) está positivamente associada à transparência das empresas, medida pelo *ESG disclosure score* da Bloomberg. A coluna 7 mostra os resultados dos testes realizados com a utilização do *rating* de qualidade de governança da Eikon Refinitiv como proxy de Governança, enquanto a coluna 8 mostra os testes utilizando a *dummy* segmento de governança da B3 (N2 ou NM).

Tabela 7: Resultados para a associação entre Diversidade de Gênero e *ESG Disclosure* (Hipótese 2)

<i>Variáveis</i>	(7) ESG	(8) ESG
DivGênero	7.651 (6.463)	6.632 (6.544)
VarReceita	-0.689 (1.061)	-1.982* (1.093)
Ativo	0.942 (0.746)	2.264*** (0.846)
Endiv	2.820 (5.468)	4.201 (4.381)
Idade da Firma	4.357** (1.758)	2.193 (1.440)
Gov	0.121* (0.0665)	- -
List	- -	-2.670 (2.990)
Setor x Ano	0.000510* (0.000274)	0.000380* (0.000210)
Constante	2.193 (8.643)	4.437 (8.871)
Observações	506	832
Número de Empresas	72	108
p	0.00697	8.83e-05
R ²	0.215	0.204

Fonte: dados trabalhados pelo autor

Nota: Erros padrões robustos entre parênteses. *** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$

Nota-se que em nenhum dos modelos foi encontrada significância estatística na associação entre diversidade de gênero no conselho e o nível de *ESG disclosure*. No modelo que usa o *rating* de governança da Eikon Refinitiv (coluna 7), houve

associação positiva com a idade da empresa (ao nível de 5%) e com a qualidade da governança (mas, apenas ao nível de 10%), sugerindo que empresas mais experientes e com melhores práticas de governança corporativa tendem a ser mais transparentes em relação a práticas suas ambientais, sociais e de governança. No entanto, no modelo que usa a listagem em segmentos diferenciados da B3 para medir governança (coluna 8), o nível de ESG disclosure se mostrou mais associado com o tamanho da empresa (ao nível de 1%), indicando, como esperado, que empresas maiores tendem a divulgar mais. No entanto, apresentou associação negativa inesperada com a variação da receita (mas, apenas ao nível de 10%), sugerindo que empresas com maior crescimento de receita tendem a divulgar menos suas práticas ESG.

Assim, os resultados deste estudo não oferecem suporte para aceitar a hipótese 2, sugerindo, ao contrário, que não há associação entre a diversidade de gênero no conselho e o nível de divulgação ambiental, social e de governança nas empresas brasileiras.

Os resultados deste trabalho são consistentes com os de Khan (2010), que também não encontrou associação entre a diversidade de gênero no conselho e *CSR reporting* em bancos comerciais privados de Bangladesh, e também com os de Giannarakis (2014a, 2014b), que também não encontrou associação significativa com o *ESG disclosure* em empresas da Fortune 500 nos USA. No entanto, contrariam os resultados de Liao *et al.* (2005) e Jizi (2007), que encontraram associação positiva em empresas da Grã-Bretanha. Também contrariam os resultados de Husted e Sousa-Filho (2019), que encontraram associação negativa entre diversidade de gênero e o *ESG disclosure* entre empresas da América Latina, incluindo brasileiras.

Além dos resultados apresentados nas tabelas 5 a 7, foram realizados testes de robustez para todas as hipóteses, utilizando-se, no lugar da percentagem de mulheres no conselho, *dummies* de presença de mulheres: ter uma ou mais mulheres, ter duas ou mais mulheres e ter três ou mais mulheres. Apenas no cenário de uma ou mais mulheres o modelo permaneceu com significância e em linha com os resultados encontrados nas tabelas 5 a 7 - apenas para Q de Tobin. Como os resultados dos testes que usam percentual de mulheres ou presença de uma ou mais mulheres foram

parecidos, concluiu-se que os testes originais eram robustos o suficiente para que a análise fosse mantida.

Para os cenários de duas, três ou mais mulheres, não houve qualquer significância. Os resultados encontrados contrariam Konrad e Kramer (2008), para os quais nos USA existe um “número mágico” de três mulheres no conselho para que se faça diferença de fato. No Brasil isso não foi encontrado, provavelmente porque a quantidade de conselhos com mais de duas mulheres é muito baixa - em média 17% das 360 empresas do estudo, tinham duas ou mais mulheres entre 2010 e 2019 e apenas 7% tinham três ou mais mulheres. Mesmo com o aumento, o gráfico 5 anterior mostra que a quantidade média de mulheres no conselho passou de 0,79 em 2010 para 0,92 em 2019, ou seja, na última década a média se manteve em menos de uma mulher por conselho.

5. CONCLUSÃO

O presente estudo se propõe a endereçar algumas das lacunas existentes na literatura brasileira sobre a associação entre diversidade de gênero em conselhos de administração e dois tipos de resultados das empresas: resultados financeiros e nível de divulgação de informações ambientais, sociais e de governança.

Num primeiro momento, este trabalho testa se há uma associação positiva entre resultados financeiros e a diversidade de gênero, mesmo após controlar para o efeito da variável governança corporativa, mas agora considerando uma *proxy* comparativamente mais robusta que a listagem em níveis diferenciados de governança da B3 (frequentemente usada na literatura brasileira), qual seja, o *rating* da base Eikon Refinitiv, que mede a qualidade das práticas de governança das empresas numa escala de 0 a 100.

Quando uma nota para as práticas de governança foi usada para controlar Governança, foi encontrada associação positiva forte (significância de 1%) entre diversidade de gênero no conselho e o Q de Tobin, sugerindo que empresas com maior diversidade de gênero no conselho tendem a apresentar maior Q de Tobin. No

entanto, quando a listagem nos segmentos N2 e Novo Mercado da B3 é usada para controlar Governança (prática normalmente utilizada pela literatura brasileira), foi encontrada associação bem mais fraca da diversidade de gênero com o Q de Tobin (significância de 10%).

Assim, os resultados deste trabalho sugerem que encontrar ou não uma associação positiva forte entre diversidade de gênero no conselho e resultados financeiros no Brasil depende consideravelmente da *proxy* usada para medir governança corporativa, ou seja, se é usada uma nota de qualidade das práticas de governança ou uma *dummy* para pertencer ou não a um segmento diferenciado de governança da B3.

Outro objetivo deste estudo é analisar se há associação entre a diversidade de gênero no conselho e o nível de divulgação sobre práticas ambientais, sociais e de governança pelas empresas brasileiras. Contrariando os resultados de Husted e Sousa-Filho (2019), que encontraram associação negativa entre diversidade de gênero no conselho e o nível de *ESG disclosure* entre empresas da América Latina (incluindo do Brasil), não foi encontrada aqui relação significativa entre a diversidade de gênero e o *ESG disclosure score* da Bloomberg, seja no modelo que utilizou pertencer a segmentos diferenciados de governança da B3 como *proxy* de governança, seja no modelo que utilizou a nota de qualidade das práticas governança (da base Eikon Refinitiv).

Foram realizados testes de robustez para os mesmos modelos, considerando-se em lugar da porcentagem de mulheres no conselho, uma *dummy* indicativa de uma ou mais mulheres no conselho, e então duas ou mais mulheres no conselho, e por fim, três ou mais mulheres no conselho. Percebeu-se maior significância estatística para uma ou mais mulheres, e a mesma significância foi reduzindo com o aumento da restrição, contrariando Konrad e Kramer (2008), para os quais nos USA existe um “número mágico” de três mulheres no conselho para que se faça diferença de fato. A diferença dos resultados no Brasil pode estar associada ao pequeno número de empresas com duas ou mais mulheres no conselho (17%) ou com três ou mais mulheres no conselho (apenas 7%).

É importante destacar que os resultados deste estudo não podem ser interpretados como uma relação de causa e efeito, em que quanto maior a participação de mulheres nos conselhos maiores seriam os resultados financeiros das firmas, pois este estudo mantém as limitações dos diversos estudos citados, de ter encontrado uma associação positiva e não uma relação causal.

Assim, permanecem abertas oportunidades para estudos futuros que utilizem metodologias mais robustas para avaliar se há relação de causa e efeito, bem como que usem outras proxies de governança corporativa que permitam uma amostra maior, superando a limitação dos dados disponíveis. Outra oportunidade seria investigar se a utilização somente do pilar de Governança (G) e não da média ESG do rating de *disclosure* da Bloomberg como indicador de transparência traz resultados diferentes.

6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Adams, B., & Ferreira, D. (2009). Women in the boardroom and their impact on governance and performance. *Journal of Financial Economics*, 94(2), pp. 291–309.
- Adams, R. B., Hermalin, B. E., & Weisbach, M. S. (2010). The role of boards of directors in corporate governance: a conceptual framework and survey. *Journal of economic literature*, 48(1), pp. 58-107. Doi:10.1257/jel.48.1.58.
- Adams, R.B., & Ferreira D. (2007). A Theory of Friendly Board. *Journal of Financial Economics*, 62(fev), pp. 217-250.
- Adams, Renée B., & Ferreira, Daniel (2008). "Women in the Boardroom and Their Impact on Governance and Performance," *CEI Working Paper Series 2008-7*, Center for Economic Institutions, Institute of Economic Research, Hitotsubashi University.
- Ahern, K. R., & Dittmar, A. K. (2012). The Changing of the Boards: The Impact on Firm Valuation of Mandated Female Board Representation. *Quarterly Journal of Economics*, 1, pp. 137–197.
- B3. *Segmentos de Listagem*. Recuperado em 29 de dezembro, 2020 de <http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/empresas-listadas.htm>
- Cheng, S. (2008). Board Size and the Variability of Corporate Finance. *Journal of Financial Economics*. Vol. 87, Issue 1, pp. 157-176.
- Coates, J.M., & Hebert, J. (2008). "Endogenous steroids and financial risk taking on a London trading floor", *Proceedings of National Academy of Sciences*, vol. 105, pp. 6167-6172.
- Canyon, M., & He, L. (2017). Firm performance and boardroom gender diversity: A quantile regression approach, *Journal of Business Research*.
- Costa, L., Sampaio, J. de O., & Flores E. S. (2019). Diversidade de Gênero nos Conselhos Administrativos e sua Relação com Desempenho e Risco Financeiro nas Empresas Familiares. *RAC*, Maringá, v. 23, n. 6, SI Corp Gov Fam Bus, art. 3, pp. 721-738.
- Cumming, Douglas J., Leung, Tak Yan, & Rui, Oliver M. (2015). Gender Diversity and Securities Fraud, February 2. *Academy of Management Journal*, Forthcoming.
- Daily, C. M., & Dalton, D. R. (2003). Women in the boardroom: a business imperative. *Journal of Business Strategy*, 24(5), pp. 8-9.
- Deloitte, (2019). Mulheres no Conselho. Recuperado em 15 de outubro, 2020 de <<https://www2.deloitte.com/br/pt/pages/risk/articles/mulheres-no-conselho.html>>
- Fondas, N., & Sassalos, S. (2000). A Different Voice in the Boardroom: How the Presence of Women Directors Affects Board Influence over Management. *Global Focus*, 12, pp. 13–22.
- Giannarakis, G. (2014a). Corporate governance and financial characteristic effects on the extent of corporate social responsibility disclosure. *Social Responsibility Journal*, 10(4), pp. 569 – 590.
- Giannarakis, G. (2014b). The determinants influencing the extent of CSR disclosure. *International Journal of Law and Management*, 56(5), pp. 393 – 416.

- Goldman Sacks (2020). IPOs de empresas com mulheres no conselho. Recuperado em 15 de outubro, 2020 de <https://www.nexojornal.com.br/expresso/2020/01/27/Por-que-este-banco-s%C3%B3-far%C3%A1-IPOs-de-empresas-com-mulheres-no-conselho>
- Husted, Bryan W., & Sousa-filho, José Milton de. (2019). Board structure and environmental, social, and governance disclosure in Latin America. *Journal of Business Research*, vol. 102, issue C, pp. 220-227.
- Izraeli, D (2000). "Women directos in Israel", in R.J. Burke and M. Mattis (eds), *Women on Corporate Boards of Directors: International Challenges and Oportunities*, Luwer, Dordrecht, pp 75-96.
- Jizi, M. (2017). The influence of board composition on sustainable development disclosure. *Business Strategy and the Environment*, 26, pp. 640-655.
- Khan, M. H. U. Z. (2010). The effect of corporate governance elements on corporate social responsibility (CSR) reporting: empirical evidence from private commercial banks of Bangladesh. *International Journal of Law and Management*, 5(2), pp. 82-109.
- Kim, D., & Starks, L. T. (2016). Gender diversity on corporate boards: do women contribute unique skills? *American Economic Review*, v. 106, n.5, pp. 267-71.
- Konrad, A. M., Kramer, V. W., & Erkut, S. (2008). Critical mass: The Impact of three or more women on corporate boards. *Organizational Dynamics*, 37(2), pp. 145-164.
- Liao L, Luo L, & Tang Q. (2015). Gender diversity, board independence, environmental committee and greenhouse gas disclosure. *British Accounting Review* 47: pp. 409-424.
- Linkedin, (2020). Recuperado em 15 de outubro, 2020 < <https://amazonasatual.com.br/das-oito-profissoes-emergentes-seis-contratam-mais-homens-do-que-mulheres/>>
- Lockwood, N. (2005). Workplace diversity: leveraging the power of difference for competitive advantage. Alexandria, Va.: *Society for Human Resource Management*.
- Low, Daniel C.M., Roberts, Helen e Whiting, & Rosalind H. (2015). Board gender diversity and firm performance: Empirical evidence from Hong Kong, South Korea, Malaysia and Singapore. *Pacific-Basin Finance Journal* 35, pp. 381–401.
- 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? *Revista de Administração Contemporânea – RAC*, 15(1), pp. 126-137.
- Manyaga, Fawz a, & Ammar, Taha (2020). Linking firm performance with board diversity: A literature review b Bussecon *Review of Finance & Banking*, 2(1). pp. 10-18.
- Matsa, David A., & Amalia R. Miller (2013). A Female Style in Corporate Leadership? Evidence from Quotas: Dataset. *American Economic Journal: Applied Economics*.
- Maznevski, M. L (1994). "Understanding our differences: Performances in decision-making groups with diverse members", *Human Relations*, vol. 47, nº5, p.531.
- Mazon, Bruna Costa. (2019). The value of diversity: can a company's gender diversity levels have a positive influence on its financial performance?. 75 f.

- Mckinsey (2019). Recuperado em 15 de outubro, 2020 de <<https://www.mckinsey.com/featured-insights/gender-equality/women-in-the-workplace-2019>>.
- Modiba, E. M., & Ngwakwe, C. C. (2017). Women on the corporate board of directors and corporate sustainability disclosure. *Corporate Board: role, duties and composition*, 13(2), pp. 32-37.
- Nielsen, S., & Huse, M. (2010). Contribuição das mulheres diretoras na tomada de decisão do conselho e envolvimento estratégico: O papel da percepção de igualdade. *European Management Review*, 7(1), pp. 16-29.
- OIT, Organização Internacional do Trabalho. (2019). Recuperado em 15 de outubro, 2020 de <<https://news.un.org/pt/story/2019/05/1673451>>.
- Oliveira, Isaac Gezer Silva, Cardoso de, Sâmela Pedrada, Dias, Ricardo Santos, & Pedro Borges. (2018). Influence of Female boardroom presence on firm value: An analysis on companies listed on B3. *Revista de Negócios*, v. 23, n. 3, pp. 49-58, July, 2018.
- ONU (2015). Recuperado em 15 de outubro, 2020 de <<http://online.fliphtml5.com/gbcm/bczq/>>.
- Refinitiv. *Environmental, Social and Governance (ESG) scores from Refinitiv*. (2020). Recuperado em 28 de dezembro, 2020 de <https://www.refinitiv.com/content/dam/marketing/en_us/documents/methodology/esg-scores-methodology.pdf>.
- Roberts, M. R., & Whited, T. M. (2012). Endogeneity in empirical corporate finance [Working Paper No. FR 11-29]. Simon School. Recuperado em 15 de outubro, 2020 de <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1748604>.
- Silva, C. P. Jr, & Martins, O. S. (2017). Mulheres no Conselho Afetam o Desempenho Financeiro? Uma Análise da Representação Feminina nas Empresas Listadas na BM&FBOVESPA. *In: XV Congresso USP de Controladoria e Contabilidade*. São Paulo.
- Silva, L. K. S. (2020). Mais é melhor! Mulheres no conselho de administração e a divulgação de responsabilidade social corporativa relacionada a gênero. Dissertação de Mestrado, Universidade Federal do Ceará, Fortaleza, CE, Brasil.
- Silva, A. L. C. da, & Margem, H. (2015). Mulheres em Cargos de Alta Administração Afetam o Valor e Desempenho das Empresas Brasileiras? *Revista Brasileira de Finanças*, 13(1), pp. 102-133.
- Talenses e Insuper. (2019). Panorama Mulher. Recuperado em 15 de outubro, 2020 de <<http://online.fliphtml5.com/gbcm/bczq/>>.
- Wang, J., & Coffey, B. S. (1992). Board composition and corporate philanthropy. *Journal of Business Ethics*, 11(10), pp. 771-778.
- Webb, E. (2004). An examination of socially responsible firms' board structure. *Journal of Management and Governance*, 8(3), pp. 255-277.
- WEF (2020). Global Gender Gap Report do Fórum Econômico Mundial Recuperado em 15 de outubro, 2020 de <<https://medium.com/@sarawagneryork/aten%C3%A7%C3%A3o-nos-100-anos-que-nos-separam->

c2b099496812#:~:text=Trabalhando%20em%20dire%C3%A7%C3%A3o%20a%20Uma,12%25%20dos%20profissionais%20s%C3%A3o%20mulheres>

- Williams, R. J. (2003). Women on corporate boards of directors and their influence on corporate philanthropy. *Journal of Business Ethics*, 42(1), pp. 1-10.
- Wilson, N., & Atlantar, A. (2009). "Director characteristics, gender, balance and insolvency risk: An empirical study", Working Paper, Credit Management Research Centre, Leeds University Business School.
- Ye, Dezhu & Deng, Jie & Liu, Yi & Szewczyk, Samuel H. & Chen, Xiao, (2019). "Does board gender diversity increase dividend payouts" Analysis of global evidence," *Journal of Corporate Finance, Elsevier, vol. 58(C)*, pp. 1-26.
- Zhang, J. Q., Zhu, H., & Ding, H. B. (2013). "Board composition and corporate social responsibility: an empirical investigation in the post sarbanes-oxley era. *Journal of Business Ethics*, 114(3), 381-392.
- Zelechowski, D. D., & Bilimoria, D. (2004). "Characteristics of women and men corporate inside directors in the US", *Corporate Governance*, vol. 3, pp. 337-342.