INSPER INSTITUTO DE ENSINO E PESQUISA

CURSO BACHARELADO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

EDUARDA LEÃO BORGES SIPOLATTI

A influência da presença feminina nos conselhos de administração no desempenho financeiro e percepção de valor das empresas – uma análise do mercado brasileiro

SÃO PAULO

2022

EDUARDA LEÃO BORGES SIPOLATTI

A influência da presença de mulheres nos conselhos de administração no desempenho financeiro e percepção de valor das empresas – uma análise do mercado brasileiro

Trabalho de conclusão de curso apresentado ao curso de graduação em Economia como requisito parcial para a obtenção do título de Bacharel do Insper Instituto de Ensino e Pesquisa.

Professora Orientadora: Prof. Cristiane Kussaba

SÃO PAULO

2022

Leão Borges Sipolatti, Eduarda.

A influência da presença de mulheres nos conselhos de administração no desempenho financeiro e percepção de valor das empresas – uma análise do mercado brasileiro / Eduarda Leão Borges Sipolatti. – 2022
21 f.

Orientadora: Cristiane Kussaba
Dissertação (bacharelado) – Insper Instituto de Ensino e Pesquisa.

1. Diversidade de gênero em cargos executivos e Conselhos de Administração. 2. Análise de dados financeiros e múltiplos de mercado investigação do impacto da presença feminina. I. Cristiane Kussaba. II. Dissertação (bacharelado) – Instituto de Ensino e Pesquisa. III. Insper. IV. A influência da presença de mulheres nos conselhos de administração no desempenho financeiro e percepção de valor das empresas – uma análise do mercado brasileiro.

EDUARDA LEÃO BORGES SIPOLATTI

A influência da presença de mulheres nos conselhos de administração no desempenho financeiro e percepção de valor das empresas – uma análise do mercado brasileiro

Trabalho de conclusão de curso apresentado ao curso de graduação em Economia como requisito parcial para a obtenção do título de Bacharel do Insper Instituto de Ensino e Pesquisa.

Professora Orientadora: Prof. Cristiane Kussaba

Banca Examinadora

_____

Orientadora Professora Cristiane Kussaba

Insper Instituto de Ensino e Pesquisa

_____

Professor Eric Barreto

Insper Instituto de Ensino e Pesquisa

AGRADECIMENTOS

Em primeiro lugar, eu gostaria de agradecer ao meu pai Claudio e à minha mãe Karla que sempre foram os maiores incentivadores e patrocinadores dos meus sonhos e estiveram ao meu lado em todas as minhas decisões. Agradeço, também, a toda minha família por ser a base sólida que eu preciso para cumprir com as minhas obrigações e para querer sempre ser alguém melhor todos os dias.

Ao meu pai Claudio, que mesmo com todos as tarefas, sempre teve tempo para contribuir com a minha formação acadêmica e pessoal e opinar de forma construtiva nos meus trabalhos e realizações.

Obrigado a todos os meus colegas e, em especial, ao meu namorado Pedro, pelo suporte ao longo de toda graduação – todos foram fundamentais para o meu desenvolvimento pessoal e profissional e pela força durante essa trajetória.

Por fim, agradeço veemente minha professora orientadora, Cristiane Kussaba, pelas reuniões de trabalho e alinhamento, pelas sábias dicas e aconselhamento e pela disposição para discutir ideias e estruturas de texto. A sua colaboração foi fundamental para a conclusão do trabalho.

RESUMO

Introdução: A presença feminina em cargos de gestão e liderança, como os Conselhos de Administração, ainda é baixa, mesmo com fortes movimentos de inclusão e políticas de equidade de gênero. Observa-se que, ainda, existem poucas pesquisas que relacionam as empresas listadas na BOVESPA com diversidade de gênero, performance financeira e percepção de valor de mercado. **Objetivo:** Investigar o impacto da maior presença de mulheres em *boards* no desempenho financeiro e na visão do mercado sobre as empresas, com objetivo de verificar se existem evidências de uma relação positiva já encontrada em estudos prévios usando empresas internacionais. **Método:** Coletar informações de amostra de dados de empresas de capital aberto para guiar análise econométrica que relacione todos os componentes e promova alguma associação – com dados da plataforma Bloomberg e Relação com Investidor. **Resultado:** Os resultados mostram uma relação positiva e significativa entre a percepção de valor de mercado e a diversidade de gênero em Conselhos de Administração, mas a relação positiva esperada não pode ser confirmada para os indicadores de performance financeira. **Conclusão:** Investir em mulheres nos cargos executivos é uma maneira interessante de estimular a percepção do mercado positiva sobre a empresa. Com foco na melhoria de performance, não há argumentação sólida que mostre a relação das variáveis no mercado brasileiro. **Contribuição:** Analisar o Brasil e fornecer informações cruciais para a condução de políticas públicas e incentivos à diversidade de gênero.

Palavras- chaves:

Diversidade de gênero. ESG. Governança Corporativa. Mulheres em Conselhos de Administração. Monografia. Percepção de valor. Performance financeira. Responsabilidade Social Corporativa. Social.

ABSTRACT

Introduction: The female presence in management and leadership positions, such as the Boards, is still low, even with strong inclusion movements and gender equity policies. It is observed that there is still limited research that relates BOVESPA listed companies with gender diversity, financial performance, and perception of market value. **Objective:** To investigate the impact of the greater women's participation on boards on financial performance and on the market's view of the companies, in order to see if there is evidence of a positive relationship already found in previous studies using international companies. **Method:** Collect information from sample data from publicly traded companies to guide econometric analysis that relates all components and promotes some **association - with data from the Bloomberg platform and Investor Relations. Results:** The results show a positive and significant relationship between the perception of market value and gender diversity in Boards of Directors, but the expected positive relationship cannot be confirmed for the financial performance indicators. **Conclusion:** Investing in women in executive positions is an interesting way to stimulate positive market perception about the company. Focusing on performance improvement, there is no solid argumentation that shows the relationship of the variables in the Brazilian market. **Contribution:** Analyze Brazil and provide crucial information for public policies and incentives for gender diversity.

Keywords:

Board Diversity. Corporate Governance. ESG. Firm performance. Financial metrics. Gender Diversity. Governance. Monography. Value Perception. Women in Boards.

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO.....8

1.1 Pergunta de pesquisa..... 10

1.2 Hipótese principal.....10

1.3 Objetivo Geral..... 11

1.4 Objetivos Específicos..... 12

2 REVISÃO DE LITERATURA.....13

2.1 Diversidade de gênero em Conselhos De Administração.....13

2.2 Mulheres em Conselhos e a performance da empresa.....14

2.3 Diversidade de gênero e Scores ESG.....16

3 DADOS E METODOLOGIA.....18

3.1 Amostra e base de dados.....18

3.2 Variáveis de performance e percepção de mercado.....18

3.3 Variáveis de diversidade de gênero.....20

3.4 Variáveis Controle.....21

3.5 Análise Descritiva.....23

3.6 Tratamento de dados.....26

3.7 Modelo Econométrico.....30

4 RESULTADOS E DISCUSSÃO.....31

5 LIMITAÇÕES E SUGESTÕES DE PESQUISAS FUTURAS.....35

6 CONCLUSÃO.....37

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....38

1 INTRODUÇÃO

Os primeiros anos do Século XXI mostram um crescimento na preocupação dos indivíduos com atitudes sustentáveis, sociais e de governança dentro das empresas. Nesse contexto, os agentes econômicos deixam de focar apenas em aspectos financeiros para tomada de decisão de consumo e de investimento e incluem, também, a relação da empresa com critérios de sustentabilidade e de responsabilidade social corporativa. O surgimento do termo *Environment, Social and Governance* (ESG), publicizado na Organização das Nações Unidas (*Who Cares Wins*, 2004)[1], ampliou a preocupação da sociedade com essas práticas, uma vez que permitiu que os órgãos reguladores e as instituições traduzissem o pensamento e a atitude ESG em métricas palpáveis de desenvolvimento sustentável. Como consequência, as empresas começaram a ser cobradas de mover um posicionamento acerca das novas pautas sociais, ambientais e de governança. Dentro das ações de governança, por exemplo, estão os tópicos de diversidade de gênero, que estimulam à presença de mais mulheres dentro dos cargos executivos e de liderança e, em paralelo, isso desperta o interesse dos pesquisadores e tomadores de decisão em verificar qual é o impacto dessa participação feminina nesses cargos (Brahma, Nwafor & Boateng, 2020).

Com a promoção e difusão do termo ESG, novas medidas buscaram reforçar, entre múltiplos outros pilares, a importância da equidade de gênero dentro do meio corporativo. Em 2010, por exemplo, a Organização das Nações Unidas (ONU) consolidou o braço “ONU Mulheres”, alocando esforços únicos para o debate internacional da defesa aos direitos das mulheres. Durante a Conferência das Nações Unidas de 2012[2], em solo brasileiro, propagou-se dezessete objetivos sustentáveis que deveriam guiar as pautas governamentais e empresariais ao redor do mundo. Novamente, a questão da diversidade de gênero foi endereçada a partir do Objetivo de Desenvolvimento Sustentável 5 (ODS 5), de igualdade de gênero em todos os setores. Por fim, na implementação da Agenda 2030[3], também promovida pela ONU,

---

[1] Publicação do Pacto Global em conjunto ao Banco Mundial de 2004, na qual o secretário-geral da ONU Kofi Annan fez uma reflexão sobre como integrar fatores ambientais, sociais e de governança no mercado de capitais.

[2] Conferência das Nações Unidas sobre Desenvolvimento Sustentável, popularmente chamada de Rio+20, aconteceu na cidade do Rio de Janeiro em 2012.

[3] Plano global com data limite de 2030 promovida em Assembleia Geral das Nações Unidas, em Nota York, no ano de 2015.

criou-se a iniciativa “Planeta 50/50” com foco em reduzir a desigualdade e discriminação de gênero ao redor do mundo. Nessa lógica, os 193 estados membros, aderentes ao movimento, começaram a portar sanções, projetos de leis e iniciativas voluntárias voltadas para a preocupação com os direitos femininos no ambiente empresarial.

Diante do tema central de igualdade entre homens e mulheres, surgiu a preocupação com cadeiras femininas dentro das empresas, seja em Conselhos, em cargos executivos, na força de trabalho ou em outros comitês optativos das companhias. O reflexo da preocupação com a composição dos Conselhos Administrativos em função da diversidade de gênero, por exemplo, levou os países a aderirem projetos de leis (conhecidos como quotas compulsórias) ou o modelo de recomendações governamentais (que atuam como projetos voluntários) para aumento de mulheres nesses cargos (Brahma, Nwafor & Boateng, 2020; Adams & Ferreira, 2009; Adams, Nowland, & Grey, 2011; Reddy & Jadhav, 2019). Alguns países europeus, como Itália, Noruega e Espanha, optaram por mover projetos de quotas agressivas, e mandatórias, para garantir a presença feminina nos conselhos em níveis de 30%-40%. Já países como a Inglaterra e os Estados Unidos, optaram por manter tom de recomendação e permitir que os tomadores de decisão pudessem agir livremente na composição dos *boards*, embora fossem recomendados a aderir premissas de diversidade.

No Brasil, por mais que existam projetos de leis em discussão, não há uma regulação que imprima compulsoriamente um percentual mínimo de mulheres nas posições de Conselho de Administração. Em 2021, da amostra de empresas com capital aberto na bolsa de valores brasileira (BOVESPA), 55% das empresas possuíam mulheres nos cargos, mas apenas 6% registram uma presença de pelo menos três participantes femininas nos Conselhos (B3, 2021)[4]. Embora seja recomendado a diversidade, a trajetória de equidade ainda é longa e requer muitos esforços dos agentes econômicos envolvidos – investidores, fornecedores, consumidores, trabalhadores, governos, entre outros. A falta de representatividade dentro dos Conselhos e dos cargos de diretoria motivam estudos investigativos que busquem validar a relação entre a presença de mulheres e o melhor desempenho das

[4] Relatório “Mulheres em Ações, divulgado em 2021 pela B3 com base em todas as empresas de capital aberto na BOVESPA.

empresas. Nessa perspectiva, pesquisas que reúnem dados de empresas da América Latina mostram que constituir times diversos pode aumentar a probabilidade de alta performance em aproximadamente 15% em relação aos outros competidores do mercado sem presença feminina (McKinsey, 2020)[5]. Além de aspectos quantitativos, a mesma pesquisa promove a relação entre diversidade de gênero e felicidade e saúde organizacional dos colaboradores, junto com a fomentação de melhores práticas de negócios.

1.1 PERGUNTA DE PESQUISA

Dado o contexto de baixa representatividade feminina em cargos de liderança, como nos *boards*, e as políticas de incentivo à diversidade e inclusão, o objetivo do estudo é responder: Qual o impacto da presença feminina em Conselhos de Administração na performance financeira e na percepção de valor de mercado da empresa?

Para isso, serão usados indicadores balizadores de performance, como o retorno sobre ativos (ROA), retorno sobre patrimônio líquido (ROE) e retorno sobre capital investido (ROIC); e múltiplos de mercado como o valor da empresa dividido pelo lucro antes de juros, imposto de renda, depreciação e amortização (EV / EBITDA) e o índice Preço Lucro (P/L), que dialoga diretamente com o preço das ações na bolsa de valores (BOVESPA, no caso do mercado acionário brasileiro).

1.2 HIPÓTESE PRINCIPAL

A hipótese principal é a existência uma correlação positiva entre a presença de mulheres nos Conselhos de Administração e a performance financeira das empresas, assim como com valor de mercado, dado que a diversidade estimula boas práticas de mercado, eleva o compromisso com presença nas reuniões de conselho e estimula a adoção de práticas de governança que impulsionam a performance (Adams & Ferreira, 2009). Ou seja, a hipótese central é que no longo prazo, empresas com maior

[5] Relatório da empresa global de consultoria McKinsey, chamado de Diversity Mattters, que reúne dados de 700 grandes empresas da América Latina (2020).

diversidade de gênero, e maior presença de mulheres, possam usufruir de melhor performance financeira e melhor percepção do mercado.

A consequência da relação positiva tende a ser o desejo por aumentar o número de mulheres dentro do quadro de colaboradores, motivados pela esperança de melhores resultados financeiros, sem a necessidade de intervenção governamental mais severa (Mastella, Vancin, Perlin & Kirch, 2021). Todavia, deve-se ponderar cuidadosamente possíveis desvios do resultado esperado, uma vez a movimentação para inserção de mulheres é recente no mercado brasileiro e ainda com baixa expressão frente à presença masculina – resultando em um alto número de empresas sem conselheiras mulheres. Dessa maneira, encontrar um resultado neutro ou não significativo entre as variáveis pode derivar da sub-representação feminina, de modo que o resultado poderia se ajustar com o acréscimo gradual de mulheres nos cargos de liderança (Eduardo, 2019). De toda forma, a pesquisa constitui-se como passo fundamental para construção de investigações empíricas de longo prazo.

Junto à limitação numérica de empresas dispostas na BOVESPA há, também, a dificuldade de mensurar todos os efeitos que influenciam a performance e a percepção de valor da firma, tornando importante a observação de possíveis variáveis controles, como o tamanho do conselho, a presença de comitês de auditoria, as classificações industriais e o índice ESG, com foco nos componentes Social e de Governança. Compreender efeitos secundários da pesquisa é fundamental para responder a hipótese central.

1.3 OBJETIVO GERAL

O objetivo geral é a avaliação dos efeitos da presença feminina nos cargos executivos das empresas, dialogando com indicadores de desempenho e percepção de valor no mercado. Ou seja, medir se entre todos os componentes que afetam a performance da empresa e os respectivos múltiplos de mercado existe uma relação com a diversidade de gênero nos Conselhos de Administração.

1.4 OBJETIVOS ESPECÍFICOS

Já os objetivos específicos são: dialogar com a literatura brasileira e com a literatura internacional a fim de investigar indícios de que os efeitos positivos capturados em estudos empíricos internacionais poderão ser observados no mercado brasileiro, e construir base de dados capaz de trazer informações sobre a hipótese central.

1.5 CONTRIBUIÇÃO DE PESQUISA

O artigo constrói contexto para estudo da diversidade de gênero no Brasil e, também, internacionalmente – uma vez que provoca o efeito da relação entre presença feminina em conselhos e performance e percepção de valor das empresas brasileiras com dados recentes e, ainda, com a interpretação do impacto do uso de diferentes indicadores financeiros para a definição de “performance”, e de múltiplos para definição de “valor de mercado”. Somado a isso, traz informações cruciais para os decisores de políticas públicas moldarem projetos de leis que atuem de forma assertiva na redução da discriminação, sem impacto negativo nos resultados das empresas e sem alocação de recursos para políticas ineficientes. A escolha de pesquisa do mercado brasileiro carrega, implicitamente, perspectivas de particularidades do país, como o impacto de projetos de leis em andamento e de características sociais e políticas estruturais, que permeiem a temática e que possam ser adicionadas em pesquisas futuras.

2 REVISÃO DE LITERATURA

2.1 DIVERSIDADE DE GÊNERO EM CONSELHOS DE ADMINISTRAÇÃO

A sub-representação feminina dentro de Conselhos de Administração é atribuída historicamente à existência de um viés de gênero ou preconceito que inibe a presença de mulheres nesses cargos (Reddy & Jadmav, 2019). Ou seja, há um componente subjetivo na exclusão feminina capturado pela postura masculina perante a possibilidade de inserção de mulheres nos cargos de alta gestão – esse componente pode ser associado a um estereotipo negativo atribuído (Adams, 2016). Além disso, é possível endereçar parte da falta de diversidade em Conselhos ao *gap* salarial entre homens e mulheres nos mesmos cargos (Terjesen & Singh, 2008). Nesse caso, a construção de políticas públicas de equidade de gênero na remuneração poderiam estimular a presença feminina em posições executivas e cadeiras de conselhos.

Somados aos critérios de vieses de gênero e discriminação salarial entre homens e mulheres, ainda é possível introduzir outros aspectos na equação de diversidade, como o ambiente corporativo, que pode ser mais ou menos hostil; a situação tradicional daquele setor econômico, que pode ser historicamente mais ou menos masculinos; a complexidade do processo produtivo; e o background acadêmico de mulheres dentro daquela área de trabalho (Domínguez, Sánchez & Álvarez, 2010).

Em paralelo, especialmente a partir do século XXI, governos começaram a fomentar a maior presença feminina em *boards* com argumentação de que conselhos mais diversos tendem a ser mais independentes e, consequentemente, mais eficientes (Adams, 2016). Nesse contexto, a diversidade de gênero ganha importância no âmbito das políticas públicas e surgem duas abordagens principais: primeiro, a possibilidade de imposição de quotas compulsórias mínimas para a presença de mulheres em Conselhos; segundo, a gestão de incentivos que direcionem as empresas para aderir às políticas de diversidade de forma voluntária. Brahma, Nwafor & Boateng (2020) mostram estudos de caso de países como a Itália e Bélgica que adotaram o modelo de quotas mandatórias e obteram efeito adverso: muitas mulheres sem experiência entraram em cargos de alta gestão, mas não tinham a capacitação necessária e os resultados de curto prazo foram negativos. Do outro lado, países com sistemas optativos aderiram gradativamente os incentivos da diversidade e usufruem

de bons resultados de longo prazo da participação feminina, como é o caso da Inglaterra.

Pode-se perceber que a sub-representação feminina carrega componentes históricos e culturais, além de efeitos diretos da discriminação de gênero, e que políticas públicas mal conduzidas podem trazer o efeito contrário ao desejado na missão de impulsionar a equidade e a maior presença de mulheres em cadeiras executivas.

2.2 MULHERES EM CONSELHOS E A PERFORMANCE DA EMPRESA

Outra possibilidade de análise é entender como mulheres em Conselhos de Administração podem afetar a performance financeira das empresas. Existem estudos que promovem a ideia de uma correlação positiva entre a presença de mulheres em *boards* e o desempenho, isso a partir da segmentação feminina em níveis de participação – que implicam em níveis de diversidade (Brahma, Nwafor & Boateng, 2020). A pesquisa mostra que, mais importante do que a presença de mulheres, é necessário investigar a variável de diversidade com diferentes níveis para visualizar o aumento progressivo nos coeficientes entre as variáveis. Nesse caso, quanto mais mulheres estão dentro dos cargos, maior será a probabilidade de uma alta performance.

Adams & Ferreira (2009), também, argumenta uma série de questionamentos com a finalidade de investigar se a presença de mulheres nos Conselhos de Administração gera um impacto nas práticas de governança que possibilite impulsionar a performance das firmas. Embora os autores consigam verificar a relação positiva entre mulheres e eficiência do *board*, o resultado não se traduz para o resultado financeiro – que aparenta sinal negativo. Os pesquisadores entendem que o resultado pode ter sido impossibilitado por alguns critérios de especificidade omitidos das empresas que distorceram os resultados, quando comparados à estudos prévios com a mesma finalidade.

Apesar dos resultados diferentes, tanto Adams & Ferreira (2009) como Brahma, Nwafor & Boateng (2020) assumem que a criação de um sistema de quotas mandatórias para a inserção feminina nos Conselhos de Administração não é benéfica

para o estímulo da governança nem para a performance das empresas. Nessa mesma perspectiva, Adams, Nowland & Grey (2011), entende que o efeito positivo entre performance e presença feminina em *boards* reside de convocações voluntárias e indicações compulsórias não conseguem captar o mesmo efeito. Ou seja, em interlocução com o tópico anterior, a melhor forma de usufruir dos bons resultados da diversidade de gênero é garantir que as empresas possuam liberdade nas condutas de escolha de acionistas e executivos.

O estudo de Adams, Nowland & Grey (2011), captura o efeito da reação do mercado perante uma indicação de conselheiro(a) e provoca a comparação entre apontamentos femininos e masculinos. Por mais que os resultados aparentam ser positivos, os autores limitam as empresas que podem desfrutar desse benefício – e a questão retoma para as escolhas governamentais entre uma abordagem voluntária por parte dos países (que desfrutam resultados positivos) e quotas mandatórias (logo, não desfrutam do benefício).

Mastella, Vancin, Perlin & Kirch (2021) implementam o mesmo questionamento para o mercado brasileiro, mas, agora, com a inserção de variável de risco, e exploram, também, as diferenças de análise para um país emergente e sem legislação para presença de diversidade de gênero nos Conselhos de Administração. Os autores mostram que, além do resultado positivo entre a presença feminina nos cargos e a performance financeira, empresas com maior performance desfrutam mais do benefício da diversidade comparativamente às empresas classificadas como baixa performance. A consequência do efeito positivo é que o portfólio dos investidores tende a priorizar empresas com conselhos mais diversos, a fim de adquirir uma maior rentabilidade. Agora, outra variável é inserida dentro da tomada de decisão dos conselheiros: a ideia de que, além de maior performance financeira, diversidade de gênero pode atrair mais investimentos pela possibilidade de geração de valor de longo prazo.

Outra abordagem possível é investigar se a presença de mulheres irá aumentar a vantagem competitiva das empresas (Domínguez, Sánchez & Álvarez, 2012). Os autores trazem nova perspectiva ao, mesmo com resultados inconclusivos, mostrarem que desvios entre a teoria e a prática podem derivar de especificidades do negócio e da empresa e, também, da composição e tamanho dos comitês de trabalho, assim como das suas proporções de gênero. Aqui, surge outro ponto fundamental para a

análise: existem componentes não diretamente relacionados a hipótese central que causam impactos nos resultados e devem, de alguma forma, serem considerados nas pesquisas econométricas. Caso contrário, os resultados podem não aparecer.

A investigação da composição de conselhos com a performance da empresa é uma relação relativamente comum dentro do meio acadêmico. Todavia, os resultados podem ser bastante diversos a partir da escolha de indicadores financeiros para representar “performance” e, claro, do ecossistema de empresas escolhido para a pesquisa, além, claro, da influência da escolha de outras variáveis para compor o modelo.

2.3 DIVERSIDADE DE GÊNERO E SCORES ESG

Além de olhar para a diversidade de gênero nos Conselhos de Administração sob a ótica de performance financeira, é possível investigar movimentações nos scores de ESG a partir de mais mulheres. Em um primeiro momento, é fácil assumir que os dois deveriam caminhar juntos, uma vez que dentro dos componentes ESG está a diversidade de gênero. Todavia existem inúmeros outros fatores que podem influenciar a composição final do score e que podem despistar ou transformar o resultado lógico esperado. Logo, existe uma relação positiva entre a composição dos Conselhos e os índices de sustentabilidade empresarial. Ou seja, números equilibrados entre homens e mulheres promovem melhores rankings ESG para as companhias (Romano, Cirillo, Favino & Netti, 2020).

Embora o termo ESG tenha sido oficializado em 2004, ainda não há uma regulação universal e padronizada sobre como as empresas devem reportar suas respectivas ações sustentáveis para o mercado, nem quais empresas estariam dispostas a esse tipo de regulamentação. Dessa forma, a melhor maneira de traduzir numericamente posturas e condutas ESG no ambiente corporativo acontece por meio de índices internacionais de credibilidade no mercado. É comum o uso de scores da Bloomberg para metrificar “ESG Disclosure” (Arayssi, Dah & Jizi, 2016). Os indicadores reúnem as informações liberadas pelas empresas em paralelo ao real envolvimento das companhias com as pautas publicadas.

Velte (2016) também estuda a relação entre mulheres na gestão e indicadores de sustentabilidade, sociais e de governança com dados da Áustria e da Alemanha. O autor usa a Teoria do Stakeholder (Freeman, 2010) como base teórica para investigar a relação entre governança corporativa e responsabilidade social corporativa. Nesse contexto, é esperado que os stakeholders esperem uma alta gestão dentro dos *boards* e levem a diversidade de gênero em consideração. Freeman (2010) define "stakeholder" como qualquer indivíduo que possa afetar ou ser afetado pelos objetivos da empresa. Como resultado, Velte (2016) encontra na regressão componente positivo e significante entre a variável de equidade de gênero e a performance ESG das empresas.

Já para as empresas estadunidenses, Manita, Bruna, Dang, Houanti (2017) também visualizam resultados positivos entre a composição diversa dos *boards* e os scores ESG pelo efeito no compromisso com a responsabilidade social corporativa. Daí, as autoras trazem outra motivação para se investir na feminização dos Conselhos de Administração: a possibilidade de a empresa usufruir de melhores práticas de governança corporativa. Os resultados trazem incentivos para as empresas buscarem trazer mais mulheres para os cargos executivos.

Em conjunto, as abordagens tornam viável o entendimento de que as motivações para adoção de Conselhos mais diversos também permeiam pelo campo de visar ter melhores práticas de responsabilidade corporativa e melhores scores ESG, que, como consequência, agregam mais valor para os stakeholders no longo prazo.

3 DADOS E METODOLOGIA

3.1 AMOSTRA E BASE DE DADOS

Com objetivo de investigar quantitativamente o impacto da presença de mulheres nos Conselhos de Administração na performance financeira e na percepção de valor pelo mercado, utiliza-se informações de 105 empresas listadas na BOVESPA no ano de 2021. As informações são coletados pela plataforma de dados Bloomberg e, secundariamente, diretamente dos portais de Relação com Investidor de cada companhia que possua capital aberto e esteja dentro das 105 empresas selecionadas. A plataforma é responsável por fornecer tanto informações que metrifiquem “performance” e “percepção de valor” quanto balizadores de diversidade de gênero. A escolha das empresas, em paralelo, é dependente da transparência da companhia frente aos critérios ESG e de diversidade – uma vez que ambos são pilares fundamentais para responder a hipótese central. Dessa forma, empresas sem informações de diversidade não foram incluídas dentro da base de dados.

Junto com as informações da Bloomberg, foram adicionados mediadores setoriais que têm a função de indicar o setor econômico que a empresa está posicionada, conforme classificação da B3.

A construção da base de dados trouxe duas principais dificuldades que foram enfrentadas durante período de pesquisa: (1) para análise do mercado brasileiro, é importante olhar para empresas dispostas na BOVESPA e muitas empresas ainda não se comprometem a reportar indicadores de sustentabilidade e governança corporativa, tal como divulgar métricas de diversidade; a quantidade de empresas com essas informações dispostas na plataforma foi de 105; e (2) a temática de ESG no ambiente corporativo ainda é recente, logo tornou-se difícil encontrar dados temporais de acompanhamento das empresas nesses pilares; por isso, mirou-se na análise do ano de 2021 com foco em comparar comportamentos inter-empresas (ao invés de intra-empresa).

3.2 VARIÁVEIS DE PERFORMANCE E PERCEPÇÃO DE MERCADO

Os indicadores de performance e de percepção de valor pelo mercado são classificados como variáveis dependentes, uma vez que são utilizados como

mecanismos ou ferramentas para entender a variável independente – a diversidade dentro dos *boards*. Na literatura, é usual a escolha de indicadores financeiros para representar “performance”, enquanto a “percepção de valor” pode ser construída via investigação dos múltiplos de mercado.

Sob essa ótica, para medir desempenho, é comum o uso do Retorno sobre Ativos (ROA) (Adams & Ferreira, 2009; Moreno-Gómez, Lafuente & Vaillant, 2018; Reddy & Jadhav, 2019; Brahma, Nwafor & Boateng, 2020; Mastella, Vancin, Perlin & Kirch, 2021), que indica a rentabilidade dos ativos capturado pela fração do lucro líquido sobre todos os ativos da companhia (circulantes e não circulantes). Para interpretação do indicador, basta pensar que a empresa quer maximizar o lucro com a menor quantidade de ativos – logo, quanto maior o ROA, maior será a atratividade dessa empresa. Todavia, é importante balizar o componente industrial dentro da interpretação desse índice – uma vez que diferentes indústrias possuem necessidades diferentes de compra de ativos para girar a operação usual.

Usar o ROA para metrificar performance não é um consenso dentro do meio acadêmico. Logo, outro indicador foi selecionado: o Retorno sobre Patrimônio Líquido (ROE), também usado em outros estudos (Rodríguez-Domínguez, García-Sánchez & Gallego-Álvarez, 2021; Mastella, Vancin, Perlin & Kirch, 2021). A medida captura o quanto a empresa lucra com capital investido (ou seja, com os próprios recursos da companhia, o capital dos acionistas) – é um indicador capaz de medir a rentabilidade ou eficiência da firma. Essa medida sozinha, por si só, também apresenta algumas limitações de uso: um ROE muito alto pode representar lucros não consistentes (ou pico em um ano exclusivo), além da possibilidade de a empresa ter contraído muitos passivos circulantes; e, em paralelo, um ROE negativo deve ser desconsiderado na comparação de empresas com ROE > 0 – uma vez que não carrega informações sólidas para analisar a companhia em questão.

Em adição aos dois índices de performance financeira, a pesquisa também aborda o Retorno sobre Capital Investido (ROIC) para metrificar a rentabilidade de investimento na empresa, considerando todo o capital investido – seja capital próprio ou de terceiros. Nessa lógica, a diferença perante o ROE é que, agora, além do capital dos acionistas, os recursos dos credores também são considerados. Sendo assim, a relação do ROIC com o ROE também pode ser explorada para fins de análise –

empresas com ROE muito superior ao ROIC podem, por exemplo, dar indício de alavancagem via dívidas para melhoria de resultados de curto prazo.

Somados os três indicadores, espera-se responder se a presença feminina nos Conselhos de Administração aumentam a performance financeira da empresa. Agora, é preciso integrar a percepção de valor do mercado na pesquisa. Para isso, são usados múltiplos que capturam a visão do mercado sobre aquela empresa, e a relação entre o preço de mercado e outros componentes operacionais da empresa, como o lucro operacional. A primeira medida é o EV / EBITDA, que representa o valor da empresa dividido pelo lucro antes de juros, imposto, depreciação e amortização. Para chegar no valor da empresa, é necessário multiplicar o preço da ação listada na bolsa pelo número total de ações no mercado e subtrair do endividamento líquido. O EBITDA é tratado como uma *proxy* do potencial gerador de caixa a partir da operação. Logo, a interpretação do indicador estático é: quantos EBITDA a empresa possui em termos de todo o capital investido – e podem indicar como o mercado vislumbra a empresa, uma vez que indicadores altos tendem a dizer que o mercado vê potencial de crescimento e geração de valor, por isso, paga mais por aquele ativo.

Outra forma de capturar opiniões do mercado sobre as empresas é pelo índice P/L, que mensura o preço da ação pelo lucro daquela mesma ação – podendo indicar disparidades entre o preço justo considerado no mercado. O indicador explica em quantas vezes a ação está sendo negociada pelo valor do seu lucro acumulado. Logo, frações mais altas indicam que o mercado está pagando mais caro por esse ativo comparativamente aos outros disponíveis. Novamente, isso pode indicar que o investidor vê potencial de crescimento nesse ativo. Esse indicador, ao contrário do EV/ EBITDA, comporta maior grau de volatilidade, dinamismo e incerteza – uma vez que pode variar conforme efeitos passageiros do *business cycle.*

3.3 VARIÁVEIS DE DIVERSIDADE DE GÊNERO

Já entendido quais são as variáveis dependentes, é importante entender quais são as variáveis independentes, também chamadas de variáveis explicativas, usadas para construção dos modelos econométricos. Essas variáveis abordam o objetivo de estudo central da pesquisa – a presença de mulheres dentro dos Conselhos. Nesse contexto, são selecionados mensuradores da diversidade de gênero nas empresas –

tudo, claro, com o objetivo final de investigar como alterações na participação de mulheres nos *boards* podem impactar as variáveis dependentes: desempenho financeiro e valor de mercado.

Para isso, foram selecionadas algumas variáveis principais para teste: mulheres no *board,* que captura o número total de mulheres nos conselhos em uma escala numérica; o % mulheres no *board,* que mede o valor percentual de mulheres nesses cargos, agora com viés de intensidade da presença feminina; e, por fim, a representação feminina, variável *dummy* que indica 1 = mulheres em cargos de Conselho de Administração e 0 = Conselhos estritamente masculinos.

3.4 VARIÁVEIS CONTROLE

Além dos grupos acima, existe o grupo de variáveis controle, que são aqueles fatores que podem gerar algum efeito na regressão, mesmo que de forma secundária, e devem ser balizados dentro dos métodos econométricos. Ou seja, são termos que podem afetar também a performance da empresa e a percepção de mercado e, por isso, precisam estar inseridas na equação, a fim de minimizar efeitos desconhecidos pelo estudo.

Como controle, foi considerado o tamanho do Conselho de Administração, a % de mulheres dentro da força de trabalho total da empresa, os índices de ESG dispostos no mercado e padronizados pela Bloomberg, com foco nos componentes “Social” e “Governança”, a existência de um comitê de auditoria na empresa e as classificações setoriais. Além disso, foram incrementadas as receitas anuais das empresas (2021) e um parâmetro de endividamento, calculado de fração da dívida bruta pelos ativos totais.

Como exemplo para entendimento das variáveis controle, por exemplo, o nível de endividamento da empresa pode afetar sua performance naquele ano, assim como o setor econômico que a empresa está inserida. Já índices de sustentabilidade podem impactar secundariamente a percepção de valor pelos acionistas – mesmo que não seja o objetivo central do estudo. Portanto, é necessário inserir esse componente dentro dos métodos econométricos para que o efeito da variável seja considerado dentro das regressões.

A Tabela 1, disposta abaixo, mostra um quadro-resumo com a relação de todas as variáveis do estudo e como elas são calculadas dentro do estudo proposto.

Tabela 1: Descrição das variáveis

Nome	Definição
Variáveis Dependentes	
ROA	Variável capturada pela divisão do resultado líquido da empresa pelo total de ativos
ROE	Variável capturada pela divisão do resultado líquido pelo capital próprio da empresa
ROIC	Variável capturada pela divisão do lucro antes do imposto renda (EBIT) pelo capital investido na empresa
P/L	Variável capturada pela divisão entre o preço da ação e o lucro por ação da empresa
EV/EBITDA	Número total de ações multiplicado pelo preço das ações, dividido pelo lucro antes do imposto de renda, depreciação e amortização (EBITDA)
Variáveis Independentes	
DUMMYBOARD	Variável dummy que indica 1 para presença feminina no Conselho de Administração e 0 para a ausência
Mulheres no Board	Número de mulheres no Conselho de Administração
% Mulheres no Board	Proporção de mulheres no Conselho de Administração frente ao número total de integrantes
Variáveis Controle	
Tamanho do Conselho	Número total de integrantes do Conselho de Administração
% Mulheres na empresa	Proporção de mulheres na força de trabalho frente ao número total de integrantes
Índice ESG	Índice capturado pela extensão da divulgação Ambiental, Social e de Governança com variação de 0-100 pontos
Índice Social	Parte do índice ESG que captura exclusivamente aspectos do pilar Social do termo ESG com variação de 0-100 pontos
Índice Governança	Parte do índice ESG que captura exclusivamente aspectos do pilar Governança do termo ESG com variação de 0-100 pontos
Tamanho do Comitê Auditoria	Número total de integrantes no Comitê de Auditoria
Comitê de Auditoria	Variável dummy que indica 1 para existência de Comitê de Auditoria e 0 para ausência
Dummies Industriais	Variáveis dummy para as 10 indústrias observadas: Bens Industriais, Comunicações, Consumo Cíclico, Consumo não Cíclico, Financeiro, Materiais Básicos, Petróleo, Gás e Biocombustíveis, Saúde, Tecnologia da Informação e Utilidade Pública
Endividamento	Variável capturada a partir da fração entre a dívida bruta total da empresa (2021) e os ativos totais da companhia no mesmo ano
Receita Anual	Receita bruta total da companhia para o ano de 2021 em reais

Fonte: A autora (2022). Dados obtidos na plataforma Bloomberg (2021)

3.5 ANÁLISE DESCRITIVA

A Tabela 2 apresenta como as variáveis do estudo se comportam dentro da amostra, com o cálculo das principais medidas estatísticas – média, desvio padrão, valor mínimo e valor máximo.

Tabela 2: Análise estatística das variáveis

Variáveis	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
ROA	6,22	9,41	-53,07	30,66
ROE	23,44	36,36	-155,46	250,00
ROIC	13,68	19,59	-133,91	70,85
P/L	17,99	19,13	-0,36	109,84
EV/ EBITDA	10,62	8,13	0,32	46,16
Mulheres no Board	1,11	0,93	0,00	4,00
% Mulheres no Board	13,71	11,24	0,00	42,86
% Mulheres na empresa	35,43	19,23	4,30	87,00
Tamanho do Conselho	8,04	2,25	4,00	14,00
Índice ESG	46,72	8,72	23,54	63,28
Índice Social	37,88	11,39	15,05	64,15
Índice Governança	61,57	6,46	43,86	87,36
Tamanho do Comitê Auditoria	3,26	1,20	0,00	9,00
Endividamento	34,12	21,29	0,58	134,4
Receita Anual (em R$ MM)	30,72	65,43	0,33	453,67

Fonte: A autora (2022). Dados obtidos na plataforma Bloomberg (2021)

Dentre as 105 empresas com capital aberto no Brasil, e presentes na amostra, o número de mulheres dentro dos Conselhos de Administração varia de 0 até 4 integrantes femininas, que é o caso do Grupo Natura. Dentre a amostra, 31 empresas não possuem mulheres no Conselho, enquanto 74 contemplam de 1 a 4 participantes. A média, em contrapartida, é bem inferior, com 1,11 mulheres nos cargos. Esse baixo número de mulheres, reflete em um percentual médio também baixo de 13,71% para presença feminina em *boards*, que reforça a predominância masculina nos cargos. A mesma lógica se reproduz na participação média feminina na força de trabalho (35,43%), embora, agora, haja um maior desvio padrão (19,23) – a empresa mais feminina em 2021, a Vivara S.A, trabalhou com 87% da força de trabalho alocada em mulheres, enquanto a empresa mais masculina, a M. Dias Branco, trabalhou com

apenas 4,3% alocado em mulheres. Ou seja, diferentemente do número de mulheres nos cargos executivos, dentro das empresas é possível ver maior discrepância entre empresas mais masculinas e empresas mais femininas. No ranking, as empresas mais femininas foram a Vivara S.A (87%), Fleury (80,59%) e Rede D´Or (73,66%). Do lado oposto, as empresas mais masculinas são a M. Dias Branco (4,3%), Tupy (7,6%) e São Martinho (7,8%).

É possível segmentar diversidade de gênero por setor industrial (Tabela 3). Dessa forma, torna-se viável comparar setores mais femininos com setores com menores taxas de diversidade. Isso é impactado pela quantidade de dados na amostra (N). A disparidade de Consumo Cíclico (N=26) para Tecnologia da Informação (N=2) pode ser explicada por dois fatores: (1) o número de empresas com capital aberto é bastante diverso por setor e (2) o número de empresas que divulgam informações de diversidade também acompanha essa diversidade.

Tabela 3: Presença feminina por indústria

Classificações industriais	*N*	% Mulheres no Board	% Mulheres na empresa
Bens Industriais	13	16,04	23,10
Comunicações	3	24,39	44,01
Consumo Cíclico	26	15,39	48,12
Consumo não Cíclico	13	14,08	31,95
Financeiro	7	7,20	47,16
Materiais Básicos	11	10,93	16,87
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	5	13,53	29,12
Saúde	7	9,24	68,04
Tecnologia da Informação	2	27,68	44,07
Utilidade Pública	18	12,05	22,01

Fonte: A autora (2022). Dados obtidos na plataforma Bloomberg (2021)

Para força de trabalho, as empresas mais femininas estão no setor de saúde (68,04%), com destaque para a empresa Fleury (80,59%), Rede D´Or (73,66%) e OdontoPrev (71,29%). No lado oposto, o setor mais masculino é o de Materiais Básicos (16,87%), com nomes como Usiminas (9,1%), Klabin (14,43%) e Suzano (15%). Para participação feminina nos Conselhos de Administração, o setor com maior presença é o de tecnologia de informação (27,69%), mas, também, com apenas duas

empresa na base de dados – a TOTVS, com 3 de 7 executivas sendo mulheres e a Positivo Tecnologia com 12,5%. O setor com menor participação feminina no Conselho é o Financeiro, com apenas 7,20%, e 4 das 7 empresas sem mulheres nos cargos. O setor de saúde, em paralelo, apresenta apenas 9,25% de representação nos *boards,* embora seja o setor mais feminino no quadro de colaboradores.

Para dados com maior dispersão, é válido observar como as medidas estatísticas se comportam nos respectivos grupos de distribuição, também chamado de percentis (Tabela 4). Nesse contexto, a amostra é seccionada em quatro grupos que comportam 25% dos dados ordenados – de 0 a 100%.

Tabela 5: Análise estatística por percentis

% Mulheres no Board	0-25%		25-50%		50-75%		75-100%	
	Média	Mediana	Média	Mediana	Média	Mediana	Média	Mediana
ROA	6,09	4,86	6,88	7,93	4,57	4,12	7,25	5,62
ROE	24,38	18,81	38,06	24,69	10,54	12,12	16,95	13,32
ROIC	15,44	12,90	12,64	14,91	11,96	8,82	13,68	10,45
P/L	18,93	10,29	12,70	9,61	18,93	9,68	21,81	13,54
EV/ EBITDA	10,06	6,60	10,08	7,57	11,51	10,17	11,31	8,44
Índice ESG	46,36	46,76	44,14	45,37	47,62	48,68	48,99	48,07
Endividamento	38,40	34,54	36,63	37,99	35,17	42,31	23,14	18,78
Receita	28,85	5,61	33,47	9,91	26,07	10,90	34,98	7,99

Fonte: A autora (2022). Dados obtidos na plataforma Bloomberg (2021)

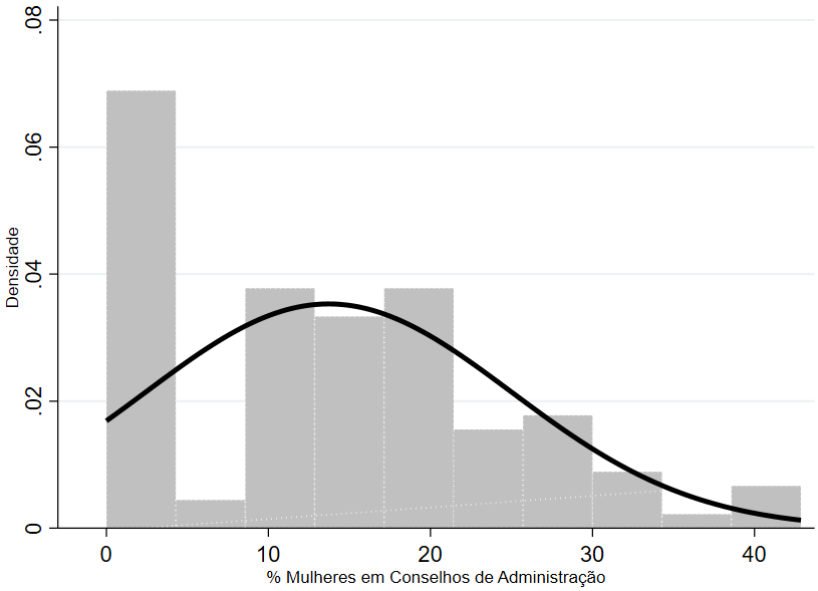
A análise preliminar não fornece a certeza de que existe uma causalidade entre as variáveis nesse momento. Todavia, é possível entender como as variáveis se comportam na média (e, em paralelo, na mediana) a partir do aumento do percentual de mulheres nos Conselhos de Administração. Nesse contexto, por exemplo, é possível notar que o ROA médio é maior no último quartil, com maior presença de mulheres proporcionalmente ao número total de cadeiras, do que no primeiro quartil – com a menor participação feminina. Já o ROE e a Receita não apresentam um comportamento claro, uma vez que seus valores possuem maior oscilação entre quartis e o ROIC possui relação decrescente, com maior valor médio nas empresas com menor concentração feminina nos cargos executivos.

Os múltiplos de mercado e o índice ESG médio crescem com o avanço dos quartis, o que mostra uma relação interessante de percepção de valor do mercado na precificação das empresas. Inicialmente, pode-se esperar que esses parâmetros sejam impactados positivamente pelas mulheres em Conselho, ou que ao menos exista alguma relação positiva entre as variáveis. A proxy do endividamento, capturada pelas dívidas brutas pelos ativos totais, é menor, na média, nas empresas com maior diversidade – podendo ser um indício de uma relação negativa.

3.6 TRATAMENTO DOS DADOS

Embora seja comum assumir que as variáveis seguem uma distribuição normal, é necessário realizar testes para comprovar como as informações se comportam, dado que isso impacta toda a condução de método de pesquisa escolhido posteriormente. Para isso, pode-se seguir dois caminhos principais: (1) verificação da normalidade a partir da visualização gráfica, e (2) comprovação das hipóteses a partir de testes estatísticos. Os gráficos de distribuição de frequência são métodos gráficos de iniciar a investigação da normalidade.

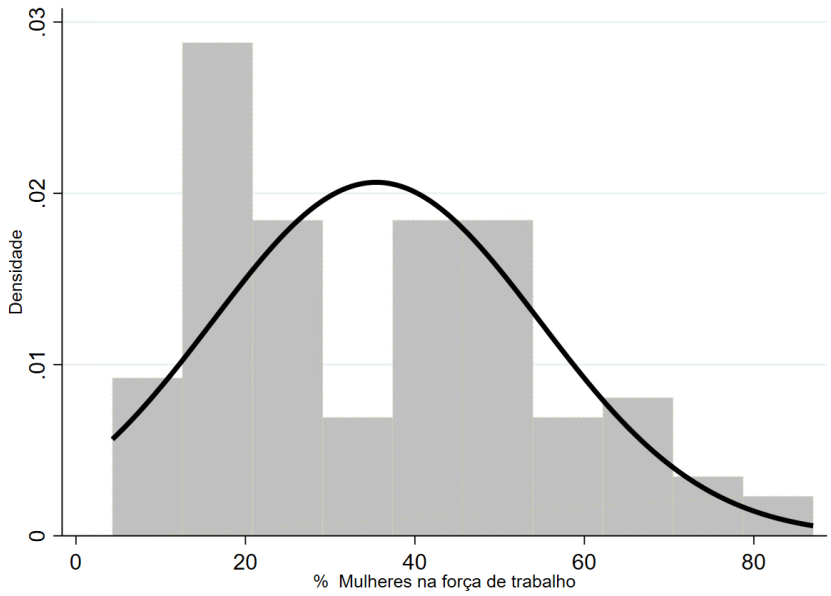
Gráfico 1: Histograma do percentual de mulheres em Conselhos de Administração



Fonte: A autora (2022). Dados obtidos na plataforma Stata (2021)

A presença de mulheres dentro das cadeiras de alta gestão (Gráfico 1), aparentam não ter uma distribuição normal, com mais dados concentrados nas menores porcentagens de participação feminina. Essa assimetria é esperada, uma vez que o objetivo de estudo é investigar a sub-representação de mulheres nesses cargos, e que o movimento de equidade de gênero ainda é recente, com muitos desafios pela frente. Em seguida, para a presença de mulheres na força de trabalho (Gráfico 2), o movimento de assimetria a esquerda se repete, mas com menor intensidade. Novamente, é previsto que exista uma desigualdade no número de mulheres contra homens no quadro de colaboradores das empresas. Agora, diferentemente do quadro anterior, é possível ver concentrações nas duas caudas – ou seja, existem empresas mais femininas (+50% dos funcionários são mulheres).

Gráfico 2: Histograma do percentual de mulheres na força de trabalho



Fonte: A autora (2022). Dados obtidos na plataforma Stata (2021)

Embora essas duas observações de não normalidade fossem esperadas com base no espelho da realidade das empresas de capital aberto no Brasil, ainda é preciso testar a distribuição das variáveis dependentes. Para isso, pode-se mover o

teste de Shapiro-Wilk[6], junto com os coeficientes de assimetria – conhecidos como "skewness" dentro da plataforma Stata (Tabela 6).

Tabela 6: Testes de Normalidade

Variáveis	Prob > z	Assimetria
ROA	0,001	-2,14
ROE	0,001	1,67
ROIC	0,001	-3,4
P/L	0,001	2,39
EV/ EBITDA	0,001	1,64
% Mulheres na empresa	0,001	0,473
% Mulheres no Conselho	0,002	0,393

Fonte: A autora (2022). Dados obtidos na plataforma Stata (2021)

O teste de Shapiro-Wilk testa a hipótese nula (H_0) de que as variáveis possuem distribuição normal, e, como expresso, todos os parâmetros refutam H_0 com 0.01 de significância. Ou seja, não há normalidade na distribuição das variáveis e a aplicação de testes que vislumbrem relações lineares entre os termos não podem ser aplicados. Em adição, o componente de assimetria diferente de zero também indica a não normalidade dos dados. Valores positivos, como para ROE, P/L, EV/EBITDA, % Mulheres na empresa e % Mulheres no Conselho mostram uma relação de assimetria a esquerda, com mais dados concentrados nos menores valores. Já o ROA e o ROIC possuem assimetrias negativas e indicam uma concentração maior na cauda direita – nos maiores valores. Investigar o componente de assimetria é fundamental para medir a qualidade do ajuste.

Com a não linearidade das variáveis, torna-se necessário performar uma transformação (Wooldridge, 2002). Assimetrias positivas, como as variáveis de diversidade de gênero, os múltiplos de mercado e o ROE, são tratados com a transformação logarítmica ou raiz quadrada, com a preocupação com os valores negativos dentro da amostra. Já as assimetrias negativas, como é o caso do ROIC e

[6] Teste publicado em 1965 pelos pesquisadores e estatísticos Samuel Sanford Shapiro e Martin Wilk com objetivo de testar a normalidade da estatística de frequência de dados.

do ROA, são tratadas primordialmente com raiz cúbica, e, também, com logaritmo (log). Dessa forma, foram realizadas os tratamentos e ajustes nos dados para a condução da regressão linear múltipla no modelo econométrico.

Para investigar a correlação entre as variáveis (Tabela 7) utiliza-se a correlação de Spearman[7], dado que as variáveis não seguem distribuição normal. A correlação não é premissa para indicar causalidade entre as variáveis, mas, em paralelo, fornece informações importantes para investigação de relações entre os fatores.

Tabela 7: Matriz de Correlação

		1	*2*	*3*	*4*	*5*	*6*	*7*	*8*	*9*	*10*	*11*	*12*	*13*
1	% Mulher na empresa	1,00												
2	Mulheres no Board	0,03	1,00											
3	% Mulheres no Board	0,01	0,93 (*)	1,00										
4	Tamanho do Conselho	0,09	0,42 (*)	0,12	1,00									
5	Índice ESG	-0,20 (*)	0,27 (*)	0,13	0,37 (*)	1,00								
6	Tamanho do Comitê Auditoria	0,03	0,20 (*)	0,02	0,53 (*)	0,34 (*)	1,00							
7	EV / EBITDA	0,36 (*)	0,09	0,08	-0,05	-0,38 (*)	-0,16	1,00						
8	P / L	0,31 (*)	0,10	0,12	-0,16	-0,19 (*)	-0,13	0,66 (*)	1,00					
9	ROIC	-0,36 (*)	-0,15	-0,08	-0,11	0,23 (*)	-0,01	-0,54 (*)	-0,32 (*)	1,00				
10	ROE	-0,29 (*)	-0,18	-0,13	-0,08	0,24 (*)	-0,08	-0,53 (*)	-0,48 (*)	0,80 (*)	1,00			
11	ROA	-0,26 (*)	-0,06	0,01	-0,09	0,12	-0,11	-0,38 (*)	-0,40 (*)	0,78 (*)	0,79 (*)	1,00		
12	Endividamento	-0,09	0,19 (*)	0,06	0,39 (*)	0,54 (*)	0,26 (*)	-0,28 (*)	-0,23 (*)	0,10	0,24 (*)	0,03	1,00	
13	Receita Anual	-0,09	-0,13	-0,20 (*)	0,12	0,12	0,05	-0,02	-0,05	-0,09	0,11	-0,30 (*)	0,12	1,00

(*) Correlação de Spearman significante com nível de significância .05

Fonte: A autora (2022). Dados obtidos na plataforma Stata (2021)

[7] Teste de coeficiente de correlação criado pelo psicólogo e estatístico inglês Charles Edward Spearman para investigar correlações entre variáveis que não seguem a distribuição normal

De acordo com a matriz (Tabela 7), existem algumas relações positivas e estatisticamente significantes que podem trazer alguns indícios de uma relação, como a correlação positiva entre o número de mulheres nos Conselhos de Administração e os índices ESG, o tamanho do Conselho, a existência e o tamanho de um Comitê de Auditoria. O número de mulheres na empresa, em geral, apresenta correlação positiva com os indicadores de percepção de valor do mercado – EV / EBITDA e P / L, mas negativa com os indicadores de performance financeira, como o ROE, ROIC e ROIC.

Altos coeficientes de correlação podem indicar multicolinearidade, que é a relação entre as variáveis explicativas, além da relação com a variável resposta. Por exemplo, a correção de 0,93 entre número de mulheres nos Conselhos e seu valor percentual ou de 0,80 entre ROE e ROIC. Ambas as analogias são lógicas, uma vez que as variáveis comparadas possuem componentes em comum – no primeiro caso, a presença de mulher; no segundo o retorno sobre capital dos acionistas. Isso não é um problema, pois os parâmetros não serão inseridos simultaneamente na regressão do modelo econométrico – uma vez que pertencem a mesma classe de variáveis. Dentro do possível da análise da pesquisa, nenhuma correlação ultrapassa 0,50.

3.7 MODELO ECONOMÉTRICO

Para medir o impacto da diversidade de gênero nos Conselhos de Administração na performance (Performance) e na percepção de valor de mercado (Mercado) empresa, estima-se:

$$(1) Performance_{i,t} = \alpha Performance_{i,t-1} + \beta_0 + \beta_1 Diversidade_{it} + \sum \beta_2 \ Y_{it} + \ e_{it}$$

$$(2)\ Mercado_{i,t} = \alpha Mercado_{i,t-1} + \beta_0 + \beta_1 Diversidade_{it} + \sum \beta_2 \ Y_{it} + \ \varepsilon_{it}$$

Tanto na equação (1) quanto na equação (2) são consideradas que a performance e percepção de valor passada possuem impacto nos valores atuais, multiplicados por um parâmetro α. Nessa pesquisa, a limitação temporal viabiliza apenas a análise de $t = 0$, mas fica aberta a possibilidade de estudos futuros incorporando dados temporais com $t > 0$. Ambas as funções consideram também uma somaria para o efeito das variáveis controle (Y), β_0 para a constante e o termo de erro aleatório (ε).

4 RESULTADOS E DISCUSSÃO

Depois do ajuste das variáveis, e considerando a limitação de dados a um único ano (2021), é realizada uma regressão linear múltipla que mostra a relação das variáveis preditoras (diversidade de gênero) perante as variáveis respostas – a performance da empresa e a percepção de valor do mercado (Tabela 8).

Tabela 8: Coeficientes de Regressão

	Múltiplos de mercado		Performance financeira		
Variáveis	**EV/EBITDA**	**P/L**	**ROE**	**ROA**	**ROIC**
% Mulheres na empresa	0,31 (*)	0,34 (*)	-0,01 (*)	-0,17 (*)	-0,27 (*)
% Mulheres no Conselho	0,05 (*)	0,01 (*)	0,17 (*)	0,02	-0,01 (*)
ESG	-0,03 (*)	-0,01	1,6 (*)	0,01	0,02
Governança	-0,15	0,02	0,42	0,01	0,01
Social	0,03	0,01	-0,32	-0,01	-0,01
Tamanho do Conselho	0,37	-0,07	-2,3	-0,03	-0,06 (*)
Comitê de Auditoria	-0,57	-0,16	-4,6	-0,02	0,21
Dummies Industriais	Incluído	Incluído	Incluído	Incluído	Incluído
Endividamento	0,03	-0,01	0,21	-0,01 (*)	-0,1 (*)
Receita	-2,41e-09 (*)	-2,59e-09 (*)	6,63e-08 (*)	1,05e-09	2,21e-09 (*)
Constante	3,03 (*)	1,37	-23,84	2,21 (*)	2,85 (*)
R Quadrado	0,29	0,15	0,15	0,18	0,23
R Quadrado Ajustado	0,22	0,07	0,09	0,11	0,16

(*) Correlação de Spearman significante com nível de significância .05

Fonte: A autora (2022). Dados obtidos na plataforma Stata (2021)

A presença de mulheres nos Conselhos de Administração apresentam uma relação positiva e significante com p-valor menor que 0,05 com o indicador de percepção de mercado EV / EBITDA (0,05) e com o ROE (0,17). O P/L e o ROA também apresentam coeficientes positivos, mas sem significância estatística. O ROIC, em contrapartida, mostra relação negativa e significante com a participação feminina nos Conselhos. Sob a mesma ótica, para a presença de mulheres na empresa, pode-se observar uma relação positiva e significante com os múltiplos de mercado, EV / EBITDA (0,31) e P/L (0,34); mas negativa para todos os indicadores de performance: ROA (-0,17), ROE (-0,01) e ROIC (-0,27). A relação positiva esperada se manifestou na relação dos múltiplos de mercado com a presença de mulheres, mas não se repetiu para indicadores de performance financeira, fora o ROE.

É importante considerar que, para todas as regressões, os coeficientes de determinação não superaram o valor de 0,30, o que explica que mais de 70% da variação na variável resposta não está sendo prevista dentro do modelo econométrico, mesmo com a inserção de variáveis controle como a receita e o endividamento. Ou seja, existem muitos outros componentes não previstos na pesquisa que podem ser inseridos futuramente para garantir um maior R^2. Mesmo com esses valores, já foi possível provar estatisticamente uma relação positiva e significante entre os múltiplos de mercado e o ROE com a participação de mulheres nos Conselhos de Administração.

A relação positiva entre diversidade de gênero e os múltiplos de mercado é interessante, uma vez que expõe a sensibilidade dos parâmetros frente às expectativas do mercado quando comparados aos indicadores financeiros. Os múltiplos financeiros carregam mais volatilidade e dinamismo do que o ROA, ROE e ROIC, dado que se conectam com o valor da empresa no mercado de capitais (BOVESPA). Os preços das ações, por exemplo, geram impacto em ambos os parâmetros e possuem alta variabilidade, inclusive com fatores que não podem ser medidos numericamente pelo mercado, como o sentimento do investidor. A imposição de riscos políticos como a troca de governos, escândalos de corrupção e eventos macroeconômicos são exemplos, dentre os inúmeros, de acontecimentos que afetam fortemente o preço e retorno das ações, antes mesmo de gerar impacto nos resultados financeiros das companhias listadas na B3. Nesse viés, é condizente acreditar que múltiplos de mercado são positivamente influenciados por atitudes ESG e práticas de

Governança Corporativa, como a inclusão de mulheres em Conselhos de Administração. Isso, pois, a base teórica do estudo propõe que pautas de diversidade despertam interesse no investidor, que acredita no potencial de geração de valor de longo prazo das iniciativas. Em resumo, a ideia central é que reduzir a sub-representação feminina em cargos executivos, sob a ótica de disseminação de pautas ESG, gera um impacto positivo nas expectativas dos agentes sobre o ativo listado e, posteriormente, impactam favoravelmente os múltiplos de percepção de mercado.

Em contrapartida, a mesma volatilidade não se transpõe para os indicadores de performance, como o ROA, ROE, ROIC, uma vez que eles são calculados a partir de componentes mais estáticos e menos dependentes de variações no mercado. É claro que uma reação negativa do mercado pode gerar uma queda nas receitas da empresa, por exemplo – mas acontece com menos agilidade e intensidade no curto prazo. Além disso, existem inúmeros outros critérios internos da empresa que produzem reações nos indicadores financeiros, como a compra de imobilizados, capital de giro, queda na lucratividade, endividamento. Dessa forma, e dado a inovação do tema, é difícil traçar uma relação clara entre diversidade de gênero e performance da empresa. Todavia, espera-se que, com o aumento da amostra, o resultado esperado possa ser comprovado – assim como já foi em outros estudos internacionais.

De volta à análise, e após a interpretação dos dados, foi conduzido o Teste de White[8] (Tabela 9) para investigar a possibilidade de heterocedasticidade entre as variáveis, que verifica se há variância conjunta, ou seja, se as variáveis explicativas possuem impacto na variância do termo do erro. Para isso, deve-se regredir os resíduos dos modelos ao quadrado e testar a hipótese nula – $H_0 =$ existe heterocedasticidade. Para esse estudo, valores de probabilidade maiores que 0,05 de significância refutam H_0 e afirmam que as variáveis não são heterocedásticas no modelo. Logo, como mostra a Tabela 9, não existe heterocedasticidade entre as variáveis resposta e o termo de erro.

[8] Teste estatístico para verificar a presença de heterocedasticidade em um modelo matemático ou econométrico.

Tabela 9: Teste de Heterocedasticidade

Variáveis	**Prob > F**
ROA	0,9316
ROE	0,9691
ROIC	0,7455
P/L	0,7483
EV/ EBITDA	0,9672

Fonte: A autora (2022). Dados obtidos na plataforma Stata (2021)

5 LIMITAÇÕES E SUGESTÕES DE PESQUISAS FUTURAS

O objetivo central da pesquisa empírica é utilizar o mercado brasileiro para investigar a relação entre a presença feminina nos Conselhos de Administração, a performance financeira e a percepção de mercado. Nesse contexto, o desafio de investigar o Brasil faz com que sejam necessárias empresas com capital aberto na BOVESPA e que, paralelamente, divulguem dados de diversidade e participem de scores internacionais de ESG. Dentre as aproximadamente 400 empresas na B3, apenas 105 possuem todas as informações disponíveis dentro da plataforma Bloomberg. Como ainda não há uma regulação mais severa em termos de divulgação de dados de sustentabilidade, existem muitas empresas que ainda não produzem relatórios que armazenem as informações para que as agências possam produzir scores. Pode-se esperar que com o passar do tempo mais empresas entrem no ecossistema de transparência com pautas de Responsabilidade Social e Governança Corporativa – de modo que a mesma análise poderá ser reproduzida com um maior número de companhias na amostra.

Além da falta de empresas com indicadores de diversidade, a análise temporal também sofre com a temática recente e inovadora no mercado empresarial. Das 105 empresas, 30% tiveram 2021 como seu primeiro ano de divulgação das informações ESG, enquanto mais de 50% tinham menos de três anos para comparação. Por isso, embora a análise temporal seja interessante para o mercado brasileiro, essa foi comprometida pela falta de dados disponíveis na Bloomberg. No futuro, também, a análise poderá ser reproduzida com foco em expansão temporal.

Em termos da metrificação de performance e percepção de valor no mercado, embora seja comum o uso de indicadores semelhantes aos escolhidos para a pesquisa, encontra-se uma dificuldade na seleção de todas as variáveis controladas que também possam gerar impacto no ROA, ROIC, ROE, EV/EBITDA e P/L, de modo que um grande desafio e limitação do artigo é a construção de modelos que incorporem todos os fatores que afetam as variáveis resposta.

Como sugestão de pesquisas futuras, pode-se incorporar o ambiente temporal na análise das empresas, com maior acúmulo de dados de diversidade ao passar dos anos. Além disso, com a variável tempo, surgem outras possibilidades de variáveis,

como a inserção de variáveis de eventos macroeconômicos, mudanças de políticas internas prol diversidade e aspectos dos Conselhos de Administração.

6 CONCLUSÃO

O estudo teste a hipótese de qual o impacto da diversidade de gênero em cadeiras de Conselho de Administração nos indicadores de performance e percepção de valor de mercado no Brasil, a partir das perspectivas globais de sub-representação feminina em cargos de alta gestão e dos múltiplos esforços institucionais para a inclusão de mulheres dentro das empresas. Nesse contexto, a pesquisa seleciona empresas com capital aberto na Bolsa de Valores do Brasil que participem de índices globais de ESG e Governança Corporativa e combina com os indicadores de desempenho ROA, ROE e ROIC (que contabilizam a “performance”) e os múltiplos EV / EBITDA e P / L (que traduzem a “percepção de mercado”).

A análise mostra uma relação positiva e significante estatisticamente com a diversidade de gênero e os múltiplos de mercado e o Retorno sobre o Patrimônio Líquido, mas a relação não se repete na observação dos outros indicadores de desempenho financeiro. Dessa forma, pode-se concluir, no estudo, uma relação positiva entre a percepção de valor de mercado e a presença de mulheres nos Conselhos de Administração e a relação não consegue ser validada para a performance das companhias no mercado brasileiro. Para pesquisas futuras, a inserção de mais variáveis balizadoras do ROA, ROE e ROIC podem ser uma saída inteligente para adquirir o efeito esperado.

Em termos das principais limitações encontradas, ainda são poucas as empresas que divulgam informações de sustentabilidade, sociais e de governança para que possam ser inseridas dentro dos rankings internacionais. Dessa forma, a análise do mercado brasileiro sofre com a impossibilidade de inserir todas as empresas de capital aberto na pesquisa. Em adição, mas também relacionada a inovação do tema, a maior parte das empresas que divulgam esses dados começaram a publicar nos últimos dois anos, o que impede que possa reunir a perspectiva de evolução temporal dentro da pesquisa científica.

Por fim, o artigo mostra contribuição ao provocar o estudo da diversidade de gênero dentro do mercado brasileiro, uma vez que a maior parte das publicações se concentram ao mercado internacional. As particularidades do estudo dentro do país podem contribuir para a tomada de decisão de políticas públicas e condutas institucionais acerca da inclusão feminina em cargos de alta gestão.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ADAMS, R., NOWLAND, J., & GREY, S. (2011). **Does gender matter in the boardroom? Evidence from the market reaction to mandatory new director announcements.** Working paper. Retrieved from https://www.calpers-governance.org/docs-of/marketinitiatives/resources/does-gender-matter-in-boardroom.pdf

BRAHMA, SANJUKTA; NWAFOR, CHIOMA; BOATENG, AGYENIM. **Board gender diversity and firm performance: The UK evidence.** International Journal of Finance & Economics, v. 26, n. 4, p. 5704-5719, 2021.

MASTELLA, M., VANCIN, D., PERLIN, M. AND KIRCH, G. (2021), **"Board gender diversity: performance and risk of Brazilian firms"**, Gender in Management, Vol. 36 No. 4, pp. 498-518. https://doi.org/10.1108/GM-06-2019-0088

ADAMS, R. B., & FERREIRA, D. (2009). **Women in the boardroom and their impact on governance and performance.** Journal of Financial Economics, 94, 291–309

SUDHEER REDDY & ADITYA MOHAN JADHAV | YOGESH PAI P (REVIEWING EDITOR). (2019). **Gender diversity in boardrooms – A literature review, Cogent Economics & Finance**, 7:1, DOI: 10.1080/23322039.2019.1644703

RODRÍGUEZ-DOMÍNGUEZ, L., GARCÍA-SÁNCHEZ, IM. & GALLEGO-ÁLVAREZ, I. (2012). **Explanatory factors of the relationship between gender diversity and corporate performance**. Eur J Law Econ 33, 603–620 (2012). https://doi.org/10.1007/s10657-010-9144-4

EDUARDO, A. M. T. (2019). **Representatividade das mulheres nos conselhos de administração das empresas do PSI-20 e impacto no lucro** [Dissertação de mestrado, Iscte-Instituto Universitário de Lisboa]. Repositório Iscte. http://hdl.handle.net/10071/19135

MORENO-GÓMEZ, J., LAFUENTE, E. AND VAILLANT, Y. (2018), "**Gender diversity in the board, women's leadership and business performance"**, Gender in Management, Vol. 33 No. 2, pp. 104-122. https://doi.org/10.1108/GM-05-2017-0058

TERJESEN, SIRI & SINGH, VAL. (2008). **Female Presence on Corporate Boards: A Multi-Country Study of Environmental Context**. Journal of Business Ethics. 83. 10.1007/s10551-007-9656-1.

RENÉE B. ADAMS (2016). **Women on boards: The superheroes of tomorrow?** , The Leadership Quarterly, Volume 27, Issue 3,2016, Pages 371-386,ISSN 1048-9843, https://doi.org/10.1016/j.leaqua.2015.11.001.

ROMANO, M.; CIRILLO, A.; FAVINO, C.; NETTI, A. **ESG (Environmental, Social and Governance) Performance and Board Gender Diversity: The Moderating Role of CEO Duality**. Sustainability 2020, 12, 9298. https://doi.org/10.3390/su12219298

VELTE, P. (2016), "**Women on management board and ESG performance"**, Journal of Global Responsibility, Vol. 7 No. 1, pp. 98-109. https://doi.org/10.1108/JGR-01-2016-0001