

SEMINÁRIO DA LICENCIATURA EM ECONOMIA

Economia Pública e Política Social

2018/2019

RELATÓRIO FINAL

A RELAÇÃO DA PERCENTAGEM DE MULHERES NO *BOARD*
COM A *PERFORMANCE* DA EMPRESA

AUTORES (GRUPO 6):

CRISTIANA BARRADAS DIAS, 48738

IOLANDA MARGARIDA LOPES DA MOTA, 48766

MARGARIDA DE OLIVEIRA ALVES BEXIGA, 48793

CAROLINA SOARES PEREIRA, 48804

ORIENTADOR:

PROFESSOR CARLOS SANTOS

COORDENADOR:

PROFESSOR DOUTOR FRANCISCO NUNES

A RELAÇÃO DA PERCENTAGEM DE MULHERES NO *BOARD* COM A *PERFORMANCE* DA EMPRESA

Por M. Bexiga, C. Dias, I. Mota, C. Pereira¹

Resumo

O presente estudo tem como principal objetivo analisar a relação entre a percentagem de mulheres no *board* de empresas de seis países (França, Grécia, Islândia, Lituânia, Noruega e Roménia) e o desempenho das mesmas, no período de 2010 a 2014. A medida de desempenho empresarial utilizada foi o ROE.

Em primeiro lugar, estimámos os coeficientes associados às variáveis explicativas e de controlo especificadas, com recurso a uma regressão econométrica, posteriormente a termos recolhido os dados necessários nas bases de dados Amadeus e Bloomberg.

Ao considerar o modelo com as *dummies* anos, concluímos que existe uma relação negativa e significativa entre a *performance* das empresas e a percentagem de mulheres no *board*, sendo que essa relação se mantém ao considerar o modelo sem as *dummies* anos.

Por fim, com a realização de algumas análises de robustez, foi-nos permitido verificar que as conclusões retiradas não sofriam alterações significativas quando a regressão inicial era sujeita a mudanças.

Palavras-chave: *Performance*, Mulheres, *Board*, ROE

¹Contactos:

margaridaoab@gmail.com | cristianaadias@gmail.com | io_landa_mota@gmail.com | pereira.carolina92@gmail.com

Abstract

The main objective of this study is to analyze the relationship between the percentage of women on the board of companies from six countries (France, Greece, Iceland, Lithuania, Norway and Romania) and their performance from 2010 to 2014. The used measure of business performance was ROE.

First, we estimated the coefficients associated with the specified explanatory and control variables using an econometric regression, after we collected the necessary data from Amadeus and Bloomberg databases.

When considering the model with the year-dummies, we conclude that there is a significant negative relationship between the performance of companies and the percentage of women on the board. The same conclusion applies when we consider the model without the year-dummies.

Finally, with some robustness analyses, we were able to verify that the conclusions drawn did not suffer significant changes when the initial regression was subject to changes.

Keywords: Performance, Women, Board, ROE

Agradecimentos

Em primeiro lugar, gostaríamos de agradecer ao nosso tutor, Professor Carlos Santos, por todo o apoio e disponibilidade demonstrada ao longo do trabalho, por nunca nos ter deixado desmotivar, especialmente quando o trabalho não avançada consoante o espectável. Um grande obrigado pelo seu contributo!

Não poderíamos também deixar de agradecer ao coordenador da área temática, Professor Doutor Francisco Nunes, não só pela orientação dada, sempre que necessária, que nos permitiu enriquecer o trabalho, mas também pelas palavras de alento/encorajamento.

“Ensinar é mais do que transmitir conhecimento, é inspirar mudança. Aprender é mais do que absorver factos, é adquirir conhecimentos.”,

William Arthur Ward

Índice

RESUMO	I
ABSTRACT	II
AGRADECIMENTOS.....	III
1. INTRODUÇÃO	1
2. REVISÃO DE LITERATURA.....	3
2.1. Contextualização socioeconómica: o paradigma europeu.....	3
2.2. Diversidade de género corporativa.....	4
2.2.1. O Género e o Conselho de Administração.....	4
2.2.2. A performance empresarial e os seus determinantes.....	5
3.DADOS E METODOLOGIA	10
3.1. Descrição da Amostra.....	10
3.2. Metodologia, Modelo e Variáveis.....	10
4.RESULTADOS EMPÍRICOS	13
4.1. Estatísticas descritivas e Matriz de correlação.....	13
4.2. A relação da percentagem das mulheres no board com a performance da empresa	15
4.3. Testes de Robustez.....	17
5.CONCLUSÃO	19
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	21

Índice de Tabelas

Tabela I - Estatísticas Descritivas	13
Tabela II - Matriz de Correlação de Pearson.....	14
Tabela III - Resultados do Teste de Hausman.....	15
Tabela IV - Resultados dos Modelos de Regressão.....	16

1. Introdução

A diversidade de género nos Conselhos de Administração é um tópico que se tem mostrado cada vez mais relevante para a sociedade. As motivações para a realização deste estudo prendem-se com o facto de o género dos administradores nos conselhos ser uma temática cada vez mais discutida e de grande interesse para o público em geral. Estas pressões sociais têm levado os governos a adotar medidas legislativas para combater a falta de inclusão de mulheres nos *boards* das empresas.

Dada a importância do tema, o nosso objetivo passa por averiguar se a presença de mulheres nos *boards* tem um efeito estatisticamente significativo na *performance* das empresas nos seguintes países europeus: França, Grécia, Islândia, Lituânia, Noruega e Roménia.

De modo a selecionar os países a estudar, baseámo-nos nos dados estatísticos do *European Institute for Gender Equality* (EIGE), relativos a 2018. A escolha recaiu sobre os três países europeus com maior percentagem de mulheres nos *boards* das suas empresas, a Islândia, Noruega e França, e os três países europeus com menor percentagem de mulheres nos *boards*, caso da Lituânia, Roménia e Grécia.

A amostra do estudo é composta por 445 empresas cotadas nos países já mencionados no período de 2010 a 2014, dado que a legislativa recomendada pelo Parlamento Europeu ocorreu em 2012.

Os resultados mostraram que as mulheres no *board* têm um impacto negativo e estatisticamente significativo na *performance* das empresas tal como os estudos de Zahra & Stanton (1998). Para além disso, países com uma maior percentagem de mulheres nos conselhos de administração registam empresas com um desempenho inferior.

São inúmeros os estudos que falam sobre a *performance* das empresas e a diversidade de género nos conselhos de administração, tanto individualmente como relacionando as duas variáveis. Desta forma o estudo contribui para aprofundar uma temática tão em voga nos dias de hoje e literariamente acrescenta o fator país neste tipo de estudos.

O nosso trabalho é composto por cinco capítulos. No capítulo dois é apresentada uma revisão de literatura na qual expomos uma base teórica para o trabalho. Aqui incluímos a contextualização socioeconómica europeia e a diversidade de género corporativa. O

capítulo três aborda a metodologia e os dados e é definida a amostra, as variáveis e os modelos utilizados no trabalho. O capítulo quatro é reservado para os resultados empíricos e a respetiva análise. Por último, no quinto capítulo encontra-se a conclusão, bem como limitações encontradas durante a elaboração do trabalho e perspetivas de investigação futura.

2. Revisão de Literatura

2.1. Contextualização socioeconómica: o paradigma europeu

Apesar das mulheres constituírem cerca de 45% da população empregada e mais de metade (56%) da população formada no ensino superior, os conselhos de administração das maiores empresas cotadas em todos os estados-membros são maioritariamente compostos por homens. Em média, as mulheres ocupam apenas cerca de 1 em cada 7 (13,6%) lugares dos conselhos de administração da UE.

Segundo o artigo 2.º e o artigo 3.º, n.º 3, do Tratado da União Europeia, a igualdade entre homens e mulheres é um dos valores fundadores e um dos objetivos fundamentais da União (Comissão Europeia, 2012c). Contudo, as legislações nacionais estão a evoluir em direções diferentes, ainda que procurando resolver o mesmo problema, visto que alguns dos Estados-Membros que adotaram a legislação nacional, procuram incidi-la em diferentes grupos de empresas e com abordagens jurídicas divergentes (Comissão Europeia, 2012c).

Ao mesmo tempo, existem grandes diferenças quanto ao número de mulheres nos conselhos de administração nos diferentes Estados-Membros – uma variação entre 3% e 27% – o que compromete a realização do objetivo fundamental da igualdade entre sexos na tomada de decisão económica na União (Comissão Europeia, 2012c).

De modo a reestruturar os conselhos de administração nos países europeus, os reguladores propuseram tornar a presença de mulheres na administração um requisito legal. Este impulso para a reforma da composição dos conselhos incentivou os investigadores a estudarem o efeito do género no desempenho financeiro (Habib & Hossain, 2013). O insucesso das medidas voluntárias por parte das empresas Norueguesas levou a que este fosse o primeiro país do mundo, em 2003 a aprovar a lei de maior representatividade feminina nos CA. Esta lei exige que ambos os sexos sejam representados nos CA com uma quota mínima de 40%, esta tornou-se de carácter obrigatório em 2006 e aplica-se não só a todas as empresas cotadas, como também a empresas públicas (Comissão Europeia, 2012). Em 2020, apenas um dos Estados-Membros (a França) deverá ter uma representação de 40% de mulheres nos conselhos de administração das empresas, como resultado da legislação nacional que impõe quotas nacionais obrigatórias. Outros países seguiram estas pegadas, no entanto

apenas sete dos outros Estados-Membros (Finlândia, Letónia, Países Baixos, Eslováquia, Espanha, Dinamarca e Suécia) deverão atingir os 40% antes de 2035.

Para além de uma questão de igualdade, a redução do desequilíbrio de género nos conselhos de administração é considerada uma questão económica que traz melhorias à *performance* financeira das empresas. Desde logo, a questão considerada fundamental é o facto de as mulheres constituírem capital humano de elevada qualidade, capaz de nomear diretores mais qualificados, e cuja exclusão representa meter de parte um grupo que tem atingido sucesso na educação e *performance* no mercado de trabalho (Comissão Europeia, 2012b).

2.2. Diversidade de género corporativa

2.2.1. O Género e o Conselho de Administração

Nos últimos anos, os Conselhos de Administração têm estado sob crescente pressão para aumentar a quantidade de diretoras presentes.

Segundo um comunicado emitido pela Comissão Europeia referente ao equilíbrio entre géneros na liderança (2012), existem numerosos estudos que mostraram a existência de uma correlação positiva entre diversidade de género na gestão de alto nível e no desempenho financeiro e rentabilidade. Melhorar a representação feminina nos conselhos de administração das empresas cotadas na União Europeia pode, portanto, ter um impacto positivo no desempenho das empresas.

Relativamente à diversidade do *board*, podem ser identificadas duas dimensões: as dimensões não observáveis, que têm em conta características como os valores pessoais e os conhecimentos adquiridos; e por outro lado, as dimensões observáveis, onde se destaca a diversidade de géneros, de raças, de nacionalidades e de idades (Erhardt et al., 2003; Milliken & Martins, 1996).

O fenómeno de diversidade de género nos *boards* das empresas assenta em duas proposições. A primeira é que as mulheres como capital humano, *network* externas, informação e outras características com elevada importância para a empresa, merecem uma oportunidade para servir e trabalhar em quadros administrativos e em cargos mais elevados nas mesmas. O segundo ponto de vista assenta no facto deste tipo de diversidade

resultar numa melhor administração o que leva a um negócio mais rentável (Carter et al., 2010).

A presença de mulheres no conselho de administração veio melhorar a transparência da informação dentro da empresa e contribuiu para a obtenção de um conjunto de soluções mais inovadoras e modernas, conduzindo desta forma a melhorias do desempenho financeiro das mesmas e também da imagem pública da empresa. (Lückerath-Rovers, 2011; Robinson & Dechant, 1997; Smith et al., 2006; Singh & Vinnicombe, 2004).

Há autores que argumentam que a problemática da representação de géneros nos quadros administrativos é de natureza social e cultural, como por exemplo, uma visão particular de um país que cargos de topo são mais apropriados para homens, comparado a outro tipo de trabalhos como trabalhos domésticos, que são mais apropriados para mulheres (Gerson, 1985; Schein et al., 1996).

2.2.2. A *performance* empresarial e os seus determinantes

A avaliação da *performance* empresarial tem sido, ao longo dos anos, uma problemática de grande interesse, dado que o conhecimento de métodos eficientes e eficazes na continuação destes objetivos é determinante para o sucesso e sobrevivência das organizações (Luís, 2012).

ROE (*Return on Equity*), é considerado um dos rácios mais utilizados para medir a *performance* financeira da empresa (Rappaport, 1986:31) que permite apurar como estão a ser geridos os investimentos efetuados pelos detentores de capitais (Campbell et al., 2011). Monteiro (2006) afirmou que o ROE é a medida mais adequada para o investidor ter em conta, pelo facto de representar o rácio financeiro *Du Pont* (Stowe et al., 2002), o que contribui para a sua popularidade entre os gestores financeiros (Wet & du Toit, 2006).

Avalia o retorno no investimento da empresa ao comparar o rendimento ao investimento da mesma (Berk et al., 2015). Pode ser decomposto em três partes: lucratividade, *asset turnover* e alavancagem financeira. Assim, o ROE de uma empresa pode ser melhorado ao melhorar qualquer um dos componentes acima referidos (Wet &

Toit, 2006). É de esperar assim, que empresas com um ROE mais “forte” tenham mais dinheiro em mão para distribuir pelos seus *shareholders* via dividendos (MSCI, 2018).

Vários estudos foram feitos relacionando o ROE com a diversidade de membros no *board*. As conclusões dos mesmos dividem-se. Schwartz-Ziv (2013), num estudo sobre empresas israelitas, concluiu que o ROE e a *net profit margin* eram significativamente mais altos em empresas com pelo menos três mulheres nos quadros administrativos (Rhode & Packel, 2014). Também Lückerath-Rovers (2010) encontrou uma relação positiva entre a *performance* das empresas e a participação de mulheres no conselho de administração aquando da utilização da variável ROE. Contrariamente, Zahra & Stanton (1998) afirmam que o rácio de membros minoritários dos quadros de administração, incluindo mulheres, estava inversamente relacionado com a *performance* financeira da empresa. Autores como Wang & Clift (2009) apoiam a hipótese de que não existe uma relação significativa entre diversidade de género nos quadros administrativos e o ROE.

A variável relativa à proporção de mulheres existentes no *board* é de grande importância no contexto do nosso trabalho. Segundo os dados do EIGE (2018 - B2) é possível verificar que a percentagem de mulheres diverge bastante entre os demais países europeus. É de grande relevância o estudo desta variável, visto que Tarr-Whelan (2009) identificou algumas vantagens de ter uma maior presença feminina nos *boards*, das quais se destacam, uma maior consciência do risco, menor hipercompetitividade e uma maior habilidade de sobreviver a uma desaceleração financeira, ou seja, ter uma melhor *performance*.

A dualidade da estrutura de liderança do *board* acontece quando o CEO de uma empresa também atua como Presidente do Conselho de Administração (Boyd, 1994). Sendo o papel de CEO e Presidente, ocupado pelo mesmo indivíduo, existe uma elevada concentração de poder (González & García-Meca, 2014; Relatório Cadbury, 1992). Esse maior poder permite-lhe resistir ao forte controlo que o *board* possa exercer sobre a sua *performance*, o que se reflete na ineficácia do *board* para agir em determinadas situações (Goyal & Park, 2002; Pi & Lowe, 2011). As opiniões divergem acerca do efeito da dualidade na *performance* da empresa. Se, por um lado, estudos apontam que empresas com o mesmo CEO e Presidente do *board* apresentam níveis de ROE significativamente

mais altos (Donaldson & Davis, 1991), por outro, Berg & Smith (1978) defendem que a dualidade está negativamente relacionada com o desempenho da organização. A explicação para esta última hipótese prende-se com o facto de a dualidade do CEO dificultar a capacidade do *board* de monitorizar e gerir de forma adequada, aumentando assim os custos para a empresa (Fama & Jensen, 1983).

O efeito de diretores independentes no *board* é uma das grandes áreas de interesse na literatura de *corporate governance* (Carter et al., 2010). Segundo um relatório de Viénot (1995), um diretor é considerado independente da empresa “quando ele/ela não tem uma relação significativa com a empresa ou grupo, o que pode afetar o seu julgamento”, ou não tem nenhum tipo de relação (familiar ou organizacional) com os gestores ou principais *shareholders* da empresa (Nekhili & Gatfaoui, 2012). O papel essencial dos diretores independentes é de monitorizar a *performance* da empresa e as suas operações (Fuzi et al., 2015). Autores como Kim & Lim (2010), Pombo & Gutiérrez (2011) reportam uma relação positiva entre a percentagem de diretores independentes e a *performance* da empresa. Segundo Adams et al. (2010), diretores independentes são mais prováveis de representar os interesses dos *shareholders* e “tomar uma posição contra o CEO”, por valorizarem a sua reputação pessoal e fazerem tudo para a preservarem (Terjesen et al., 2015). Contrariamente, Bhagat & Black (2000), não apoiam a hipótese de que uma maior independência no *board* melhora o desempenho da empresa. Isto deve-se ao facto dos diretores “internos” estarem melhor informados acerca das suas empresas, o que os torna melhores decisores e mais capazes de tomar decisões eficientes, quando comparados com os diretores independentes (Ramdani & Witteloostuijn, 2009).

Define-se dimensão do Conselho de Administração como o número de elementos que fazem parte do *board*, que requer uma combinação de diretores executivos e não-executivos de modo a seguir os interesses dos *shareholders* (Fuzi et al., 2015) e para administrar negócios (MSCI, 2018). A vantagem em ter um *board* de maiores dimensões é a maior quantidade de informação que este possui, logo, maiores *boards* resultam numa maior diversidade de *skills* e *expertise*, o que leva a um maior desempenho por parte da empresa (Dalton et al., 1999, 2005; Zahra & Pearce, 1989). No entanto, outros autores criticam a existência de um grande número de membros no *board* das empresas, referindo o surgimento inevitável de problemas de coordenação e de comunicação, dada a dificuldade em organizar reuniões do conselho e chegar a consensos, levando assim a

decisões mais lentas e menos eficientes (Jensen, 1993), resultando num pior desempenho. A falta de coesão entre os membros gera uma menor probabilidade de partilharem um objetivo em comum (Lipton & Lorsch, 1992).

A dimensão da empresa é um dos determinantes mais utilizados em estudos relacionados com a diversidade de género (Adams & Ferreira, 2007). Autores como Hillman et al. (2007); Hambrick & Canella (2004); e Sanders & Boivie (2004) usam as vendas como forma de medir a dimensão das empresas. Segundo Peng (2004), o crescimento de vendas, não só está correlacionado com o ROE, mas também que um aumento das vendas se traduz num aumento do mesmo. No entanto, Markman & Gartner (2002) defendem que não existe qualquer tipo de relação entre o aumento das vendas e a rentabilidade. Por fim, Greiner (1972) afirma que a relação entre estas duas variáveis pode ser positiva ou negativa. Uma justificação para tal deve-se ao facto de, à medida que a empresa aumenta, problemas de coordenação e comunicação aumentam, novas funções são criadas e ficam cada vez mais correlacionadas, o que se pode refletir num pior desempenho da empresa (Greiner, 1998).

O endividamento é definido por Mier (2011) como um conjunto de operações de crédito realizadas por parte das instituições de forma a compensar as necessidades de financiamento. Aziz & Abbas (2019), num estudo sobre as empresas paquistanesas, afirmam que o endividamento tem um impacto negativo na *performance* das empresas. Isto deve-se ao facto de a dívida ser “uma fonte dispendiosa de fonte de financiamento”. Por outro lado, Champion (1999) diz que a relação entre o endividamento e o desempenho das empresas é positivo. Esta teoria é apoiada por Gomis & Khatiwada (2016), que dizem que a dívida externa tem um papel importante no aumento da produtividade futura da empresa assim como as suas expectativas de crescimento.

O *tangibility ratio* é um bom indicador de estabilidade e estrutura financeira que permite perceber o peso dos ativos fixos tangíveis no total dos ativos da empresa (Agrawal & Knoeber, 2001). A tangibilidade e a intangibilidade são vistas em conjunto como determinantes que influenciam diretamente os resultados das organizações (Medeiros & Mol, 2017). Resultados mostram que, a tangibilidade dos recursos é um fator que “contribui para a manutenção do desempenho superior das empresas”, devido à relação positiva entre a tangibilidade dos ativos e a persistência dos lucros (Carvalho et

al., 2010). No entanto, um *tangibility ratio* elevado pode não significar obrigatoriamente um desempenho positivo da empresa. Os ativos podem simplesmente ter um valor muito elevado, o que permite à empresa financiar-se com maior facilidade (Mohamed et al., 2012).

H: A *performance* das empresas está positivamente relacionada com a percentagem de mulheres nos *boards*.

3. Dados e Metodologia

3.1. Descrição da Amostra

Os dados do estudo foram recolhidos das bases de dados Amadeus e Bloomberg durante o mês de maio de 2019. A amostra inicial era composta por empresas cotadas da França, Grécia, Islândia, Lituânia, Noruega e Roménia para o período de 2010 a 2014.

Foram selecionadas empresas cotadas nos países referidos acima devido à disponibilidade de dados e à natureza das medidas de *performance*. À amostra inicial foram retiradas as empresas do setor financeiro e do setor da administração pública em consequência dos seus métodos específicos de contabilidade (Marinova et al., 2016). Também foram excluídas empresas para as quais os dados disponíveis eram insuficientes (Arun et al., 2015; Osma & Nogueira, 2007; Park & Shin, 2004).

Adicionalmente, também foram excluídas as empresas cujos dados se apresentavam inconsistentes, nomeadamente valores negativos de *equity*, nos anos em estudo (Liu et al., 2014).

Conforme recomendado pela Resolução do Parlamento Europeu, de 13 de março de 2012, o período amostral definido concentra-se entre 2010 e 2014. Posto isto, a amostra final é composta por 445 observações empresa-ano.

3.2. Metodologia, Modelo e Variáveis

Para identificar os determinantes da rentabilidade líquida do capital próprio (ROE), especificou-se o seguinte modelo base:

$$ROE_i = \beta_0 + \beta_1 PWOM_i + \beta_2 DUAL_i + \beta_3 ADMIND_i + \beta_4 NBOARD_i + \beta_5 DIM_i + \beta_6 DEBT_i + \beta_7 TANG_i + u_i$$

Onde $i = 1, \dots, 445$ (número de empresas-ano).

Em relação aos parâmetros do modelo, designados por β , estes referem-se aos coeficientes de estimação associados às respetivas variáveis explicativas. O resíduo é representado por u_i .

Os parâmetros do modelo são desconhecidos, sendo necessário estimá-los com base na amostra disponível. Assim, recorreu-se aos seguintes métodos de estimação:

mínimos quadrados (*pooled OLS*), efeitos fixos (EF) e efeitos aleatórios (EA). O que distingue o primeiro método dos dois últimos é o que se assume nos erros do modelo, u_i . No OLS assume-se que os erros não incluem efeitos individuais (características próprias de cada empresa). Ao assumir que existem efeitos individuais, no método dos EF assume-se que estes efeitos estão presentes no erro e são fixos, ou seja, assumem um valor concreto e nos EA, estes efeitos são aleatórios (Wooldridge, 2012).

O impacto da percentagem de mulheres no *board* na *performance* da empresa será medido através da variável independente: percentagem de mulheres (PWOM). Sendo a *performance* da empresa influenciada por vários fatores, houve a necessidade de incluir no modelo variáveis de controlo: DUAL (dualidade); ADMIND (diretores independentes); NBOARD (dimensão do *board*); DIM (dimensão da empresa); DEBT (endividamento) e TANG (rácio de tangibilidade). As três primeiras relacionam-se com as características do *board* e as seguintes com as características da empresa e pretendem controlar fatores que a literatura demonstrou estarem associados com a *performance* das empresas.

A variável dependente é o ROE, visto que o estudo tem como objetivo avaliar a relação da percentagem de mulheres no *board* com a *performance* da empresa. Para obter o ROE, calcula-se o rácio entre os resultados líquidos das empresas em estudo e o total dos capitais próprios das mesmas. Este é um indicador financeiro que permite apurar a forma como estão a ser geridos os investimentos efetuados pelos detentores de capitais, avaliando o retorno do investimento da empresa. Esta variável também foi utilizada pelos seguintes autores: Haslam et al (2010); Joecks, Pull & Vetter (2013); e Lückerath-Rovers (2010). É uma variável contínua que, em módulo, varia entre 0 e 1. O seu rácio será superior a 1, em casos excecionais em que o resultado líquido seja superior ao total dos capitais próprios. Uma vez que o ROE nos indica qual o lucro obtido por cada unidade monetária investida, por exemplo, se ROE for igual a 1, isto significa que cada unidade monetária investida pelos detentores de capital é convertida numa unidade monetária de resultado líquido. Um ROE elevado pode significar que a empresa tem oportunidades de investimento que são rentáveis.

A variável independente apresentada no modelo construído é a que corresponde à questão de investigação do nosso estudo. Tal como Blackburn et al (1997), decidimos utilizar uma variável que representa a percentagem de mulheres no *board* da empresa

(PWOM). É calculada através do rácio entre o número de mulheres que pertencem ao *board* e o número total de membros que o constituem.

Para ser possível avaliar a variável da dualidade da estrutura da liderança do *board* é definida uma variável binária (DUAL) que iguala 1 quando o CEO da empresa também é o presidente do *board* e iguala 0 quando isto não se verifica (Boyd, 1995).

Recorremos à variável ADMIND para termos em conta o efeito que a proporção de diretores independentes (diretores que não têm relação pecuniária que possa prejudicar o seu juízo em relação à empresa e aos seus *shareholders* (Garg, 2007)) no Conselho de Administração tem na *performance* das empresas (Dikolli et al., 2014).

A variável dimensão do *board* (NBOARD) é um fator influenciador da *performance* organizacional. Apresenta-se como uma medida do potencial de monitorização do mecanismo de controlo interno, na medida em que Conselhos de Administração mais pequenos são mais eficientes neste papel, dado que cada membro se sente mais inclinado a exercer mais esforço, enquanto que em Conselhos de Administração de maiores dimensões pode ser mais difícil alcançar um consenso e tomar decisões (Jensen, 1993).

A variável dimensão da empresa (DIM) é usualmente utilizada como variável de controlo em modelos relacionados com a gestão corporativa (Heenetigala, 2011; Radlach e Schlemmbach, 2008). Neste estudo, esta variável será obtida utilizando o logaritmo do total de vendas das diferentes empresas. A utilização do logaritmo irá normalizar a informação e minimizar o valor do desvio padrão (Hair et al., 2006).

A variável endividamento (DEBT) é complementar ao rácio de autonomia financeira, pois permite determinar a dependência das empresas face ao capital alheio, representando, dessa forma, a proporção do passivo no total das fontes de financiamento das empresas (Fernandes et al., 2012). Pode-se obter através do rácio entre o capital alheio e o capital total.

Já a variável *tangibility ratio* (TANG) é um critério de estabilidade e estrutura financeira das empresas (Agrawal & Knowber, 2001), visto que mostra a capacidade das mesmas para garantir as emissões de dívida (Pereira et al., 2004). Esta foi calculada através do rácio entre os ativos fixos tangíveis e o ativo total (Costa, 2015).

4. Resultados Empíricos

4.1. Estatísticas descritivas e Matriz de correlação

Através da análise da tabela I, constata-se que, em média, as empresas cotadas da análise em estudo apresentam um ROE de 16,93%, sendo que o valor máximo registado foi de 207,89%. Estes resultados mostram que estas empresas apresentam rácios financeiros saudáveis, conseguindo utilizar o seu capital próprio para gerar resultados. Relativamente à proporção de mulheres no *board*, a empresa média apresenta um rácio de 26,65% e apresenta um *board* com, aproximadamente, vinte e três elementos. No entanto, há empresas onde não existe representação feminina nos seus *boards*. Os CA destas empresas são constituídos, em média, por 17,18% de administradores independentes. É ainda de salientar que grande parte dos CEO das empresas da amostra (cerca de 25,78%) acumulam também a função de Presidente do *board*.

É de realçar que a empresa média da amostra apresenta um rácio de endividamento de 42,41% e uma proporção de 32,12% de ativos fixos tangíveis no total do ativo. Por último, é importante referir que a dimensão média advém de um volume de vendas médio de 3,719 milhões de euros.

Tabela I - Estatísticas Descritivas

Variável	Obs.	Média	Mediana	Desvio-padrão	Mínimo	Máximo
ROE	445	16,93	12,89	0,88	0,098	207,89
PWOM	445	0,2665	0,5198	0,1825	0,0000	0,785
DUAL	445	0,2578	1,0000	0,5269	0,0000	1,0000
ADMIND	445	0,1718	0,3296	0,5791	0,0000	1
NBOARD	445	23,2145	14,0000	7,4586	2,0000	52,0000
DEBT	445	0,4241	0,3365	0,8010	0,0733	1,0489
DIM	445	15,1289	12,9749	3,3325	4,9312	19,818
TANG	445	0,3212	0,1212	0,3587	0,0000	0,9999

Fonte: Próprios autores

Variáveis: ROE Quociente entre o resultado operacional e o capital próprio total; PWOM Percentagem de mulheres no *board*; DUAL *Dummy*, assume o valor 1 se o CEO é também o Presidente do *board* e 0,

caso contrário; ADMIND Percentagem de administradores independentes no *board*; NBOARD Número de administradores no *board*; DEBT Quociente entre o passivo total e o capital próprio; DIM Logaritmo natural das vendas da empresa; TANG Quociente entre o ativo fixo tangível total e o ativo total.

Tabela II - Matriz de Correlação de Pearson

Variável	ROA	PWOM	DUAL	ADMIND	NBOARD	DEBT	DIM	TANG
ROA	1							
PWOM	-0,0527*	1						
DUAL	0,0263	0,0874**	1					
ADMIND	0,083***	0,2100***	0,1011***	1				
NBOARD	0,2121***	0,2644***	-0,0268**	0,4129***	1			
DEBT	0,3578***	-0,0423**	0,0528**	0,0728*	0,0718***	1		
DIM	0,0875***	0,3281***	-0,0457**	0,4587***	0,8124***	0,4238***	1	
TANG	0,1423***	0,1263***	0,00412**	-0,0126*	-0,0256*	0,2028***	0,0658**	1

Fonte: Próprios autores

*, ** e *** indicam a significância estatística ao nível de 10%, 5% e 1%, respetivamente.

Através da análise da Tabela II e considerando as variáveis independentes, verificamos que estas apresentam quase todas associações significativas entre si, sendo a correlação mais forte entre DIM e NBOARD, cujo coeficiente é de 0,8124 (valor-p < 0,01). Destaca-se também as variáveis NBOARD e ADMIND pela sua elevada correlação, apresentando um coeficiente de Pearson de 0,4129 (valor-p < 0,01).

Com o objetivo de averiguar se existe multicolinearidade, calcularam-se os *Variance Inflation Factors* (VIFs). Assim, verificamos que não existem relações lineares exatas entre as variáveis e, desta forma, todas serão incluídas nas regressões.

4.2. A relação da percentagem das mulheres no *board* com a *performance* da empresa

De forma a perceber qual o impacto da percentagem de mulheres no *board* na *performance* da empresa, foram estimados vários modelos (ver Tabela IV): as colunas (1), (2) e (3) correspondem às regressões onde se incluíram *dummies* relativas ao ano e, nas (4), (5) e (6), não houve controlo das *dummies*.

Efetuuou-se o teste de Hausman, para se perceber qual o melhor modelo a analisar, entre os efeitos fixos e os efeitos aleatórios. Com base na Tabela III, constata-se que, quando se colocam as *dummies* ano, é preferível o modelo dos efeitos aleatórios. Contudo, devido ao número de observações ser insuficiente, não foi possível calcular a estatística do teste F para este modelo. Portanto, irá analisar-se o (1) – pooled OLS. Pelas mesmas razões, se não forem consideradas as *dummies* relativas ao ano, volta-se a escolher o (4) – pooled OLS.

Tabela III - Resultados do Teste de Hausman

Modelos	χ^2	Valor-p	Melhor modelo
Com <i>dummies</i> Ano	0,000	1,000	EA(3)
Sem <i>dummies</i> Ano	0,000	1,000	EA(6)

Tabela IV - Resultados dos Modelos de Regressão

Variáveis	Sinal esperado	(1)Pooled OLS JonesM	(2)Fixed Effects JonesM	(3)Random Effects JonesM	(4)Pooled OLS JonesM	(5)Fixed Effects JonesM	(6)Random Effects JonesM
PWOM	+/-	-0,0228* (-1,012)	-0,0329* (-2,3801)	-0,0329** (-2,3734)	-0,0329* (-2,3801)	-0,0329* (-2,3801)	-0,0323** (-2,4620)
DUAL	+/-	-0,0052 (-0,71258)	-0,0025 (-0,4353)	-0,0025 (-0,4341)	-0,0025 (-0,4353)	-0,0025 (-0,4353)	-0,0022 (-0,3836)
ADMIND	+/-	-0,0150 (-1,2147)	-0,0010** (-2,6247)	-0,0010*** (-2,6174)	-0,0010** (-2,6247)	-0,0010** (-2,6247)	-0,0010*** (-2,7702)
NBOARD	+/-	-0,0122*** (-3,1859)	-0,0011*** (-4,7163)	-0,0011*** (-4,7030)	-0,0011*** (-4,7163)	-0,0011*** (-4,7163)	-0,0010*** (-4,4552)
DEBT	+/-	+0,1079*** (5,6947)	-0,1079*** (-6,9458)	-0,1079*** (-6,9263)	-0,1079*** (-6,9458)	-0,1079*** (-6,9458)	-0,1081*** (-6,8194)
DIM	+/-	0,0018* (1,8523)	0,0029** (2,9173)	0,0029*** (2,9091)	0,0029** (2,9173)	0,0029** (2,9173)	0,0026*** (2,7597)
TANG	+/-	+0,0262*** (-3,41258)	-0,0226*** (-4,4017)	-0,0226*** (-4,3893)	-0,0226*** (-4,4017)	-0,0226*** (-4,4017)	-0,0229*** (-4,4997)
Constant		0,1318*** (7,748)	0,1369*** (8,4787)	0,1393*** (8,6442)	0,1369*** (8,4787)	0,1369*** (8,4787)	0,1383*** (8,8250)
Observations		445	445	445	445	445	445
R-squared		0,2034	0,2034	0,2034	0,1998	0,1998	0,1998
Number of Ano			6	6	6	6	6
F-test		9,9886	449,2		399,2	449,1	
Prob > F		0	1,15e-06		1,15e-06	1,15-06	

*, ** e *** indicam a significância estatística ao nível de 10%, 5% e 1%, respetivamente. A estatística do t encontra-se entre parêntesis.

Variáveis: ROE Quociente entre o resultado operacional e o capital próprio total; PWOM Percentagem de mulheres no *board*; DUAL *Dummy*, assume o valor 1 se o CEO é também o Presidente do *board* e 0, caso contrário; ADMIND Percentagem de administradores independentes no *board*; NBOARD Número de administradores no *board*; DEBT Quociente entre o passivo total e o capital próprio; DIM Logaritmo natural das vendas da empresa; TANG Quociente entre o ativo fixo tangível total e o ativo total.

Analisando os outputs obtidos com as *dummies* relativas ao ano (1), verificamos que a variável NBOARD apresenta uma relação negativa e estatisticamente significativa para todos os níveis considerados. A variável PWOM apresenta uma relação negativa e estatisticamente significativa ao nível de 10%. As variáveis DUAL e ADMIND apresentam igualmente uma relação negativa com o ROE, no entanto, não estatisticamente significativa. As variáveis DEBT e TANG apresentam uma relação positiva e estatisticamente significativa para todos os níveis. Por fim, a variável DIM apresenta uma relação positiva e estatisticamente significativa ao nível de 10%.

Analisando agora os outputs obtidos sem as *dummies* relativas ao ano (4), verificamos que todas as variáveis são estatisticamente significativas à exceção da variável DUAL. Em todos os modelos, a variável PWOM apresenta uma relação negativa e estatisticamente significativa a 10%. Relativamente às variáveis de controlo, observa-se que a variável NBOARD apresenta uma relação negativa e estatisticamente significativa a todos os níveis, enquanto a variável DIM evidencia uma relação positiva e estatisticamente significativa ao nível de 10%.

Os R^2 observados são satisfatórios, o que significa que as variáveis independentes têm um poder explicativo razoável da *performance* da empresa, no entanto, tal não é problemático, dado que o objetivo do estudo não passa por identificar quais as variáveis que explicam a *performance* da empresa, mas sim o impacto da percentagem das mulheres na *performance* da empresa.

4.3. Testes de Robustez

Como forma de garantir a solidez dos resultados apresentados foram realizadas algumas regressões. Primeiramente considerou-se como variável dependente o ROA² (*return on asset*). Foi considerada esta variável de forma a verificar se com a utilização de uma outra medida de rentabilidade, que não o ROE, os resultados se mantinham. Neste

² O ROA é um rácio que mede a capacidade que os ativos têm para gerar resultados, relacionando o resultado líquido com o ativo total. Quanto maior for o resultado do rácio, melhor será o desempenho da empresa.

caso os resultados foram consistentes com os anteriormente obtidos e por isso não foram apresentados.

Posteriormente, substituiu-se a proporção dos administradores independentes (ADMIND) por *dummy*, que assume o valor 1 se a maioria dos administradores é independente e 0, caso contrário. Como os resultados também foram semelhantes aos do modelo base, não são apresentados.

Adicionalmente, realizou-se o estudo com uma nova variável que procura modelizar através de medidas alternativas os países com maior foco no equilíbrio de género nos conselhos de administração. Assim foi criada a variável *dummy* COUNTRY, que assume o valor 1 quando os países são França, Islândia e Noruega e 0 quando os países são Grécia, Lituânia e Roménia. As conclusões vieram demonstrar o já concluído anteriormente, países com mais foco no equilíbrio de género nos conselhos de administração apresentação empresas com uma *performance* inferior.

5. Conclusão

Através deste estudo conseguimos concluir que a percentagem de mulheres no *board* de empresas da amalgama de países estudada tem um impacto negativo e significativo na *performance* das mesmas (de acordo com os dois os modelos). Estudo de Darmadi (2010) corrobora as nossas conclusões. Uma maior diversidade de géneros aumenta os conflitos e desacelera o processo de tomada de decisões (Hambrick et al, 1996).

A variável DUAL afeta negativamente o a variável independente ROE, ou seja, quando o CEO e o Presidente do *board* são a mesma pessoa, a empresa tem uma pior *performance*. No entanto, este não é significativo. Esta conclusão também é defendida por Berg & Smith (1978).

O coeficiente associado à variável ADMIND, permite concluir que uma maior percentagem de diretores independentes no CA da empresa tem um impacto negativo na *performance* da mesma, mas não significativo. Há estudos que apoiam esta conclusão, como é o caso de Bhagat & Black (2000), que defendem que os diretores internos estão melhor informados sobre a empresa e por isso tomam decisões mais eficientes.

Quanto maior o número de diretores no *board*, pior é o ROE da empresa. Este impacto negativo é estatisticamente significativo sobre a *performance*. Tal como Jensen (1993) defende, *boards* de maior dimensão enfrentam dificuldade de comunicação e como consequência tomam piores decisões que se refletem no desempenho.

Tal como Champion (1999) afirma, o endividamento afeta o desempenho das empresas de forma positiva e significativa. Isto deve-se ao facto do financiamento da dívida externa ter um papel importante no aumento da produtividade da empresa e no seu crescimento futuro (Gomis & Khatiwada, 2016).

Ao contrário do que Markman & Gartner (2002) argumentam, a dimensão da empresa relaciona-se positiva e significativamente com a *performance* das empresas.

A variável TANG, tal como Carvalho et al. (2010) nos mostra, tem um impacto positivo na *performance* da empresa por contribuir para um desempenho superior.

Adams & Ferreira (2009) afirmam que a base para a elaboração de legislações que visam uma maior inclusão das mulheres nos quadros administrativos é o facto de estas

afetarem a gestão das empresas a vários níveis significativos, como por exemplo, a melhoria da eficiência.

Não obstante, a presença das mulheres nos *boards* não têm um efeito favorável na *performance* das empresas, tanto ao nível global dos países em estudo, como quando analisados conjuntamente mediante a percentagem de mulheres no conselho de administração. Esta conclusão vai ao encontro do estudo de Darmadi (2010) que apontava que países com maior representação feminina nos *boards* teriam uma pior *performance* das empresas. Este cenário pode ser justificado pelos baixos valores de representação das mulheres (26,65%) nas empresas dos países em análise, dado que pode significar pouco poder de decisão.

Este estudo tem limitações que podem ser tidas em conta em investigações futuras. Uma das limitações do estudo realizado é a reduzida dimensão da amostra. Inicialmente existiam mais de 1000 observações empresa-ano nesta investigação e só 445 observações integram a amostra em estudo, devido ao facto de apresentarem dados inconsistentes.

Também a reduzida percentagem de mulheres nos *boards* das empresas pode ser considerada uma limitação ao estudo, pois restringe os resultados dos testes estatísticos.

Como investigação futura deve-se considerar a análise do comportamento dos modelos em empresas que se encontrem fora da Europa. Por fim, observar as tendências das empresas, cotadas e não cotadas, antes e depois dos anos estudados também seria interessante.

Outra sugestão seria aprofundar ainda mais o estudo ao incluir alguns diferenciadores na variável mulher (por exemplo, a idade) de modo a verificar se esta adição altera os resultados obtidos em relação a *performance*.

A temática da presença de mulheres nos *boards* ainda não se encontra clarificada e é por essa razão que o nosso estudo se torna relevante ao permitir contribuir para o aumento do conhecimento e melhoria da gestão empresarial, social e equitativa numa sociedade mais meritocrática e produtiva.

Referências Bibliográficas

Adams, R., & Ferreira, D. (2007). A theory of friendly boards. *The Journal of Finance* 62 (1), 217–250.

Adams, R., 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), 58–107.

Agrawal, A., & Knoeber, C. (2001). Do some outside directors play a political role?. *The Journal of Law and Economics* 44 (1), 179-198.

Aziz, S., & Abbas, U. (2019). Effect of Debt Financing on Firm Performance: A Study on Non-Financial Sector of Pakistan. *Open Journal of Economics and Commerce* 2 (1), 9.

Berg, S.V., & Smith, S.K. (1978). CEO and board chairman: A quantitative study of dual vs. unitary board leadership. *Directors and Boards* 3 (1), 34-39

Berk, DeMarzo & Harford (2015). *Fundamentals of Corporate Finance - Global Edition*, 3ª Ed. Pearson.

Bhagat, S., & Black, B. (2000). Board Independence and long-term firm performance. *Unpublished paper, University of Colorado*.

Blackburn, V.B., Iles P., & Shrader C.B. (1997). Women In Management And Firm Financial Performance: An Explanatory Study. *Journal of Managerial Issues* 9 (3), 355-372

Boyd, B.K. (1994). Board Control and CEO Compensation. *Strategic Management Journal*. 15 (5), 335-344.

Boyd, B.K. (1995). CEO duality and firm performance: A contingency model. *Strategic Management Journal* 16 (4), 301-312.

Cadbury, Adrian et al. (1992). *The financial aspects of corporate governance*.

Disponível em <http://www.ecgi.org/codes/documents/cadbury.pdf> [Acesso em: 2019/04/21].

Campbell, J.L., Chen, H., Dhaliwal, D.S., Lu, H.M., & Steele, L.B. (2011). The information content of mandatory risk factor disclosures in corporate filings. *Review of Accounting Studies* 19 (1), 396-455.

Carter, D.A., D'Souza, F., Simkins, B.J., & Simpson, W.G. (2010). The Gender and the Ethnic Diversity of US Boards and Board Committees and Firm Financial Performance. *Corporate Governance* 18 (5), 398-404.

Champion D. (1999). Finance: the joy of leverage. *Harvard Business Review* 77 (4), 19-22.

Comissão Europeia (2012a). *A Comissão Europeia propõe 40% de mulheres nos conselhos de administração.*

Disponível em: http://europa.eu/rapid/press-release_IP-12-1205_pt.htm [Acesso em: 2019/03/21]

Comissão Europeia (2012b). *Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions.*

Disponível em : <http://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2012/EN/1-2012-615-EN-F1-1.Pdf> [Acesso em: 2019/04/17]

Comissão Europeia (2012c). *Proposta de DIRETIVA DO PARLAMENTO EUROPEU E DO CONSELHO relativa à melhoria do equilíbrio entre homens e mulheres no cargo de administrador não-executivo das empresas cotadas em bolsa e a outras medidas conexas.*

Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?qid=1441109473231&uri=CELEX%3A52012PC0614>[Acesso em: 2019/04/26]

Comissão Europeia (2012d), *Questions and Answers: Proposal on increasing Gender Equality in the Boardrooms of Listed Companies*.

Disponível em: http://europa.eu/rapid/pressrelease_MEMO-12-860_en.htm[Acesso em: 2019/04/17]

Costa, D. (2015). *Estrutura de Capitais: Micro e Pequenas Empresas Setor Comercial* (Dissertação de Mestrado). Retirado de https://repositorio.ucp.pt/bitstream/10400.14/19313/1/TFM%20ConcentradoVF_Daniel%20Costa.pdf

Dalton, D.R., Daily, C.M., Johnson, J.L., & Ellstrand, A.E. (1999). Number of Directors and Financial Performance: A Meta-Analysis. *Academy of Management Journal* 42 (6), 674-686.

Darmadi, S. (2010). Board diversity and firm performance: the Indonesian evidence. *Corporate Ownership and Control Journal*, 8.

Dikolli, S.S., Mayew, W.J., & Nanda, D. (2014). CEO tenure and the performance turnover relation. *Review of accounting studies* 19 (1), 281-327.

Donaldson, L., & Davis, J.H. (1991). Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns. *Australian Journal of Management* 16 (1), 49-64.

Erhardt, N.L., Werbel, J.D., & Shrader, C.B. (2003). Board of Director Diversity and Firm Financial Performance. *Corporate Governance* 11 (2), 102-111.

European Institute for Gender Equality (2018). *Gender Statistics Database* [Base de Dados], Outubro 2018 Lituânia: EIGE. Disponível em: https://eige.europa.eu/gender-statistics/dgs/indicator/wmidm_bus_bus__wmid_comp_compbm/bar

Fama, E.F., & Jensen, M. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics* 26, 301-325.

Fernandes, C., Vieira, E., Neiva, J., & Peguinho, C. (2012). *Análise Financeira: Teoria e Prática*. Lisboa: Edições Sílabo, Lda.

Fuzi, S.F.S., & M.K, J. (2016). Board Independence and Firm Performance. *Procedia Economics and Finance* 37, 460-463.

Garg, A.K. (2007). Influence of Board Size and Independence on Firm Performance: A Study of Indian Companies. *Vikalpa: The Journal for Decision Makers* 32 (3), 40.

Gerson, K. (1985). *Hard choices: How women decide about work, career, and motherhood*, 1ªEd. Berkley & Los Angeles: University of California Press.

Gomis, R.M., & Khatiwada, S. (2016). Debt and Productivity: Evidence from firm level data. *Working paper*, Graduate Institute of International and Development Studies.

González, J., & García-Meca, E. (2014). Does Corporate Governance Influence Earnings Management in Latin American Markets?. *Journal of Business Ethics* 121 (3), 419–440.

Goyal, V.K., & Park, C.W. (2002). Board leadership structure and CEO turnover. *Journal of Corporate Finance* 8 (1), 49-66.

Greiner, L. (1972). Evolutions and Revolutions as Organizations Grow. *Harvard Business Review* 50, 37-46.

Greiner, L.E. (1998). Evolution And Revolution As Organizations Grow. *Harvard Business Review* 76 (3), 4.

Habib, A. & Hossain, M. (2013). CEO/CFO characteristics and financial reporting quality: A review. *Research in Accounting Regulation* 25 (1), 88-100.

Hair J., Black, W.C., Babin, B.J., & Anderson, R.E. (2006). *Multivariate data analysis*, 6ª Ed. New Jersey: Pearson Education Inc.

Hambrick, D.C., & Cannella, A.A. (2004). CEOs who have COOs: Contingency analysis of an unexplored structural form. *Strategic Management Journal* 25 (10), 959.

Haslam, S.A., Ryan, M.K., Kulich, C., Trojanowski, G., & Atkins, C. (2010). Investing with Prejudice: the Relationship Between Women's Presence on Company Boards and

Objective and Subjective Measures of Company Performance. *British Journal of Management* 21 (2), 484–497.

Heenetigala, K. (2011). *Corporate Governance practices and firm performance of listed companies in Sri Lanka* (Dissertação de Doutoramento). Disponível em <https://www.cjournal.cz/files/247.pdf>

Hillman, A.J., Shropshire, C., & Canella, A. (2007). Organizational Predictors Of Women On Corporate Boards. *Academy of Management Journal* 50 (4), 946.

Jensen, M.C. (1993) The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems, *Journal of Finance* 48 (3), 831-880.

Joecks, J., Pull, K., & Vetter, K. (2013). Gender Diversity in the Boardroom and Firm Performance: What Exactly Constitutes a Critical Mass?. *Journal of Business Ethics* 118 (1), 61–72.

Kim, H., & Lim, C. (2010). Diversity, outside directors and firm valuation: Korean evidence. *Journal of Business Research* 63 (3), 284–291.

Lipton, M., & Lorsch, J.W. (1992) A modest proposal for improved corporate governance, *Business Lawyer* 48 (1), 59-77.

Lückerath-Rovers, M. (2010). A Comparison of Gender Diversity in the Corporate Governance - Codes of France, Germany, Spain, the Netherlands and the United Kingdom. *Working paper*.

Lückerath-Rovers, M. (2011). Women on boards and firm performance. *Journal of Management and Governance* 17 (2), 503.

Luís, C. (2012). *Avaliação da Performance Empresarial, as Métricas Tradicionais Versus as Métricas Baseadas no Valor* (Dissertação de Mestrado). Disponível em <https://repositorio.ipl.pt/bitstream/10400.21/2608/1/DISSERTACAO%20CARLOS%20LUIS%202010328.pdf>

Marinova, J., Plantenga, J., & Remery, C. (2016). Gender Diversity and Firm Performance: Evidence from Dutch and Danish Boardrooms. *The International Journal of Human Resource Management* 27 (15), 8.

Markman, G.D., & Gartner, W.B. (2002). Is extraordinary growth profitable? A study of Inc 500 high-growth companies. *Entrepreneurship Theory and Practice* 27 (1), 65–76.

Medeiros, A.W., & Mol, A.L.R. (2017). Tangibilidade e Intangibilidade na Identificação do Desempenho Persistente: Evidências no Mercado Brasileiro. *Revista de Administração Contemporânea*, 21 (2), 188.

Melo, F.C., Kayo, E.K., & Martin, D.M.L. (2010). Tangibilidade e Intangibilidade na Determinação do Desempenho Persistente de Firms Brasileiras. *Revista de Administração Contemporânea* 14 (5), 885.

Mier, M. S. (2011). Endeudamiento y ciclo político-presupuestario: aplicación a los municipios asturianos. *Presupuesto y Gasto Público* 65, 75–95.

Milliken, F.J., & Martins, L.L. (1996). Searching for Common Threads: Understanding the Multiple Effects of Diversity in Organization Groups. *Academy of Management Review* 21 (2), 402-433.

Mohamed, E.B., Baccar, A., Fairchild, R., & Bouri, A. (2012). Does corporate governance affect managerial optimism? Evidence from NYSE panel data firms. *International Journal of Euro-Mediterranean Studies* 5 (1), 41–56.

Monteiro, A. 2006. A quick guide to financial ratios. *Personal Finance Newsletter* 2006 (307), 8-10.

MSCI (2018). *Women on boards and the human capital connection*.

Disponível em: <http://equileap.org/wp-content/uploads/2018/03/MSCI-Women-in-boards.pdf> [Acesso em: 2019/04/22].

Nekhili, M., & Gatfaoui, H. (2012). Are Demographic Attributes and Firm Characteristics Drivers of Gender Diversity? Investigating Women's Positions on French Boards of Directors. *Journal of Business Ethics* 118 (2), 233.

Osma, B., & Noguera, B., 2007. The effect of the board composition and its monitoring committees on earnings management: evidence from Spain. *Corporate Governance* 15 (6), 1413–1428.

Park, Y., & Shin, H., 2004. Board composition and earnings management in Canada. *Journal of Corporate Finance* 10 (3), 431–457.

Peng, M.W. (2004). Outside Directors And Firm Performance During Institutional Transitions. *Strategic Management Journal* 25 (5), 453-471.

Pereira, J. (2013). *Mulheres nos Conselhos de Administração, Medida Social ou Fonte de Valor?* (Dissertação de Mestrado). Disponível em <https://repositorio-aberto.up.pt/bitstream/10216/75679/2/25356.pdf>

PI, L., & Lowe, J. (2011). Can a Powerful CEO Avoid Involuntary Replacement? - an Empirical Study from China. *Asia Pacific Journal of Management* 28 (4), 775–805.

Pombo, C., & Gutiérrez, L. (2011). Outside directors, board interlocks and firm performance: Empirical evidence from Colombian business groups. *Journal of Economics and Business* 63 (4), 251–277.

Radlach, P., & Schlemmbach, K. (2008). *The board of directors and its influence on risk propensity and firm performance: An empirical study of their relations in the banking sector* (Dissertação de Mestrado). Disponível em <http://www.diva-portal.se/smash/get/diva2:231263/FULLTEXT01.pdf>

Ramdani, D., & Witteloostuijn, A. (2009). Board Independence, CEO Duality and Firm Performance: A Quantile Regression Analysis for Indonesia, Malaysia, South Korea and Thailand. *British Journal of Management* 21 (3), 607-627.

Rappaport, A. (1986). *Creating Shareholder Value: A Guide for Managers and Investors*. New York: The Free Press.

Relatório Viénot (1995), “Le Conseil d’Administration des Societes Cotees”, Rapport du Comité sur le Gouvernement d’entreprise présidé par Marc Vienót. Paris: MEDEF

Rhode, D.L., & Packel, A.K. (2014). Diversity on Corporate Boards: How Much Difference Does Difference Make?. *Delaware Journal of Corporate Law (DJCL)* 39 (2), 286.

Robinson, G., & Dechant, K. (1997). Building a business case for diversity. *Academy of Management Perspectives* 11 (3), 21-31.

Sanders, W. G., & Boivie, S. (2004). Sorting things out: Valuation of new firms in uncertain markets. *Strategic Management Journal* 25 (2), 167.

Schein, V. E., Müller, R., Lituchy, T., & Liu, J. (1996). Think manager – think male: A global phenomenon committees. *Journal of Organization Behavior* 17 (2), 119-148.

Schwartz-Ziv, M. (2013). Does the Gender of Directors Matter?. *Edmond J. Safra Working Papers* 8, 22.

Singh, V., & Vinnicombe, S. (2004). Why So Few Women Directors in Top UK Boardrooms? Evidence and Theoretical Explanations. *Corporate Governance* 12 (4), 479-488.

Smith, N., Smith, V., & Verner, M. (2006). Do women in top management affect firm performance? A panel study of 2,500 Danish firms. *International Journal of Productivity and Performance Management* 55 (7), 569–593.

Stowe, J.D., Robinson, T.R., Pinto, J.E., & McLeavy, D.W. (2002). Analysis of equity investments: Valuation. Baltimore: AIMR.

Tarr-Whelan, L. (2009). *Women Lead the Way: Your Guide to Stepping up to Leadership and Changing the World*. São Francisco: Berrett-Koehler.

Terjesen, S., Barbosa Couto, E., & Morais Francisco, P. (2015). Does the presence of independent and female directors impact firm performance? A multi-country study of board diversity. *Journal of Management & Governance* 20 (3), 450.

Wang, Y., & Clift, B. (2009). Is There a "Business Case" for Board Diversity?. *Pacific Accounting Review* 21 (2), 97.

Wet, J.H.v.H., & du Toit, E. (2006). Return on equity: A popular, but flawed measure of corporate financial performance. *South African Journal of Business Management* 38 (1), 2.

Wooldridge, J.M., (2012). *Introductory Econometrics: A Modern Approach*, 5.a Edição. Mason, Ohio: South-Western.

Zahra, S.A., & Pearce, J.A. (1989). Board of Directors and Corporate Financial Performance: A Review and Integrative Model. *Journal of Management* 15 (2), 291-334.

Zahra, S.A., & Stanton, W.W. (1988) The implication of board of directors' composition for corporate strategy and performance. *International Journal of Management* 5 (2), 229-237.