

A RELAÇÃO ENTRE PERCENTAGEM DE MULHERES NOS  
CONSELHOS DE ADMINISTRAÇÃO, VALOR DA  
EMPRESA, E PREOCUPAÇÕES ÉTICAS E SOCIAIS: UM  
ESTUDO DE EMPRESAS EUROPEIAS

Márcia Alexandra Antunes Sobral

Dissertação de Mestrado  
em Contabilidade

Orientadora:  
Prof. Doutora Helena Isidro, Prof. Associada, ISCTE Business School,  
Departamento de Contabilidade

Abril 2013

## **AGRADECIMENTOS**

A conclusão desta dissertação não teria sido possível sem a intervenção de determinadas pessoas.

Neste sentido, quero expressar a minha profunda gratidão à minha orientadora, Professora Doutora Helena Isidro, pelo apoio e disponibilidade que demonstrou durante todo o período de elaboração desta dissertação, bem como, por todas as sugestões e pela rapidez de resposta a todas as dúvidas colocadas.

Quero também agradecer à minha família e ao meu namorado pelas palavras de incentivo e pela compreensão demonstrada.

Gostaria ainda de manifestar o meu especial agradecimento à minha mãe, pelo seu amor, apoio incondicional e excelente gestão económica, que garantiu a minha formação académica.

## RESUMO

Nos últimos anos, a baixa representatividade das mulheres nos conselhos de administração das empresas tem suscitado a atenção dos governos e das entidades reguladoras Europeias (Comissão Europeia, 2012).

Motivado pela intenção da Comissão Europeia de impor uma quota mínima de 40% de mulheres em lugares de administração não executivos de grandes empresas Europeias cotadas e pelo intenso debate que esta proposta está a suscitar, este estudo pretende averiguar se existe uma associação entre a percentagem de mulheres nos conselhos de administração e o valor da empresa, entre a percentagem de mulheres nos conselhos de administração e o desempenho financeiro, e entre a percentagem de mulheres nos conselhos de administração e as preocupações éticas e de responsabilidade social das grandes empresas Europeias em 2011.

Os resultados da análise empírica sugerem uma relação positiva entre a percentagem de mulheres nos conselhos de administração e o valor da empresa medido pelo Q de Tobin. No entanto, não existe evidência estatística de que um aumento da percentagem de mulheres nos conselhos de administração melhore o desempenho financeiro das empresas medido, quer pelo ROE (*Return On Equity*), quer pelo ROA (*Return On Assets*).

Os resultados mostram ainda que uma maior representatividade das mulheres nos conselhos de administração das grandes empresas Europeias está positivamente associada a preocupações éticas e de responsabilidade social dessas empresas, traduzidas pela existência de comités desse tipo.

**Palavras-chave:** Mulheres nos conselhos de administração, valor da empresa, desempenho financeiro, ética e responsabilidade social.

**JEL Classification:** G34, M41

## **ABSTRACT**

In recent years, the low representation of women on the board of directors has attracted the attention of governments and European regulatory authorities (European Commission, 2012).

Motivated by the European Commission's intention to impose a minimum quota of 40% of women in non-executive roles on the board of directors of large listed European companies, and by the intense debate that this proposal has generated, this study aims to investigate whether there is an association between the percentage of women on boards of directors and firm value, between the percentage of women on boards and financial performance, and between the percentage of women on boards and concerns with ethics and social responsibility for the large European companies in the year 2011.

The results of the empirical analysis suggest a positive relation between the percentage of women on the board and firm value measured by Tobin's Q. However, the study does not provide statistical evidence of a positive association between the percentage of women on boards and the business financial performance measured by ROE and ROA.

Moreover, the results also show evidence of a positive and statistically significant relation between the percentage of women on boards of directors and the ethical and corporate social responsibility of companies assessed by the existence of this type of board committees.

**Keywords:** Women on boards, firm value, financial performance, ethics and social responsibility.

**JEL Classification:** G34, M41

## ÍNDICE

|  |    |
|--|----|
| 1. INTRODUÇÃO.....   | 1  |
| 2. REVISÃO DE LITERATURA E DESENVOLVIMENTO DE HIPÓTESES .....  | 3  |
| 2.1. Diversidade de género no conselho de administração .....  | 3  |
| 2.1.1. A participação das mulheres na atividade económica.....   | 5  |
| 2.2. Regulamentação na Europa.....   | 6  |
| 2.2.1. Medidas legislativas com sanções .....  | 7  |
| 2.2.2. Medidas legislativas sem sanções .....  | 8  |
| 2.2.3. Medidas voluntárias.....  | 9  |
| 2.2.4. Proposta da Comissão Europeia e reações à introdução de regulamentação  | 10 |
| 2.3. Diversidade de género, desempenho financeiro e valor da empresa .....   | 13 |
| 2.3.1. Resultados de estudos anteriores .....  | 14 |
| 2.3.1.1. Estudos sobre o impacto positivo da participação de administradoras no<br>desempenho financeiro e no valor da empresa.....    | 14 |
| 2.3.1.2. Estudos sobre o impacto negativo da participação de administradoras no<br>desempenho financeiro e no valor da empresa.....    | 15 |
| 2.3.1.3. Estudos sobre a ausência do impacto da participação de administradoras<br>no desempenho financeiro e no valor da empresa..... | 16 |
| 2.3.2. A contribuição das administradoras para o desempenho financeiro e para o<br>valor da empresa.....                               | 17 |
| 2.4. Diversidade de género e o desempenho social .....   | 20 |
| 2.4.1. Ética e responsabilidade social .....   | 21 |
| 2.4.2. Resultados de estudos anteriores .....  | 22 |
| 3. METODOLOGIA.....  | 24 |
| 3.1. Dados e amostra.....  | 24 |
| 3.2. Modelos de regressão.....   | 25 |
| 4. RESULTADOS .....  | 28 |

|   |    |
|---|----|
| 4.1. Análise descritiva.....                | 28 |
| 4.2. Análise dos modelos de regressão ..... | 40 |
| 4.2.1. Hipótese 1 .....                     | 40 |
| 4.2.1.1. Efeito de <i>outliers</i> .....    | 42 |
| 4.2.1.2. Efeito da Noruega.....             | 43 |
| 4.2.2. Hipótese 2 .....                     | 44 |
| 4.2.3. Hipótese 3.....                      | 46 |
| 4.2.4. Pressupostos das regressões.....     | 48 |
| 4.2.4.1. Regressão linear múltipla .....    | 48 |
| 4.2.4.2. Regressão logística .....          | 49 |
| 5. CONCLUSÕES .....                         | 50 |
| 6. LIMITAÇÕES DO ESTUDO .....               | 51 |
| 7. SUGESTÕES PARA ESTUDOS FUTUROS.....      | 52 |
| ANEXOS .....                                | 58 |

## ÍNDICE DE TABELAS

|   |    |
|---|----|
| <b>Tabela 1:</b> Definição das variáveis .....  | 28 |
| <b>Tabela 2:</b> Estatísticas descritivas .....   | 29 |
| <b>Tabela 3:</b> Análise descritiva da representação feminina por indústria .....               | 31 |
| <b>Tabela 4:</b> Análise descritiva da percentagem de mulheres por dimensão da empresa..        | 33 |
| <b>Tabela 5:</b> Análise descritiva da representação feminina por país.....                     | 34 |
| <b>Tabela 6:</b> Análise descritiva da representação feminina por sistema legal .....           | 37 |
| <b>Tabela 7:</b> Análise descritiva da percentagem de mulheres pela existência de comité ..     | 38 |
| <b>Tabela 8:</b> Matriz de correlação .....   | 39 |
| <b>Tabela 9:</b> Regressão linear para a variável Q de Tobin.....                               | 41 |
| <b>Tabela 10:</b> Regressão linear para a variável Q de Tobin (excluindo <i>outliers</i> )..... | 42 |
| <b>Tabela 11:</b> Regressão linear para a variável Q de Tobin (excluindo a Noruega).....        | 43 |
| <b>Tabela 12:</b> Regressão linear para a variável ROE.....                                     | 45 |
| <b>Tabela 13:</b> Regressão linear para a variável ROA.....                                     | 46 |
| <b>Tabela 14:</b> Regressão logística para a variável comité.....                               | 47 |
| <b>Tabela 15:</b> Estatísticas de colinearidade para a variável Q de Tobin .....                | 58 |
| <b>Tabela 16:</b> Estatísticas dos resíduos para a variável Q de Tobin .....                    | 58 |
| <b>Tabela 17:</b> Estatísticas de colinearidade para a variável comité .....                    | 59 |

## ÍNDICE DE FIGURAS

|   |    |
|---|----|
| <b>Figura 1:</b> Percentagem média de mulheres por indústria .....  | 31 |
| <b>Figura 2:</b> Percentagem média de mulheres por país.....  | 35 |
| <b>Figura 3:</b> Diagrama de dispersão entre os resíduos estandardizados e os valores estimados estandardizados para a variável Q de Tobin..... | 58 |
| <b>Figura 4:</b> Histograma dos resíduos para a variável Q de Tobin.....  | 59 |

## LISTA DE ABREVIACÕES

EUA: Estados Unidos da América

FT: *Financial Times*

ROA: *Return On Assets*

ROE: *Return On Equity*

ROI: *Return On Investment*

SIC: *Standard Industrial Classification*

UE: União Europeia

VIF: *Variance Inflation Factor*

## SUMÁRIO EXECUTIVO

Com o objetivo de aumentar a diversidade de género e assim minimizar a discriminação, diversos países Europeus implementaram medidas que obrigam ou incentivam as empresas a atribuir cargos de administração a mulheres.

A Comissão Europeia também tem deliberado sobre este assunto, tendo mesmo já elaborado e apresentado uma proposta que pretende impor uma quota mínima de 40% de mulheres (género menos representado) em lugares de administração não executivos de grandes empresas Europeias cotadas (Comissão Europeia, 14 de Novembro de 2012; Jornal Público, 4 de Setembro de 2012).

As opiniões sobre esta proposta são bastante diversas e não existe um consenso acerca dos efeitos da mesma. Enquanto que, por exemplo, a comissária da justiça da UE (União Europeia), Viviane Reding, defende que nestes tempos económicos difíceis nunca foi tão importante ter mais mulheres nos conselhos das empresas (CNN, 11 de Fevereiro de 2011), um funcionário governamental britânico afirmou que, apesar do governo britânico ainda ter de analisar a proposta da Comissão Europeia, o país mantém a sua oposição ao sistema de quotas (Jornal Público, 4 de Setembro de 2012).

O presente trabalho tem como objetivo investigar se uma maior representatividade de mulheres nos conselhos de administração está positivamente associada ao valor da empresa, ao desempenho financeiro e às preocupações éticas e de responsabilidade social nas maiores empresas Europeias em 2011.

Este estudo analisa as 500 maiores empresas Europeias em 2011, ou seja, com maior valor de mercado, classificadas pelo jornal FT (*Financial Times*). Devido a algumas limitações na disponibilidade dos dados foram excluídas 29 empresas e portanto a amostra final compreende 471 empresas.

O valor da empresa é medido pelo Q de Tobin e o desempenho financeiro da empresa é medido quer pelo ROE e pelo ROA. Tanto o Q de Tobin como os rácios financeiros, ROE e ROA, são medidas largamente utilizadas na literatura financeira e contabilística para aferir acerca do valor e do desempenho do negócio. As preocupações éticas e de responsabilidade social das empresas são medidas com base numa variável *dummy* que assume o valor de um caso a empresa tenha comité de ética e/ou de responsabilidade social, e zero em caso contrário.

Para a recolha dos dados financeiros das empresas utilizou-se a base de dados *Datastream*, enquanto que os dados relativos à representação feminina nos conselhos e a variável comité foram obtidos na base de dados *Boardex*. O número de trabalhadores foi retirado da lista das 500 maiores empresas Europeias divulgada em 2011 pelo FT.

Os resultados empíricos fornecem evidência estatística de uma relação positiva entre a percentagem de mulheres nos conselhos de administração e o valor da empresa. Porém não foi possível concluir que existe alguma relação entre a percentagem de mulheres nos conselhos de administração e o desempenho financeiro, quer no caso do rácio ROE, quer no caso do rácio ROA.

Os resultados deste estudo sugerem ainda que a percentagem de mulheres nos conselhos de administração está positivamente associada às preocupações éticas e de responsabilidade social das empresas.

A análise descritiva dos dados mostra que a Administração Pública é o setor de atividade onde existe, em média, uma maior percentagem de mulheres nos conselhos de administração. Por outro lado, existe uma menor percentagem de mulheres média na indústria Serviços de Educação, Sociais e Legais.

A nível geográfico, e dos países representados na amostra, a Hungria é o país que em 2011 apresenta a menor percentagem média de mulheres nos conselhos de administração, e a Noruega é o país que apresenta a percentagem mais alta (provavelmente consequência da imposição legal de quotas neste país). No geral, a proporção de mulheres nas posições de topo das empresas permanece baixa na maioria dos países Europeus.

Em suma, a análise desenvolvida neste estudo contribui para a extensão da literatura existente sobre a presença do sexo feminino nos conselhos de administração. Além disso, os resultados apresentados fornecem informações que podem ser úteis para as entidades reguladoras da UE na implementação de medidas que visam reduzir a desigualdade de género nos negócios, particularmente nos conselhos de administração.

## 1. INTRODUÇÃO

A necessidade de atribuir um papel mais relevante às mulheres nas empresas tem sido objeto de intenso debate na Europa. Neste sentido, diversos países Europeus têm aplicado medidas com o objetivo de promover a diversidade de género nos conselhos de administração e conseqüentemente, a igualdade de oportunidade para ambos os sexos, pretendendo assim, corrigir a atual sub-representação das mulheres nos negócios.

A própria Comissão Europeia, no final do ano de 2012, elaborou e apresentou uma proposta que pretende impor uma quota mínima de 40% de mulheres em lugares de administradores não executivos de empresas Europeias cotadas (Comissão Europeia, 14 de Novembro de 2012; Jornal Público, 4 de Setembro de 2012).

As opiniões dos Estados-membros e da comunidade empresarial sobre os efeitos desta potencial legislação são contraditórias. Ao mesmo tempo, a investigação académica sobre diversidade do género não apresenta conclusões definitivas sobre os efeitos financeiros e não financeiros de uma maior presença de mulheres em lugares de direção.

A presente dissertação tem como objetivo geral contribuir para a investigação realizada a nível Europeu na temática de *Corporate Governance*, mais especificamente para a investigação relativa aos efeitos da presença do sexo feminino nos conselhos de administração. Como objetivos específicos podem definir-se os seguintes: verificar se existe relação entre a percentagem de mulheres nos conselhos de administração e o valor das empresas, entre a percentagem de mulheres nos conselhos de administração e o desempenho financeiro e entre a percentagem de mulheres nos conselhos de administração e as preocupação éticas e de responsabilidade social das maiores empresas Europeias em 2011.

Assim, os resultados obtidos neste estudo podem contribuir para esclarecer as entidades reguladoras da UE, académicos e comunidade empresarial acerca de potenciais efeitos da introdução de medidas que visam aumentar a presença de mulheres nos conselhos de administração das empresas.

Desta forma, este estudo é importante para a comunidade científica pois contribui para melhorar a compreensão sobre a relação entre a participação de mulheres nos conselhos e o desempenho da empresa, quer a nível financeiro como social. É importante ainda referir que a maior parte dos artigos publicados analisam países anglo-saxónicos, principalmente os EUA (Estados Unidos da América) (Campbell e Mínguez-Vera,

2008; Carrera *et al.*, 2001). Este é um dos poucos estudos que analisa um conjunto de países Europeus, o que constitui um importante fator diferenciador desta dissertação.

Por outro lado, este estudo contribui também para o meio empresarial pois os resultados obtidos poderão ajudar os acionistas na escolha da estrutura do conselho de administração das empresas. Por exemplo, os acionistas poderão ser incentivados a colocar mais mulheres nos conselhos de administração das empresas, caso este estudo venha a verificar uma relação positiva entre a percentagem de mulheres nos conselhos de administração e o valor da empresa.

O universo estudado é constituído pelas 500 empresas Europeias com maior valor de mercado em 2011 segundo o FT. Após a exclusão de empresas para as quais faltavam dados, a amostra final corresponde a 471 empresas (452 quando utilizada a variável dimensão pelo número de trabalhadores). Os dados financeiros foram recolhidos da base de dados *Datastream* e os dados relativos à representação feminina nos conselhos de administração e aos comités foram obtidos na base de dados *Boardex*. O número de trabalhadores foi retirado da lista das 500 maiores empresas Europeias divulgada em 2011 pelo FT.

Os resultados empíricos mostram que existe uma relação positiva entre a percentagem de mulheres nos conselhos de administração das grandes empresas Europeias e o valor da empresa medido pelo Q de Tobin. Porém, os testes empíricos não mostraram evidência de uma relação entre a percentagem de mulheres nos conselhos de administração e o desempenho financeiro das empresas (ROE e ROA).

Este resultado parece indicar que apesar de uma associação positiva com o valor da empresa, a maior presença de mulheres nos conselhos não se traduz em melhores rácios de desempenho financeiro. Possivelmente, a relação positiva com o valor da empresa deriva de aspetos mais qualitativos que não são considerados pelos indicadores financeiros. Para testar esta hipótese analisou-se se a maior percentagem de mulheres está positivamente associada a fatores qualitativos do negócio como as preocupações éticas e de responsabilidade social.

Os resultados empíricos comprovam esta hipótese. A percentagem de mulheres nos conselhos de administração está positivamente associada às preocupações éticas e de responsabilidade social das empresas medidas por uma variável indicativa da existência ou não de comités desse tipo. Assim, os resultados sugerem que alguns dos potenciais

efeitos de uma maior presença de mulheres nos conselhos não são financeiros, mas traduzem-se em outras áreas do negócio como a ética e a responsabilidade social.

Finalmente, é de referir que este estudo enquadra-se no paradigma da investigação positivista. Este paradigma é caracterizado por ter o objetivismo como a natureza das ciências sociais e a regulação como a abordagem à sociedade, ou seja, por ter uma visão objetiva e concreta da realidade (Major e Vieira, 2009).

Esta dissertação encontra-se estruturada da seguinte forma. A secção 2 apresenta a revisão de literatura sobre a diversidade de género nos conselhos de administração e o seu impacto nas empresas, a nível financeiro e social. Nesta secção são descritos os aspetos teóricos mais importantes e são formuladas as hipóteses do estudo. A secção 3 descreve a metodologia, os modelos de regressão e a definição das variáveis do estudo. A secção 4 apresenta os resultados descritivos e das regressões multivariadas. Finalmente, a secção 5 discute as principais conclusões bem como, as limitações e algumas sugestões para estudos futuros.

## **2. REVISÃO DE LITERATURA E DESENVOLVIMENTO DE HIPÓTESES**

### **2.1. Diversidade de género no conselho de administração**

O conselho de administração funciona como um dos mais importantes mecanismos internos de governação que tem como função nomear, supervisionar, controlar, monitorizar, remunerar a gestão e determinar a estratégia global da empresa (Campbell e Mínguez-Vera, 2008; Ruigrok *et al.*, 2007).

A composição do conselho afeta a forma como este desempenha as suas funções (Carter *et al.*, 2010), por isso é de vital importância para a governação corporativa, no sentido de se identificarem estruturas que alinhem os interesses dos gestores com os dos acionistas (Arfken *et al.*, 2004; Rose, 2007). Uma boa governação corporativa desenvolve sistemas e práticas que asseguram a responsabilidade corporativa dos gestores e o bom desempenho da empresa (Brammer *et al.*, 2007) por isso com a atual crise económica, a investigação nesta área é mais crítica do que nunca (Hyland e Marcellino, 2002). As crises não são geralmente desejáveis, mas criam oportunidades para outras pessoas se aprovarem (Rosener, 1990).

Nos últimos anos, esta questão tem atraído maior atenção dos investidores, principalmente nas grandes empresas, como resultado de falhas de alto perfil detetadas (Campbell e Mínguez-Vera, 2008; Francoeur *et al.*, 2008; Kang *et al.*, 2007).

Um dos escândalos contabilísticos mundiais mais polémicos foi o caso da Enron que se tornou conhecido pela enorme falta de supervisão e controlo do seu conselho de administração e pela falta de ética nos negócios (Erhardt *et al.*, 2003). Erhardt *et al.* (2003) refere que uma possível causa para os problemas ocorridos foi a falta de diversidade do conselho que por sua vez impedia a existência de conflitos e de diversas perspetivas.

A teoria da agência aborda especificamente esta questão, ao tentar compreender a relação entre características do conselho e o desempenho organizacional (Carter *et al.*, 2003; Walt e Ingley, 2003). Esta teoria pode ser brevemente resumida como o papel de monitorização e controlo do conselho de administração na proteção dos interesses dos acionistas, dos interesses da gestão (Walt e Ingley, 2003). Neste sentido, o conselho ao melhorar estas funções (monitorização e controlo) minimiza problemas de agência potenciais e conseqüentemente, os custos de agência (Erhardt *et al.*, 2003; Walt e Ingley, 2003).

Realmente, o aumento da diversidade do conselho poderá ser um meio para melhorar a monitorização e o controlo das ações dos gestores (Erhardt *et al.*, 2003; Mateos de Cabo *et al.*, 2012; Walt e Ingley, 2003), já que uma monitorização eficaz exige que o conselho possua uma combinação adequada de capacidades e experiências para que seja possível avaliar convenientemente a gestão e as estratégias de negócio (Hillman e Dalziel, 2003).

É de realçar que a teoria da agência não fornece uma previsão clara da relação (positiva ou negativa) entre a diversidade do conselho e o desempenho da empresa (Francoeur *et al.*, 2008). Assim, embora a diversidade nos conselhos de administração possa ser considerada como um esforço altamente visível para demonstrar a ausência de discriminação, não está claro se a diversidade nos conselhos tem impacto no desempenho da organização (Erhardt *et al.*, 2003).

Muitos estudos já investigaram o impacto da composição do conselho, por exemplo, o tamanho e a independência do conselho, mas mais recentemente se começou a investigar o impacto da diversidade do conselho (Campbell e Mínguez-Vera, 2008).

Diversidade do conselho é atualmente um dos temas mais importantes de governação enfrentado pelas empresas (Carter *et al.*, 2003; Kang *et al.*, 2007) e é definida como a combinação variada de características, atributos e especializações dos membros do conselho (Walt e Ingley, 2003), ou seja, como a variedade na composição do conselho de administração (Kang *et al.*, 2007).

A diversidade pode seguir duas distinções gerais: diversidade observável (demográfica), que é facilmente detetável, como por exemplo, raça/etnia, nacionalidade, género e idade, e a diversidade não-observável (cognitiva) que compreende a formação, educação, experiência, conhecimento e valores (Milliken e Martins, 1996).

A diversidade de género é uma questão muito atual e fonte de alguma polémica. É discutida a diversidade nos conselhos de administração, como também a participação das mulheres na atividade económica e na sociedade em geral (Campbell e Mínguez-Vera, 2008; Kang *et al.*, 2007).

### **2.1.1. A participação das mulheres na atividade económica**

Algumas sociedades atribuem às mulheres funções mais tradicionais como donas de casa, esposas, mães, professoras ou enfermeiras. Em todos esses papéis, é suposto ser-se cooperativo, solidário, emocional e compreensivo. Os homens, por outro lado, devem assumir funções onde devem ser competitivos, autónomos, dominadores, fortes, resistentes e decididos (Rosener, 1990). Isto faz com que homens e mulheres tenham oportunidades diferentes de carreira e que haja discriminação no local de trabalho (Lara *et al.*, 2012).

Apesar de, nas últimas décadas, o número de mulheres na força de trabalho ter aumentado dramaticamente (Kravitz, 2003), a sua participação continua limitada a certas posições, o que as impede de ter acesso a altos níveis de gestão (Arfken *et al.*, 2004). Têm sido colocadas barreiras, principalmente em contexto Europeu, à nomeação de mulheres como membros do conselho de administração, em vez de serem analisadas outras características relevantes que essas possam trazer (Singh e Vinnicombe, 2004). Por isso mesmo, as mulheres ainda estão pouco representadas nos negócios Europeus, tanto em número como em estatuto (McKinsey & Company, 2007) e a sua nomeação seria certamente um passo importante para lhes dar reconhecimento e responsabilidade corporativa (Zelechowski e Bilimoria, 2004).

De 1998 a 2008, houve progressos notáveis nas taxas de emprego das mulheres na UE. A taxa de emprego feminino aumentou de 7,1% para 59,1% (Comissão Europeia, 2010).

No entanto, em 2007, 39% das empresas Europeias ainda não tinham mulheres nos seus conselhos (54% em 2003) e a percentagem média de mulheres nos conselhos Europeus era de 8,4% (5% em 2001). Em 2007, a Suécia teve a maior percentagem de mulheres (21%) e Portugal teve a menor (0,7%) (Heidrick & Struggles, 2007). Já em 2012, a percentagem média de mulheres nos conselhos das maiores empresas cotadas da UE foi de 13,7% o que contrasta com 11,8% em 2010 (Comissão Europeia, 2012).

Embora se tenha assistido a uma tendência geral de maior igualdade no mercado de trabalho da UE, como pode ser verificado acima pelo agravamento dos valores, o progresso na eliminação de desigualdades de género, principalmente nos conselhos, continua a ser muito lento (Comissão Europeia, 2010; Daily *et al.*, 1999; Terjesen *et al.*, 2009). Se o progresso continuar no mesmo ritmo dos últimos anos, será necessário mais 40 anos para se chegar a conselhos equilibrados (Comissão Europeia, 2012).

A crescente representação feminina comprova que as organizações têm-se concentrado nos seus recursos humanos como vantagem competitiva e assim direcionado os seus esforços para atrair e reter mais mulheres (Kochan *et al.*, 2003).

No entanto, há ainda um baixo nível de representação do sexo feminino, são muito poucas as mulheres que se sentam nos conselhos de administração das empresas, a sua sub-representação é evidente pois os homens continuam em maioria (Daily *et al.*, 1999; Farrell e Hersch, 2005; Francoeur *et al.*, 2008; Hyland e Marcellino, 2002; Smith *et al.*, 2006) e portanto a desigualdade de género continua a existir em funções de gestão (McKinsey & Company, 2007). Disparidades de género permanecem nas tarefas domésticas, no salário, nas horas de trabalho e nos cargos sociais (Comissão Europeia, 2010).

## **2.2. Regulamentação na Europa**

Nos últimos anos, a baixa representatividade das mulheres tem suscitado a atenção dos governos e entidades reguladoras Europeias (Comissão Europeia, 2012).

Assim, com o objetivo de aumentar a diversidade de género e minimizar a discriminação, vários países implementaram medidas. Estas podem ser repartidas em dois grupos: medidas legislativas e medidas voluntárias. Maior flexibilidade e maior sentido de propriedade das empresas são as vantagens das medidas voluntárias, no entanto, são as medidas legislativas, especialmente as que são acompanhadas por sanções, que apresentam melhorias significativas na representatividade feminina dos conselhos (Comissão Europeia, 2012).

A Comissão Europeia também tem deliberado sobre este assunto, tendo mesmo já elaborado e apresentado uma proposta que pretende impor uma quota mínima de 40% de mulheres (género menos representado) em lugares de administração não executivos de grandes empresas Europeias cotadas (Comissão Europeia, 14 de Novembro de 2012; Jornal Público, 4 de Setembro de 2012).

### **2.2.1. Medidas legislativas com sanções**

Vários países Europeus impuseram requisitos legais, também conhecidos por quotas, que obrigam a que um determinado número de lugares nos conselhos de administração seja exclusivamente reservado para mulheres (Adams e Flynn, 2005; Gul *et al.*, 2011; Mateos de Cabo *et al.*, 2012). Este é ainda um desenvolvimento muito recente pois grande parte dos países apenas recorreu a estas medidas legislativas em 2011 (Comissão Europeia, 2012). Assim pode dizer-se que em muitos anos, foi entre Outubro de 2010 e Janeiro de 2012 que foi feito o maior progresso para melhorar o equilíbrio de género nos conselhos das empresas. Certamente que este progresso está ligado ao intenso debate público por parte da Comissão Europeia e Parlamento Europeu para acelerar o ritmo de mudança, que estimulou a ação de alguns países (Comissão Europeia, 2012). Este assunto será desenvolvido no ponto 2.2.4.

A Noruega foi o primeiro país do mundo a aprovar a lei de maior representatividade feminina nos conselhos em 2003. Esta lei apenas foi considerada obrigatória em 2006 e exige a aplicação de uma quota mínima de 40% de representação de ambos os sexos nos conselhos de administração. Atualmente esta lei aplica-se a todas as empresas cotadas bem como a empresas públicas. Caso o conselho de uma empresa não cumpra os requisitos legais exigidos, esta pode ser dissolvida por ordem do tribunal. Na Noruega, estes requisitos são tão importantes nas empresas como os requisitos contabilísticos

(Bøhren e Strøm, 2010; Comissão Europeia, 2012; Huse *et al.*, 2009; Mathisen *et al.*, 2012; Torchia *et al.*, 2011).

É de salientar que, inicialmente as empresas Norueguesas tiveram oportunidade de aplicar medidas voluntariamente mas estas não resultaram em grandes progressos (Comissão Europeia, 2012; Torchia *et al.*, 2011).

Vendo o rápido progresso e abrangente cumprimento de uma quota de 40% acompanhada de sanções, outros países como a França, a Itália e a Bélgica seguiram o exemplo da Noruega, embora com quotas, prazos, empresas-alvo e sanções distintos (Comissão Europeia, 2012; Mateos de Cabo *et al.*, 2012).

Na França, a lei foi introduzida em Janeiro de 2011 mas só a partir de 2014 as empresas cotadas e não cotadas, com pelo menos 500 trabalhadores e faturação de mais de 50 milhões de euros nos últimos 3 anos consecutivos, bem como algumas entidades públicas, terão de assegurar uma quota mínima de 20% e, a partir de 2015, uma quota mínima de 40% (Comissão Europeia, 2012).

Na Itália, a lei foi estabelecida em Julho de 2011, aplicável às empresas cotadas e públicas que devem alcançar uma quota mínima de 33% até 2015 (Comissão Europeia, 2012).

Na Bélgica, a lei foi aprovada em Julho de 2011, e é aplicável a empresas estatais a partir de 2012 e será aplicada a empresas cotadas a partir de 2017 a 2019, dependendo do tamanho da empresa (quota mínima de 33% do género que esteja sub-representado). Para as empresas cotadas infratoras, a lei da Bélgica e da França prevê a suspensão de benefícios dos administradores, enquanto que a lei da Itália prevê a aplicação de coimas (Comissão Europeia, 2012).

### **2.2.2. Medidas legislativas sem sanções**

A Holanda e a Espanha também aprovaram legislação no sentido de aumentar a representatividade feminina nos conselhos de administração, mas as empresas não estão vinculadas a qualquer tipo de sanções significativas.

A Holanda impõe uma quota mínima de 30% a grandes empresas, exigindo que estas deem explicações, caso não cumpram as imposições (Comissão Europeia, 2012).

Já a legislação Espanhola recomenda que as suas grandes empresas tenham, no mínimo, 40% de membros de cada género nos seus conselhos até ao final de 2015, no sentido de melhorar a igualdade de oportunidades (Bøhren e Strøm, 2010; Campbell e Mínguez-Vera, 2008; Comissão Europeia, 2012; Gul *et al.*, 2011; Mateos de Cabo *et al.*, 2012).

É ainda importante referir que, na Dinamarca, Finlândia e Grécia tais requisitos são estabelecidos na legislação de empresas do Estado, enquanto que na Áustria e Eslovénia foram estabelecidos apenas por meio de regulamentos administrativos (Comissão Europeia, 2012).

### **2.2.3. Medidas voluntárias**

Outros países Europeus optaram pela introdução de medidas voluntárias para aumentar a representatividade feminina. O Reino Unido, por exemplo, é um dos países que não tem qualquer tipo de imposições legislativas, apenas recomendou que empresas cotadas no FTSE 100 tenham uma representação feminina mínima de 25% nos seus conselhos até 2015. Tal como o Reino Unido, também a Finlândia e a Suécia têm implementado medidas voluntárias para promover o equilíbrio de género nos conselhos (Comissão Europeia, 2012; Jornal Público, 4 de Setembro de 2012).

É ainda de referir que atualmente outros países Europeus têm estado em discussão de como alcançar o equilíbrio de género (Comissão Europeia, 2012) e mesmo países menos desenvolvidos, como a Índia e a China, estão a começar a reconhecer a importância da presença feminina nos conselhos de administração (Bøhren e Strøm, 2010; Jornal Público, 4 de Setembro de 2012). No entanto, noutros países não existe qualquer indicação de esforços neste sentido (Comissão Europeia, 2012).

Desta forma, com todas as medidas acima mencionadas, é plausível que a fraca presença de mulheres em cargos de administração das empresas mude, uma vez que há cada vez mais pressão de diversas partes interessadas como a Comissão Europeia, governos nacionais e mesmo acionistas, para que sejam nomeados obrigatoriamente membros do sexo feminino para os conselhos de administração (Adams e Ferreira, 2009; Terjesen *et al.*, 2009).

Farrell e Hersch (2005) mostraram no seu estudo que a probabilidade de uma empresa adicionar uma mulher ao seu conselho, num determinado ano, é negativamente afetada pelo número de mulheres já existente no conselho no ano anterior. Além disso, também

mostraram que a probabilidade de adicionar uma mulher é substancialmente aumentada quando uma mulher sai do conselho. Assim, os seus resultados sugerem que um aumento na procura de membros do sexo feminino pode ser uma resposta a metas internas e/ou a pressão externa para uma maior diversidade de género. Uma vez o objetivo alcançado (percentagem mais elevada de mulheres), a adição de mais mulheres pode diluir-se (Farrell e Hersch, 2005).

No entanto, há mesmo um número crescente de empresas que reconhece o impacto positivo da participação das mulheres na gestão e que está a providenciar determinadas medidas voluntárias como a sensibilização da diversidade de género no negócio, o desenvolvimento de estratégias para recrutar mais mulheres e para promover a reconciliação entre a vida profissional e a família (Comissão Europeia, 2012).

#### **2.2.4. Proposta da Comissão Europeia e reações à introdução de regulamentação**

Tal como os vários Estados-membros, a Comissão Europeia apela à importância da rápida melhoria da presença de mulheres na liderança dos negócios, particularmente nos conselhos de administração (Comissão Europeia, 2012).

Neste sentido, em Setembro de 2012, este organismo estava a elaborar uma proposta que pretende impor uma quota mínima de 40% de mulheres (género menos representado) em lugares de administração não executivos de grandes empresas Europeias cotadas em 2020 (Jornal Público, 4 de Setembro de 2012).

Em Novembro de 2012, a Comissão Europeia apresentou efetivamente essa mesma proposta, onde estabeleceu que as empresas que não atinjam a quota de 40% em cargos não executivos serão obrigadas a proceder a nomeações para esses cargos, e no caso de existir igualdade de qualificações, deverá ser dada prioridade ao género menos representado (Comissão Europeia, 14 de Novembro de 2012). Está previsto que esta proposta seja aplicada a aproximadamente 5.000 empresas cotadas da UE, uma vez que empresas com menos de 250 empregados e com um volume de negócios anual mundial não superior a 50 milhões de euros (pequenas e médias empresas) são excluídas desta medida (Comissão Europeia, 14 de Novembro de 2012).

Esta proposta tem como intuito apelar à igualdade entre homens e mulheres, fazendo parte de uma estratégia da UE para promover o crescimento, o emprego e a coesão social (Comissão Europeia, 2010).

É importante referir, que a comissária da justiça da UE, Viviane Reding, antes de avançar com a elaboração da proposta, tinha promovido um esquema de incentivos voluntários, que não foi bem sucedido por não se ter verificado qualquer melhoria no equilíbrio de género dos conselhos de administração (Jornal Público, 4 de Setembro de 2012). As empresas têm sido muito lentas na melhoria de equilíbrio de género, desde 2003 que anualmente apenas se regista um aumento médio de 0,6 pontos percentuais do número de mulheres nos conselhos de administração (Comissão Europeia, 14 de Novembro de 2012).

As opiniões sobre a proposta referida anteriormente são ainda bastante adversas. Por exemplo, Viviane Reding acredita que eleger mais mulheres para os conselhos de administração é de extrema importância no clima económico atual (“*in these difficult economic times, the case for getting more women on company boards has never been stronger*”) e que maior diversidade de género poderá mesmo impulsionar o crescimento na Europa (CNN, 11 de Fevereiro de 2011). No entanto, um funcionário governamental britânico afirmou que “o Governo ainda teria de analisar a proposta da Comissão, mas adiantou que o país mantém a oposição ao sistema de quotas” (Jornal Público, 4 de Setembro de 2012).

Nem todos os países estão de acordo com a imposição de um sistema de quotas a nível Europeu. Isto faz com que não haja consenso de ideias e que o papel das mulheres e a sua ausência na administração das empresas seja atualmente objeto de intenso debate (CNN, 11 de Fevereiro de 2011).

Neste sentido, compreender os efeitos da diversidade de género no desempenho da empresa, a nível quantitativo e qualitativo, é fundamental para avaliar a conveniência da aplicação de legislação semelhante em todos os países da Europa.

Se a diversidade de género melhorar o desempenho da empresa, as empresas certamente irão aumentar voluntariamente a diversidade, sem recorrer a legislação (Gul *et al.*, 2011). Mas se por outro lado, a diversidade de género tiver um impacto negativo no desempenho da empresa, mas o interesse público assim o exigir, a imposição de quotas mínimas de representação feminina nos conselhos deverá ser devidamente justificada.

Bøhren e Strøm (2010) afirmam que os argumentos políticos para uma maior diversidade de género não devem basear-se em benefícios económicos para os acionistas da empresa. Em vez disso, a obrigatoriedade da diversidade de género no

conselho deve ser considerado uma parte inerente de um amplo programa político para assegurar igualdade de oportunidades. Implementar um programa desse tipo pode vir a ser caro para os acionistas, mas pode ser benéfico para a sociedade em geral (Bøhren e Strøm, 2010).

Torna-se assim interessante, compreender os possíveis efeitos da diversidade do conselho no desempenho da empresa e por outro lado, conhecer o provável sucesso ou fracasso das propostas que defendem essa diversidade (Adams e Ferreira, 2009).

Perante as propostas de maior igualdade, homens e mulheres têm diferentes reações. As mulheres com fracas convicções de que elas são discriminadas no local de trabalho e com atitudes negativas perante a ação afirmativa das mulheres, demonstram um parecer negativo a esforços da gestão no aumento da proporção de mulheres na gestão de topo. Possivelmente por acharem que estas medidas retratam as mulheres como fracas candidatas, por necessitarem de usufruir de tratamento preferencial (Martins e Parsons, 2007).

Em oposição, mulheres com atitudes positivas perante a ação afirmativa das mulheres demonstram um efeito positivo a programas de diversidade para mulheres pois encaram que este tipo de ações são necessárias para promover a igualdade. Do mesmo modo, mulheres com fortes convicções de que as mulheres são discriminadas no local de trabalho demonstram um forte parecer positivo em relação a uma maior proporção de mulheres na gestão de topo (Martins e Parsons, 2007).

Por outro lado, homens com maior centralidade na identidade de género (identificação com o seu próprio género) reagem de forma ligeiramente negativa a uma proporção mais elevada de mulheres e homens com menor centralidade na identidade de género reagem de forma ligeiramente positiva a uma proporção mais elevada de mulheres na gestão de topo (Martins e Parsons, 2007).

É de notar que, não é suficiente as organizações terem apenas programas de gestão da diversidade de género em vigor, é também importante que essas organizações façam esforços para gerir as perceções desses programas, através de estratégias de comunicação. Essas estratégias são utilizadas para se esclarecer que não há tratamento preferencial para as mulheres, para se justificar que os esforços realizados para a igualdade de género são uma necessidade de criação de oportunidades iguais de

emprego e para se explicar o valor da diversidade na força de trabalho (Martins e Parsons, 2007).

### **2.3. Diversidade de género, desempenho financeiro e valor da empresa**

Existem dois tipos de argumentos a favor da diversidade de género nos conselhos de administração: ético e económico (Walt e Ingley, 2003).

O primeiro argumento defende que é imoral que as mulheres sejam excluídas dos conselhos de administração, unicamente pelo sexo, podendo mesmo resultar em publicidade negativa para a organização (Daily e Dalton, 2003) e por isso as empresas devem aumentar a diversidade de género para alcançar um resultado mais justo para a sociedade como a igualdade de oportunidades (Mathisen *et al.*, 2012).

Por outro lado, os argumentos económicos são baseados na suposição de que, se as empresas não apresentam um conselho diversificado, estão a renunciar o acesso de potenciais candidatos, que pode prejudicar o seu desempenho financeiro (Brammer *et al.*, 2007). Assim, o aumento da diversidade de género nos conselhos pode ser considerado um indicador de antecipação e valor futuro num mundo globalizado onde a diversidade é essencial para a sobrevivência a longo prazo (Daily *et al.*, 1999). Por este motivo, cada vez mais a diversidade do género dos conselhos é considerada como um dos critérios dos acionistas para investir (Daily e Dalton, 2003).

Em momentos de declínio, quaisquer ações que possam melhorar a rentabilidade, a produtividade, o crescimento e a reputação das empresas devem ser colocadas em prática.

A diversidade no conselho da administração pode ser uma das ações a ser consideradas devido aos benefícios que tem inerentes (Arfken *et al.*, 2004), benefícios esses, que serão mencionados no estudo mais à frente. Organizações com foco na diversidade esperam aumentar a sua quota de mercado, melhorar a criatividade e angariar novos clientes em mercados emergentes (Arfken *et al.*, 2004). Assim, tendo em conta a atual depressão e a economia incerta voltada para o mundo, todas as sugestões para melhoria são importantes (Arfken *et al.*, 2004).

### **2.3.1. Resultados de estudos anteriores**

Existem relativamente poucos estudos que analisam a relação entre a participação de mulheres no conselho e o desempenho do negócio (Carter *et al.*, 2010) e os estudos que existem apresentam diferentes resultados, não sendo por isso conclusivos (Campbell e Mínguez-Vera, 2008; Lara *et al.*, 2012; Mathisen *et al.*, 2012; Terjesen *et al.*, 2009).

Enquanto alguns estudos indicam que a inclusão de mulheres no conselho de administração não tem nenhum impacto na criação de valor e no desempenho da empresa, outros relatam um impacto negativo e outros ainda um impacto positivo (Mathisen *et al.*, 2012).

#### **2.3.1.1. Estudos sobre o impacto positivo da participação de administradoras no desempenho financeiro e no valor da empresa**

Existe um número cada vez maior de estudos que sugerem que uma participação mais equilibrada entre homens e mulheres nos conselhos de administração pode melhorar o desempenho financeiro das empresas (Comissão Europeia, 14 de Novembro de 2012).

Carter *et al.* (2003) encontraram uma relação positiva e significativa entre a proporção de mulheres no conselho de administração e o valor de empresas dos EUA, medido pelo Q de Tobin. Afirmando mesmo que conselhos homogéneos são sinal de má governação corporativa e de oportunidade perdida.

Erhardt *et al.* (2003) também encontraram indícios de que a percentagem de mulheres nos conselhos de administração de grandes empresas dos EUA está positivamente associada ao ROA e ao ROI (*Return On Investment*) e referiram que as empresas deviam considerar seriamente o potencial que um conselho diversificado pode dar origem.

Smith *et al.* (2006) concluem que uma maior diversidade de género na gestão de topo iria melhorar o desempenho financeiro de empresas Dinamarquesas.

Campbell e Mínguez-Vera (2008) concluíram que a diversidade de género nos conselhos de empresas Espanholas (medida pela percentagem de mulheres) tem um efeito positivo no valor da empresa, ou seja, as empresas que aumentam a participação feminina nos conselhos em Espanha não estão a ser penalizadas pois uma maior diversidade de género pode gerar ganhos económicos. Salientam ainda que o foco mais

importante para as empresas Europeias deveria ser o equilíbrio entre mulheres e homens, em vez de simplesmente da presença de mulheres.

Estas relações positivas podem ser justificadas por vários motivos. Em primeiro lugar, a diversidade de género pode melhorar a qualidade da governação da empresa. Em segundo lugar, as mulheres que conseguem tornar-se membros do conselho estão melhor preparadas do que os outros membros do sexo masculino, dadas as barreiras que tiverem de enfrentar para chegar ao topo. Por outro lado, a discriminação contra as mulheres pode originar um maior leque de candidatas disponíveis para os conselhos de administração, o que permite que as empresas tenham oportunidade de eleger as mais talentosas (Lara *et al.*, 2012).

Porém os resultados de alguns destes estudos são condicionados por fatores económicos, sociais e culturais. Por exemplo, Dwyer *et al.* (2003) sugerem que o impacto da diversidade de género no desempenho é condicionado pelo tipo de cultura organizacional e pela orientação para o crescimento da empresa. Assim, empresas com diversidade de género e com um tipo de cultura clã (onde é valorizada a participação dos outros nas decisões, habilidades diversificadas, o trabalho em equipa e a coesão) ou com grande crescimento terão maior desempenho (medido pela produtividade, mais especificamente pelo lucro líquido por empregado). Desta forma, Dwyer *et al.* (2003) aconselha que empresas que pretendam aumentar o seu atual nível de diversidade de género, tenham uma cultura (conjunto de valores organizacionais) apropriada que permita que sejam plenamente realizados os benefícios provenientes da diversidade.

### **2.3.1.2. Estudos sobre o impacto negativo da participação de administradoras no desempenho financeiro e no valor da empresa**

Por outro lado, outros estudos sugerem uma relação negativa entre a diversidade de género do conselho e o desempenho financeiro/valor da empresa.

Contrariamente às suas próprias expectativas, Shrader *et al.* (1997) encontraram evidências de uma relação negativa significativa entre a percentagem de mulheres no conselho e o desempenho financeiro.

Adams e Ferreira (2009) encontraram, numa análise de empresas Norte-Americanas, uma relação negativa entre a proporção de mulheres no conselho e a *performance* medida pelo Q de Tobin, ou seja, descobriram que as empresas têm pior desempenho

quanto maior é a diversidade de género no conselho. Assim, apesar das administradoras terem um substancial e relevante impacto na estrutura de administração, não há evidências que tais políticas irão melhorar o desempenho da empresa. Desta forma, as propostas que impõem quotas para mulheres nos conselhos devem ser motivadas por outras razões para além da melhoria no desempenho da empresa (Adams e Ferreira, 2009).

Estes resultados negativos levam a acreditar que a obrigatoriedade de quotas de género nos conselhos de administração pode prejudicar as empresas que já possuem uma boa governação pois a monitorização adicional pode ser prejudicial (Adams e Ferreira, 2009). Da mesma forma que, a dinâmica interna do conselho já pode ser tal, que um aumento da diversidade do conselho não causará qualquer impacto (Carter *et al.*, 2010).

Neste sentido, a diversidade tem um impacto positivo sobre o desempenho, em empresas que apresentam má governação e consequentemente, fraca proteção dos direitos dos acionistas (Adams e Ferreira, 2009) ou em empresas que operam em ambientes complexos onde um maior leque de perspetivas é bastante valorizado (Hillman *et al.*, 2007).

### **2.3.1.3. Estudos sobre a ausência do impacto da participação de administradoras no desempenho financeiro e no valor da empresa**

Carter *et al.* (2010) não encontraram uma relação significativa entre o número de mulheres no conselho de grandes empresas Norte-Americanas e o desempenho financeiro. Do mesmo modo, Rose (2007) concluiu que uma maior representação feminina nos conselhos da Dinamarca não tem qualquer impacto no desempenho dessas empresas, medido pelo Q de Tobin.

Os diferentes resultados encontrados podem ser explicados de diversas formas. Em primeiro lugar, os estudos utilizaram períodos de tempo e países diferentes logo o efeito da diversidade de género dos conselhos pode depender do período de tempo e do contexto económico e legal de cada país. Em segundo lugar, os resultados contraditórios também podem ser explicados pelos diferentes métodos estatísticos e variáveis de controlo utilizados (Campbell e Mínguez-Vera, 2008; Carter *et al.*, 2010).

Assim, com base nos estudos existentes, o impacto da representação feminina no desempenho financeiro é indeterminado *à priori* (Campbell e Mínguez-Vera, 2008;

Carter *et al.*, 2010; Smith *et al.*, 2006), o que cria a necessidade de serem realizadas mais pesquisas neste âmbito (Terjesen *et al.*, 2009).

É sempre importante considerar que uma relação positiva entre a diversidade de género no conselho e o valor da empresa, traz implicações económicas relevantes mas pelo contrário, perante uma ausência de relação e relação negativa devem ser considerados os custos de incluir mulheres nos conselhos (Carter *et al.*, 2010). Neste sentido, todas as medidas que promovem o equilíbrio de género devem ser convenientemente avaliadas antes de serem impostas.

### **2.3.2. A contribuição das administradoras para o desempenho financeiro e para o valor da empresa**

Ao longo dos anos, o tema diversidade de género tem despertado um interesse considerável da literatura (Francoeur *et al.*, 2008; Hyland e Marcellino, 2002; Torchia *et al.*, 2011), principalmente a análise de como a diversidade de género poderá afetar o desempenho da empresa (Rose, 2007). É de referir, que grande parte da pesquisa concentrou-se apenas nos níveis médio e baixo da gestão, só recentemente, a pesquisa se começou a centrar na representação feminina na gestão de topo (Carter *et al.*, 2003; Daily *et al.*, 1999; Lara *et al.*, 2012).

Mas como poderá a diversidade de género estimular o desempenho da empresa?

Vários fatores podem explicar uma relação positiva entre a diversidade de género e o desempenho financeiro da empresa. A contribuição das mulheres para a criação de valor tem sido bastante estudado (Torchia *et al.*, 2011). Intuitivamente pode-se argumentar que uma maior diversidade do conselho é uma vantagem competitiva relativamente a empresas com menor diversidade (Brammer *et al.*, 2007).

Realmente a presença de mulheres nos conselhos de administração poderá aumentar o valor para os acionistas, se estas trouxerem uma perspetiva adicional na tomada de decisão, aumentando o número de alternativas a ser avaliadas e enriquecendo assim as informações disponíveis (Adams e Ferreira, 2009; Campbell e Mínguez-Vera, 2008; Gul *et al.*, 2011; Huse e Solberg, 2006; Mathisen *et al.*, 2012), que podem vir a ser úteis na busca de ideias criativas nomeadamente no aumento da inovação e da criatividade (Carter *et al.*, 2010) e na resolução eficaz de problemas complexos (Carter *et al.*, 2003; Kravitz, 2003).

As mulheres podem ser mais persistentes do que os homens na obtenção de melhores informações, na procura de respostas a difíceis questões e na melhor compreensão dos negócios por isso, fazem mais questões (Carter *et al.*, 2003), o que faz com que os restantes reflitam (Huse e Solberg, 2006).

Por outro lado, as mulheres são cada vez mais os tomadores de decisão quando se trata de grandes compras, como casas e férias, logo podem sugerir novos produtos para o mercado, com base na sua experiência pessoal como clientes (Daily *et al.*, 1999).

Em relação ao estilo de liderança, os líderes do sexo masculino possuem um estilo de liderança baseado na competição, já líderes do sexo feminino implementam um estilo de liderança mais caracterizado pela confiança e cooperação (Niederle e Vesterlund, 2007; Rosener, 1990).

Assim, uma maior troca de informações entre administradores, e entre administradores e funcionários é incentivada pelas mulheres (Gul *et al.*, 2011), levando à melhoria na comunicação (Konrad e Kramer, 2006) e ao envolvimento dos funcionários através de um estilo de comunicação convidativo e participativo (Daily e Dalton, 2003) aliado ao pedido de sugestões e opiniões. Isto tem como objetivo, fazer com que os trabalhadores se sintam importantes e parte da organização e garantir que as decisões sejam refletidas, usando para isso o maior número de informações disponíveis, reduzindo o risco das ideias serem corrompidas por oposições inesperadas (Rosener, 1990).

No entanto, esta abordagem também tem as suas desvantagens: solicitar opiniões e ideias leva tempo e pode ser interpretado pelos funcionários como falta de ideias da administração. Além disso, a rejeição de ideias dos funcionários pode levar à frustração. Apesar das desvantagens, as mulheres consideram que os pontos negativos são compensados pelos positivos (Rosener, 1990).

Líderes do sexo feminino também persistem na motivação constante dos outros, elogiando e reconhecendo o bom trabalho perante todos. Isto dá energia e entusiasmo os funcionários e assim podem ser obtidos resultados (Rosener, 1990). As mulheres acreditam que as pessoas quando se sentem bem e parte da organização, têm melhor desempenho e por isso admitem que o seu estilo de liderança é eficaz e vantajoso para as organizações, pois maximiza o desempenho das mesmas. No entanto é conveniente lembrar que o melhor estilo de liderança depende principalmente do contexto organizacional (Rosener, 1990).

No geral, as mulheres também se preparam melhor do que os homens para as reuniões do conselho. Isto evita perdas de tempo, melhora as suas condições como administradoras e faz com que tenham a possibilidade de influenciar a tomada de decisão (Huse e Solberg, 2006).

Logo se a diversidade de gênero melhora o desempenho do grupo, então o desempenho global da organização também vai ser melhorado (Kravitz, 2003).

Torchia *et al.* (2011) apresentam outro ponto de vista, afirmando que a contribuição das administradoras depende da existência de um número certo de mulheres. Mulheres solitárias em conselhos, muitas vezes se sentem isoladas e marginalizadas. Adicionando uma segunda mulher a um conselho ajuda a reduzir a sensação de isolamento, mas nem sempre causa mudança, pois duas mulheres podem ser percebidas como um grupo separado. Segundo Torchia *et al.* (2011) uma clara mudança ocorre quando os conselhos possuem três ou mais mulheres.

Três ou mais mulheres tendem a ter um maior impacto na tomada de decisão e a alterar a dinâmica do conselho, principalmente se tiverem uma atitude menos combativa e mais colaborativa (menos hierárquica), e são bem-vindas às salas de reuniões, se não forem percebidas como grupos à parte (Mathisen *et al.*, 2012). Esta mudança melhora o desempenho global do conselho. Se as empresas querem realizar plenamente a contribuição que as mulheres podem fazer na governação corporativa, o objetivo não deve ser apenas aumentar o número de conselhos que incluem uma mulher, mas aumentar o número de mulheres nos conselhos (Konrad e Kramer, 2006).

Esta questão é particularmente relevante porque vários países têm representação feminina obrigatória nos conselhos de administração e para cumprir a legislação, muitos conselhos possivelmente incluem apenas uma ou duas mulheres (Mathisen *et al.*, 2012).

A teoria social psicológica confirma esta lógica, prevendo que quem pertence a grupos majoritários, tem potencial para exercer maior influência nas decisões do grupo. Além disso, quando existe uma baixa coesão social entre grupos e barreiras sociais no conselho, a probabilidade da minoria influenciar as decisões é francamente reduzida. No entanto, grupos minoritários podem superar situações de exclusão social através de comportamentos integrantes (Westphal e Milton, 2000). Por isso mesmo, esta teoria, relativa à dinâmica do grupo, prevê que a diversidade no conselho pode ter tanto efeitos negativos como positivos no desempenho da empresa (Carter *et al.*, 2010).

Assim, a presença de mulheres nos conselhos poderá ter um impacto negativo no desempenho financeiro se a decisão de nomear mulheres para membros dos conselhos for apenas motivada pela pressão da sociedade na tentativa de igualdade entre sexos (Campbell e Mínguez-Vera, 2008).

A geração de conflitos causada pela existência de diferentes perspectivas (Adams e Ferreira, 2009) também poderá prejudicar a eficácia do grupo e conseqüentemente, prejudicar o desempenho da empresa (Boone e Hendriks, 2009; Kravitz, 2003).

Além disso, a diversidade de gênero nos conselhos dificulta a resolução eficaz de um problema, pois o processo de decisão é mais demorado (Carter *et al.*, 2010), visto que existem variadas perspectivas sobre o mesmo assunto que são levantadas e que devem ser ouvidas e analisadas (Rose, 2007). Deste modo, a diversidade de gênero pode ser benéfica quando a tarefa for criativa e complexa mas pode prejudicar o desempenho, se a tarefa for simples e não exigir uma grande diversidade de perspectivas e de informação (Kravitz, 2003).

As evidências sobre a teoria do capital humano sugerem que as mulheres são tão bem qualificadas como os homens mas são menos propensas a ter experiência como especialistas em negócios (Terjesen *et al.*, 2009).

Mesmo que as mulheres não tragam melhorias para a dinâmica do conselho, recrutar mais administradoras tem implicações morais como a promoção de igualdade de oportunidades e de sexos (Mathisen *et al.*, 2012).

Conclui-se assim que há evidências contraditórias sobre os efeitos da diversidade no desempenho financeiro. Diversidade tanto aumenta o desempenho financeiro através da melhoria da tomada de decisão, como diminui o desempenho através da geração de conflito (Erhardt *et al.*, 2003).

#### **2.4. Diversidade de gênero e o desempenho social**

Só recentemente, o desempenho social foi visto como uma outra medida de desempenho da empresa. O desempenho social corporativo tem raízes nas primeiras tentativas da definição de responsabilidades corporativas, em termos económicos e jurídicos.

Não se deve confiar somente no desempenho financeiro das empresas, também é essencial ter em consideração o desempenho social corporativo e como é importante o ambiente social de uma empresa (Hafsi e Turgut, 2013).

As mulheres tendem a ser mais sensíveis a questões sociais (Burgess e Tharenou, 2002; Hafsi e Turgut, 2013), assim sendo, a presença de mulheres nos conselhos de administração pode melhorar o desempenho social corporativo (Bear *et al.*, 2010).

#### **2.4.1. Ética e responsabilidade social**

Historicamente, o gênero tem sido tratado como uma variável importante a considerar dentro do contexto de ética empresarial. Existe uma diferença de comportamentos éticos e percepções entre homens e mulheres? Será que a ética da comunidade empresarial vai melhorar agora que as mulheres estão cada vez mais integradas na força de trabalho? A construção de uma cultura ética organizacional requer um compromisso com a integridade e valores éticos como a justiça e a honestidade (McCabe *et al.*, 2006).

A tomada de decisão e comportamentos antiéticos dentro organizações têm recebido atenção crescente ao longo nos últimos dez anos. Em resposta a estas e outras situações de alto perfil, o processo de tomada de decisão e percepções do que é ético e antiético dentro da comunidade da empresa tornaram-se uma preocupação séria (McCabe *et al.*, 2006).

Deste modo, o aumento do número de mulheres nos conselhos poderá ajudar na melhoria da tomada de decisão pois um maior número de perspectivas e de percepções são considerados e avaliados (Daily e Dalton, 2003). Por outro lado, a partilha de uma maior e melhor quantidade de informação por parte do conselho vai limitar a capacidade dos gestores em explorar informação privada para proveito próprio (Gul *et al.*, 2011).

Uma mulher ao entrar no conselho de administração pode trazer não só diferentes ideias, estilos de trabalho, habilidades, perspectivas, experiências e conhecimentos (Daily e Dalton, 2003; Ruigrok *et al.*, 2007) mas também diferentes normas, valores e percepções (Hafsi e Turgut, 2013; Ruigrok *et al.*, 2007). Sendo mesmo capaz de criar um bom ambiente na sala de reuniões (Huse e Solberg, 2006).

Administradoras também poderão proporcionar uma melhor supervisão, fiscalização e monitorização das ações dos gestores, exigindo uma maior responsabilização por mau

desempenho e levando conseqüentemente à divulgação de informações de melhor qualidade (Adams e Ferreira, 2009; Gul *et al.*, 2011). Por outro lado, conselhos de administração diversificados fazem com que os administradores frequentem mais reuniões, agendem mais reuniões, participem mais na tomada de decisão, proporcionando um maior nível de monitorização (Adams e Ferreira, 2009).

A responsabilidade social é outra dimensão que pode contribuir para o desempenho social corporativo. Esta baseia-se na realização de ações a diversas partes interessadas como os clientes, acionistas e funcionários. Estas ações podem consistir, por exemplo, em benefícios sociais e ambientais, programas de saúde e segurança, doações de caridade e apoio comunitário. Assim sendo, a empresa aloca recursos para melhorar o bem-estar social, que por sua vez faz melhorar as relações da empresa com as partes interessadas (Bear *et al.*, 2010).

Ter mais administradoras pode sensibilizar o conselho a iniciativas de responsabilidade social e oferecer novas perspectivas que podem ser úteis na abordagem de questões sociais (Bear *et al.*, 2010).

Um maior número de perspectivas também melhora a qualidade das deliberações e discussões (Adams e Ferreira, 2009; Campbell e Mínguez-Vera, 2008; Daily e Dalton, 2003; Gul *et al.*, 2011; Kravitz, 2003), estas que muitas vezes são consideradas intragáveis pelos homens do conselho (Huse e Solberg, 2006). Ao melhorar a qualidade das deliberações e conseqüentemente da tomada de decisão (Carter *et al.*, 2010), não só os interesses dos acionistas mas também os interesses de um conjunto de *stakeholders* (funcionários, clientes, comunidade em geral) são melhor avaliados e representados (Bear *et al.*, 2010; Daily e Dalton, 2003; Konrad e Kramer, 2006), promovendo assim relações globais mais sustentáveis (Rose, 2007).

#### **2.4.2. Resultados de estudos anteriores**

Os resultados da literatura neste tema são geralmente consistentes com as expectativas (Hafsi e Turgut, 2013).

Hafsi e Turgut (2013) encontraram uma relação significativa entre a diversidade nos conselhos e o desempenho corporativo social. O género (percentagem de mulheres no conselho) tem um efeito significativo sobre o desempenho social das empresas. Os resultados indicam claramente que a inclusão de administradoras resulta num melhor

desempenho social para a empresa. Esta é uma demonstração clara da ideia de que a diversidade de género gera maior sensibilidade para as questões sociais, ou seja, que as mulheres contribuem para um melhor desempenho social (Hafsi e Turgut, 2013).

Já os resultados de Cohen *et al.* (1998) indicam que as mulheres têm consistentemente diferentes avaliações éticas, intenções e orientações do que os homens. As mulheres são menos propensas a avaliar ações eticamente questionáveis e a afirmar a intenção de executar essas ações do que os homens, ou seja, as mulheres veem as ações a partir de uma perspetiva ética diferente e são menos prováveis de executar a ação do que os homens. Assim, recrutar mulheres pode aumentar a consciência moral nas empresas (Cohen *et al.*, 1998).

Bear *et al.* (2010) descobriram que a percentagem de mulheres no conselho estava positivamente associada à responsabilidade social corporativa e conseqüentemente à reputação da empresa. Este estudo sugere que as mulheres desempenham um papel na melhoria da reputação corporativa através da sua contribuição para a responsabilidade social da empresa (Bear *et al.*, 2010).

Em suma, o principal argumento para a diversidade de género nos conselhos de administração é o impacto positivo das mulheres em tarefas de natureza qualitativa em vez de quantitativa (Huse *et al.*, 2009), ou seja, as mulheres são conhecidas por se concentrarem mais em aspetos sociais e humanos das empresas e por se envolverem em questões de responsabilidade social corporativa (segurança, saúde, meio ambiente) (Burgess e Tharenou, 2002) e os homens por se concentrarem mais em questões de dinheiro (Huse e Solberg, 2006).

Em função da teoria existente e dos estudos anteriores descritos no ponto 2 definem-se as seguintes hipóteses de estudo:

**Hipótese 1:** Existe uma relação positiva entre a percentagem de mulheres nos conselhos de administração e o valor da empresa.

**Hipótese 2:** Existe uma relação positiva entre a percentagem de mulheres nos conselhos de administração e o desempenho financeiro da empresa.

**Hipótese 3:** Existe uma relação positiva entre a percentagem de mulheres nos conselhos de administração e as preocupações éticas e de responsabilidade social da empresa.

### 3. METODOLOGIA

#### 3.1. Dados e amostra

O universo analisado para testar as hipóteses acima definidas são as 500 empresas Europeias com maior valor de mercado em 2011 segundo o jornal FT (ver Financial Times, 2011).

Optou-se pelo estudo de grandes empresas cotadas porque devido ao seu tamanho, são empresas economicamente importantes e de grande visibilidade. Por outro lado, a estas empresas é exigida a divulgação de um maior número de informações e este facto, permite e facilita a recolha dos dados.

A escolha de grandes empresas Europeias deve-se ainda ao facto de se pretender avaliar os efeitos da aplicação da proposta elaborada pela Comissão Europeia nessas empresas. É ainda importante referir que a maior parte dos artigos publicados usam dados de países anglo-saxónicos como os EUA e o Reino Unido para examinar o efeito do sexo feminino nos conselhos de administração no valor da empresa (Campbell e Mínguez-Vera, 2008; Carrera *et al.*, 2001; Smith *et al.*, 2006). Desta forma, ter como objeto de estudo, empresas Europeias é um fator diferenciador desta dissertação.

A escolha do ano 2011 tem como objetivo estudar o ano mais recente, de modo a tornar este estudo o mais atual possível.

Devido a algumas limitações na disponibilidade dos dados foram excluídas 29 empresas e portanto a amostra final compreende 471 empresas (452 quando utilizada a variável dimensão pelo número de trabalhadores).

Para a recolha dos dados financeiros das empresas utilizou-se a base de dados *Datastream*, enquanto que os dados relativos à representação feminina nos conselhos e a variável comité foram obtidos na base de dados *Boardex*. O número de trabalhadores foi retirado da lista das 500 maiores empresas Europeias divulgada em 2011 pelo FT.

O paradigma utilizado neste estudo é a investigação positivista. Este paradigma é caracterizado por ter o objetivismo como a natureza das ciências sociais e a regulação como a abordagem à sociedade, ou seja, por ter uma visão objetiva e concreta da realidade (Major e Vieira, 2009). Neste paradigma o investigador é considerado um observador passivo pois observa um fenómeno real e tenta compreendê-lo no sentido de o conseguir explicar e prever o seu comportamento. Além disso, é visto como imparcial

já que tende simplificar o comportamento das organizações e das pessoas devido ao facto da realidade empírica ser externa ao sujeito. A sua conduta individual é determinística, uma vez que a envolvente é que determina as ações executadas (Major e Vieira, 2009).

É ainda de salientar que no método de investigação positivista, as observações podem ser utilizadas para confirmar ou contrariar uma teoria, ou seja, as observações e a teoria são independentes entre si (Major e Vieira, 2009).

### 3.2. Modelos de regressão

Para testar as hipóteses anteriormente mencionadas aplicaram-se os seguintes modelos:

#### Hipótese 1: Modelo de regressão linear múltipla

$$\begin{aligned} \text{Valor da empresa}_i = & \alpha_0 + \alpha_1 \text{Percent\_Mulheres}_i + \alpha_2 \text{Dimensão}_i \\ & + \alpha_3 \text{Endividamento}_i + \alpha_4 \text{Cresc\_Vendas}_i \\ & + \alpha_5 \text{Indústria}_i + \epsilon_i \end{aligned} \quad (1)$$

#### Variável dependente

O valor da empresa é medido pelo Q de Tobin, definido como a soma do valor de mercado das ações da empresa e do valor de mercado (igual ao seu valor contabilístico) da dívida (Bøhren e Strøm, 2010) dividida pela soma do valor contabilístico do capital próprio e do total da dívida (Campbell e Mínguez-Vera, 2008; Rose, 2007).

Esta é das medidas financeiras mais utilizadas na literatura para medir o valor da empresa (ver por exemplo, Carter *et al.*, 2003; Rose, 2007) e tem sido cada vez mais usada em estudos recentes (Campbell e Mínguez-Vera, 2008).

O Q de Tobin é visto como uma aproximação à capacidade de uma empresa de gerar riqueza para o acionista (Rose, 2007), pois reflete as expectativas de mercado de ganhos futuros, sendo portanto, uma aproximação às vantagens competitivas de uma empresa (Wernerfelt e Montgomery, 1988).

Enquanto que os rácios contabilísticos como ROA e ROE são baseados apenas em eventos já ocorridos e por isso oferecem uma perspetiva do desempenho passado, o Q de Tobin também inclui expectativas do desempenho futuro. É comum utilizar a unidade como valor de referência do Q de Tobin. Quando este rácio é superior a 1, os

investidores esperam que a empresa seja capaz de criar valor usando eficazmente os seus recursos. No entanto, um valor do Q de Tobin inferior a 1, é associado a uma má utilização dos recursos disponíveis (Demsetz e Villalonga, 2001).

### **Variável independente**

A percentagem de mulheres (Percent\_Mulheres) é uma variável de representação do sexo feminino e consiste na percentagem de mulheres no conselho de administração da empresa. Esta variável obtém-se dividindo o número de administradoras pelo número total de administradores do conselho (ver por exemplo, Carter *et al.*, 2003).

### **Variáveis de controlo**

Para aumentar a precisão das previsões, este estudo também considera outras características específicas das empresas que têm sido utilizadas na literatura e que podem afetar o desempenho financeiro e o valor da empresa. Desta forma, como variáveis de controlo consideram-se a dimensão, o endividamento, o crescimento das vendas da empresa, e a indústria onde a empresa atua.

A dimensão da empresa é medida de duas formas, valor do total do ativo em milhares de euros (Dimensão(log\_ativos)) e número de trabalhadores (Dimensão(log\_nº trab)). De forma a normalizar valores, ambas as variáveis sofreram uma transformação logarítmica. Muitos estudos têm utilizado estas variáveis como medidas de dimensão da empresa (ver por exemplo, Carter *et al.*, 2003; Dwyer *et al.*, 2003; Hillman *et al.*, 2007).

O endividamento é definido como o total da dívida dividido pelo total de ativos.

O crescimento das vendas (Cresc\_Vendas) corresponde à média do crescimento das vendas de 2008 a 2011.

A indústria de cada empresa foi obtida pelo código SIC (*Standard Industrial Classification*) que é composto por quatro dígitos. Uma vez que quatro dígitos compunham muitos setores, optou-se por utilizar apenas o primeiro dígito de cada SIC, obtendo-se assim um total de nove setores de atividade. Posteriormente, estes nove setores foram codificados em variáveis *dummy*, que assumem o valor um, caso a empresa pertença ao setor e zero no caso contrário (ver por exemplo, Hafsi e Turgut, 2013; Hillman *et al.*, 2007; Hyland e Marcellino, 2002).

### **Hipótese 2: Modelo de regressão linear múltipla**

$$\begin{aligned} \text{Desempenho financeiro}_i = & \alpha_0 + \alpha_1 \text{Percent\_Mulheres}_i + \alpha_2 \text{Dimensão}_i & (2) \\ & + \alpha_3 \text{Endividamento}_i + \alpha_4 \text{Cresc\_Vendas}_i \\ & + \alpha_5 \text{Indústria}_i + \epsilon_i \end{aligned}$$

#### **Variável dependente**

O desempenho financeiro da empresa é medido de duas formas, pelo ROE e pelo ROA.

O ROE ou retorno do capital próprio corresponde ao resultado líquido dividido pelo valor do capital próprio, ou seja, é um rácio financeiro que mede a capacidade de uma empresa gerar resultados a partir do capital empregue pelo acionista (capital próprio) num determinado período, normalmente um ano. Sendo este um rácio, vem expresso em percentagem.

O ROA ou retorno dos ativos corresponde ao resultado líquido dividido pelo valor total dos ativos, ou seja, é um rácio financeiro que mede a capacidade de uma empresa gerar resultados a partir dos seus ativos.

É de notar que estas medidas contabilísticas são coerentes com outros estudos de desempenho organizacional (ver por exemplo, Dwyer *et al.*, 2003; Erhardt *et al.*, 2003) e são frequentemente usadas por analistas financeiros na avaliação do desempenho das empresas (Erhardt *et al.*, 2003).

A variável dependente e as variáveis de controlo são as definidas para o modelo referente à hipótese 1.

### **Hipótese 3: Modelo de regressão logística**

$$\begin{aligned} \text{Preocupações éticas e de responsabilidade social}_i = & \alpha_0 + \alpha_1 \text{Percent\_Mulheres}_i & (3) \\ & + \alpha_2 \text{Dimensão}_i + \alpha_3 \text{Endividamento}_i + \alpha_4 \text{Cresc\_Vendas}_i + \alpha_5 \text{Indústria}_i + \epsilon_i \end{aligned}$$

#### **Variável dependente**

As preocupações éticas e de responsabilidade social das empresas são medidas pela variável comité que é uma variável *dummy* que assume valor um, caso a empresa tenha

comité de ética e/ou de responsabilidade social e, zero, caso a empresa não tenha comité de ética nem comité de responsabilidade social.

As restantes variáveis foram definidas no modelo referente à hipótese 1.

## 4. RESULTADOS

### 4.1. Análise descritiva

Para melhor interpretação dos dados e maior simplificação, a definição de todas as variáveis pode ser relembrada na Tabela 1.

**Tabela 1:** Definição das variáveis

| Variável              | Definição da variável   |
|-----------------------|---|
| Q de Tobin            | Q de Tobin definido como a soma do valor de mercado das ações e do valor de mercado (igual ao seu valor contabilístico) da dívida dividida pela soma do valor contabilístico do capital próprio e do total da dívida. |
| ROE                   | <i>Return On Equity</i> definido como o resultado líquido dividido pelo valor do capital próprio.   |
| ROA                   | <i>Return On Assets</i> definido como o resultado líquido dividido pelo valor do total dos ativos.  |
| Percent_Mulheres      | Percentagem de mulheres no conselho de administração corresponde ao nº de administradoras dividido pelo nº total de administradores.  |
| Dimensão(log_ativos)  | Dimensão da empresa medida pelo logaritmo do total dos ativos.  |
| Dimensão(log_nº trab) | Dimensão da empresa medida pelo logaritmo do nº de trabalhadores.   |
| Endividamento         | Endividamento definido como o total da dívida dividido pelo total de ativos.  |
| Cresc_Vendas          | Crescimento das vendas corresponde à média do crescimento das vendas de 2008 a 2011.  |
| Indústria             | Variáveis <i>dummy</i> que assumem valor 1, caso a empresa pertença ao setor e valor 0 no caso contrário.   |
| Comité                | Variável <i>dummy</i> que assume valor 1, caso a empresa tenha comité de ética e/ou de responsabilidade social e valor 0, caso a empresa não tenha comité de ética nem comité de responsabilidade social.             |

A Tabela 2 mostra as estatísticas descritivas das variáveis, sendo perceptível que, em média, cerca de 17% dos membros do conselho de administração são mulheres, ou seja, se todas as empresas tivessem a mesma percentagem de mulheres nos conselhos de

administração, essa percentagem seria de aproximadamente 17%. Comprova-se desta forma, que a diversidade de género nos conselhos de administração das empresas permanece baixa. Também é digno de nota que nenhuma das empresas da amostra tem uma maioria de administradoras.

Em média, a percentagem de mulheres nos conselhos de administração varia em torno da sua média em 10,56%. No primeiro quartil (25% da distribuição) das empresas a percentagem máxima de mulheres é de 9,1%, em metade das empresas essa percentagem é de 16% e no terceiro quartil (75% da distribuição) é de 23,1%.

Em relação às medidas financeiras, a média do Q de Tobin é de aproximadamente 1,8 com um desvio-padrão de aproximadamente 1,9, ou seja, em média, os investidores das empresas esperam que estas sejam capazes de criar valor usando eficazmente os seus recursos.

Também é possível observar que a média do ROE é de aproximadamente 15% com um desvio-padrão de 33,67%, ou seja, em média, cada euro investido pelo acionista (capital próprio) é convertido em aproximadamente 15 cêntimos de resultado líquido. Por outro lado, a média do ROA é de aproximadamente 5% com um desvio-padrão de 7,07%, ou seja, em média, cada euro detido pela empresa de ativos produz 5 cêntimos de resultado líquido<sup>1</sup>.

**Tabela 2:** Estatísticas descritivas

| Variável                                    | N   | Média      | Desvio-padrão | P25       | Mediana    | P75        |
|---|-----|------------|---------------|-----------|------------|------------|
| Q de Tobin                                  | 471 | 1,8302     | 1,8828        | 0,9607    | 1,2704     | 1,9564     |
| ROE (%)                                     | 471 | 15,37      | 33,67         | 7,65      | 12,94      | 19,49      |
| ROA (%)                                     | 471 | 5,39       | 7,07          | 1,28      | 4,36       | 7,74       |
| Percent_Mulheres (%)                        | 471 | 16,56      | 10,56         | 9,09      | 16,00      | 23,07      |
| Dimensão(total_ativos) em milhares de euros | 471 | 89.743.870 | 261.660.849   | 5.611.000 | 14.586.000 | 46.353.000 |
| Dimensão(nº trab)                           | 452 | 54.760     | 81.865        | 8.841     | 25.711     | 70.573     |
| Endividamento (%)                           | 471 | 25,65      | 16,20         | 15,10     | 23,61      | 35,48      |
| Cresc_Vendas (%)                            | 471 | 9,04       | 52,38         | -0,74     | 4,39       | 9,26       |

Esta tabela apresenta as estatísticas descritivas das variáveis. Ver definições das variáveis na Tabela 1.

<sup>1</sup> Todas as análises do estudo foram efetuadas por recurso ao *software* SPSS.

De seguida apresentam-se as estatísticas descritivas referentes à representação feminina nos conselhos de administração das maiores empresas Europeias em 2011 por indústria, dimensão, país, sistema legal, e considerando a existência de comité de ética e/ou responsabilidade social.

As estatísticas descritivas da representação feminina nos conselhos de administração por indústria estão refletidas na Tabela 3 e na Figura 1.

Ao analisar a tabela e a figura, verifica-se que o setor de atividade onde existe, em média, uma maior percentagem de mulheres nos conselhos de administração (aproximadamente 29% com um desvio-padrão de 15,43%) é a Administração Pública. Os Serviços de Entretenimento e de Apoio a Negócios são o setor que apresentam a segunda maior percentagem média de mulheres nos conselhos de administração (aproximadamente 22% com um desvio-padrão de 6,51%).

É conveniente salientar que o setor Administração Pública está representado por apenas 2 empresas e por isso a média da percentagem de mulheres neste setor pode estar condicionada pelo seu reduzido número de observações.

Em contrapartida, existe uma menor percentagem média de mulheres na indústria Serviços de Educação, Sociais e Legais (aproximadamente 9% com um desvio-padrão de 7,57%).

Em termos absolutos e também relativos, é a indústria Exploração Mineira e Construção que apresenta um maior número de empresas sem mulheres nos conselhos de administração (15 empresas sem mulheres, que correspondem a 26,79%).

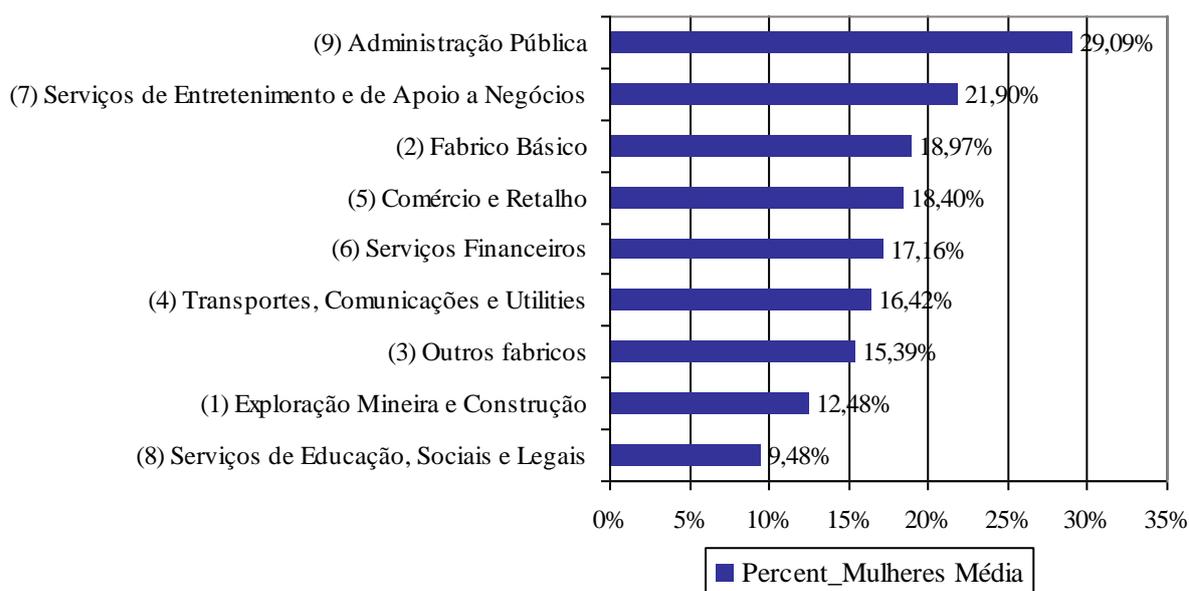
Do total da amostra, 55 empresas não têm administradoras no conselho, o que equivale a uma percentagem de 11,68%.

**Tabela 3:** Análise descritiva da representação feminina por indústria

| Indústria  | N   | Percent_ Mulheres Média | Percent_ Mulheres Desvio-padrão | Nº empresas sem mulheres | Porcentagem de empresas sem mulheres |
|--|-----|-------------------------|---------------------------------|--------------------------|--------------------------------------|
| (1) Exploração Mineira e Construção                  | 56  | 12,48                   | 11,49                           | 15                       | 26,79                                |
| (2) Fabrico Básico                                   | 77  | 18,97                   | 11,53                           | 7                        | 9,09                                 |
| (3) Outros Fabricos                                  | 99  | 15,39                   | 9,11                            | 10                       | 10,10                                |
| (4) Transportes, Comunicações e <i>Utilities</i>     | 76  | 16,42                   | 10,67                           | 10                       | 13,16                                |
| (5) Comércio e Retalho                               | 27  | 18,40                   | 10,09                           | 2                        | 7,41                                 |
| (6) Serviços Financeiros                             | 105 | 17,16                   | 10,37                           | 8                        | 7,62                                 |
| (7) Serviços de Entretenimento e de Apoio a Negócios | 19  | 21,90                   | 6,51                            | 0                        | 0,00                                 |
| (8) Serviços de Educação, Sociais e Legais           | 10  | 9,48                    | 7,57                            | 3                        | 30,00                                |
| (9) Administração Pública                            | 2   | 29,09                   | 15,43                           | 0                        | 0,00                                 |
| Total  | 471 | 16,56                   | 10,56                           | 55                       | 11,68                                |

Esta tabela apresenta a média e o desvio-padrão da percentagem de mulheres nos conselhos de administração, o número e a percentagem de empresas sem mulheres nos conselhos de administração das indústrias da amostra. Ver definições das variáveis na Tabela 1.

**Figura 1:** Percentagem média de mulheres por indústria



As estatísticas descritivas da percentagem de mulheres nos conselhos de administração pela dimensão das empresas podem ser observadas na Tabela 4.

Tendo em conta que as empresas em análise são todas de grande dimensão, optou-se por fazer a divisão das empresas pela mediana dos seus ativos. Visto que a percentagem média de mulheres dos dois grupos se mostrou bastante semelhante (16,66% e 16,46% com um desvio-padrão de 10,96% e 10,16%, respetivamente), é possível que não haja diferenças significativas entre os dois grupos até porque todas as empresas do estudo são de grande dimensão.

Assim, tendo em conta que se está perante duas amostras aleatórias e independentes (as empresas do primeiro grupo são diferentes das empresas do segundo grupo), que a distribuição de cada grupo é aproximadamente normal pelo Teorema do Limite Central ( $n > 30$ ) e que se verifica a igualdade de variâncias nos dois grupos pelo teste paramétrico de *Levene* ( $F = 1,053$ ;  $p\text{-value} = 0,305$ ) é apropriado utilizar o teste t para amostras independentes para verificar a igualdade da percentagem de mulheres média entre os dois grupos de empresas. O teste t testa as seguintes hipóteses:

**H<sub>0</sub>:** A média da percentagem de mulheres de empresas com um total de ativos igual ou abaixo da mediana é igual à média da percentagem de mulheres de empresas com um total de ativos acima da mediana.

**H<sub>1</sub>:** A média da percentagem de mulheres de empresas com um total de ativos igual ou abaixo da mediana é diferente da média da percentagem de mulheres de empresas com um total de ativos acima da mediana.

De acordo com os resultados do teste t, na parte final da Tabela 4, não se rejeita a hipótese nula visto que não existem evidências estatísticas para se afirmar que a média da percentagem de mulheres de empresas com um total de ativos igual ou abaixo da mediana é diferente da média da percentagem de mulheres de empresas com um total de ativos acima da mediana ( $t(469) = 0,209$ ;  $p\text{-value} = 0,834$ ).

**Tabela 4:** Análise descritiva da percentagem de mulheres por dimensão da empresa

| Dimensão  | N   | Percent_Mulheres<br><i>Média</i> | Percent_Mulheres<br><i>Desvio-padrão</i> |
|---|-----|----------------------------------|--|
| Empresas com total de ativos igual ou abaixo da mediana | 236 | 16,66                            | 10,96                                    |
| Empresas com total de ativos acima da mediana           | 235 | 16,46                            | 10,16                                    |
| Teste t para amostras independentes                     |     | t                                | 0,209                                    |
|   |     | df                               | 469                                      |
|   |     | <i>p-value (2-tailed)</i>        | 0,834                                    |

Esta tabela apresenta a média e o desvio-padrão da percentagem de mulheres nos conselhos das empresas com total de ativos igual ou abaixo e acima da mediana, bem como, os resultados do teste t para verificação da igualdade das médias. Ver definições das variáveis na Tabela 1.

A Tabela 5 e a Figura 2 mostram a representação feminina nos conselhos de administração por país.

A percentagem média de mulheres nos países varia entre 0% na Hungria e 35,6% na Noruega. Confirma-se na amostra deste estudo que a Noruega é dos países com mais altas proporções de mulheres nos conselhos de administração (Huse *et al.*, 2009), provavelmente consequência da imposição legal de quotas neste país.

É de notar que, na amostra existe apenas uma empresa da Hungria por isso a sua percentagem de mulheres média e a sua percentagem de empresas sem mulheres pode estar condicionada. Assim, nesta análise é necessário ter especial atenção, uma vez que o número de observações de cada país é bastante reduzido, o que pode condicionar os valores obtidos. No entanto, comparando estes valores com os de um estudo realizado pela Comissão Europeia, é possível verificar que os valores seguem aproximadamente a mesma distribuição média (ver Figura 1 da Comissão Europeia, 2012: 9).

Em termos absolutos, a Rússia é o país com maior número de empresas sem mulheres (11 empresas). Em termos relativos, significa que 44% das empresas Russas não têm mulheres nos seus conselhos de administração.

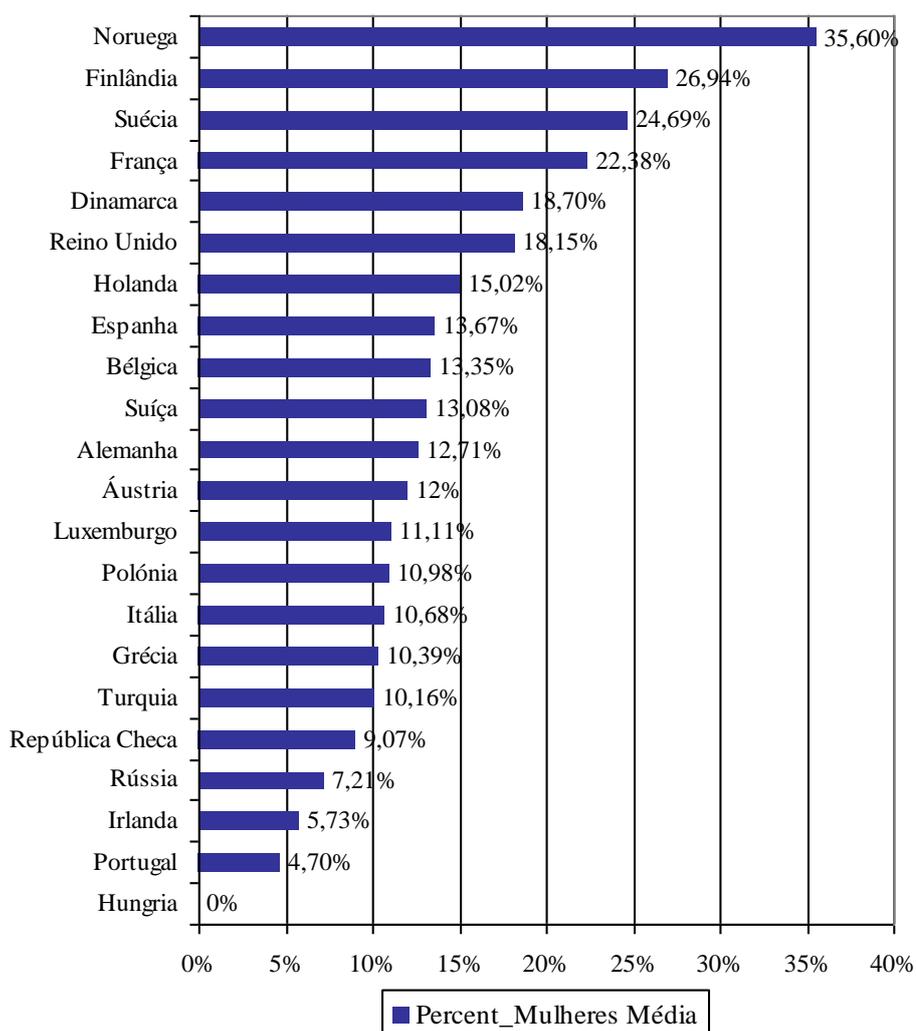
Conclui-se que a representação feminina nos conselhos de administração das empresas em 2011 permanece baixa e está longe de ser uniforme e generalizada para todos os países.

**Tabela 5:** Análise descritiva da representação feminina por país

| Sistema legal                    | País                        | N       | Percent_<br>Mulheres<br><i>Média</i> | Percent_<br>Mulheres<br><i>Desvio-<br/>padrão</i> | Nº empresas<br>sem mulheres | Percentagem<br>de empresas<br>sem mulheres |
|----------------------------------|-----------------------------|---------|--------------------------------------|---|-----------------------------|--|
| <i>Common<br/>Law</i>            | Irlanda                     | 4       | 5,73                                 | 7,86  | 2                           | 50,00                                      |
|                                  | Reino Unido                 | 94      | 18,15                                | 8,47  | 5                           | 5,32                                       |
| <i>Civil Law<br/>Francês</i>     | Bélgica                     | 13      | 13,35                                | 8,93  | 1                           | 7,69                                       |
|                                  | França                      | 75      | 22,38                                | 8,15  | 1                           | 1,33                                       |
|                                  | Luxemburgo                  | 1       | 11,11                                | -   | 0                           | 0,00                                       |
|                                  | Holanda                     | 24      | 15,02                                | 9,74  | 4                           | 16,67                                      |
|                                  | Rússia                      | 25      | 7,21                                 | 8,01  | 11                          | 44,00                                      |
|                                  | Grécia                      | 4       | 10,39                                | 7,86  | 1                           | 25,00                                      |
|                                  | Itália                      | 24      | 10,68                                | 7,73  | 4                           | 16,67                                      |
|                                  | Portugal                    | 6       | 4,70                                 | 5,00  | 2                           | 33,33                                      |
|                                  | Espanha                     | 22      | 13,67                                | 10,17   | 3                           | 13,64                                      |
|                                  | Turquia                     | 12      | 10,16                                | 12,78   | 6                           | 50,00                                      |
|                                  | <i>Civil Law<br/>Alemão</i> | Áustria | 9                                    | 12,00   | 7,74                        | 1  |
| Suíça                            |                             | 33      | 13,08                                | 8,26  | 5                           | 15,15                                      |
| Alemanha                         |                             | 49      | 12,71                                | 8,39  | 5                           | 10,20                                      |
| República Checa                  |                             | 3       | 9,07                                 | 5,17  | 0                           | 0,00                                       |
| Hungria                          |                             | 1       | 0,00                                 | -   | 1                           | 100,00                                     |
| Polónia                          |                             | 9       | 10,98                                | 10,23   | 2                           | 22,22                                      |
| <i>Civil Law<br/>Escandinavo</i> | Dinamarca                   | 12      | 18,70                                | 6,49  | 0                           | 0,00                                       |
|                                  | Finlândia                   | 11      | 26,94                                | 9,41  | 0                           | 0,00                                       |
|                                  | Suécia                      | 29      | 24,69                                | 10,44   | 0                           | 0,00                                       |
|                                  | Noruega                     | 11      | 35,60                                | 12,72   | 1                           | 9,09                                       |
| <b>Total</b>                     | -                           | 471     | 16,56                                | 10,56   | 55                          | 11,68                                      |

Esta tabela apresenta a média e o desvio-padrão da percentagem de mulheres nos conselhos de administração, bem como, o número e a percentagem de empresas sem mulheres nos conselhos dos países da amostra. Ver definições das variáveis na Tabela 1.

**Figura 2:** Percentagem média de mulheres por país



Para analisar melhor a representatividade feminina nos conselhos dos países Europeus agruparam-se os países pelos seus respectivos regimes legais (ver Tabela 5).

Esta repartição é frequentemente utilizada noutros estudos (ver por exemplo, Djankov *et al.*, 2008) e permite uma melhoria na fiabilidade da análise pois desta forma, cada sistema legal contém um número razoável de observações.

É de salientar que, os países que se enquadram no sistema legal *Common Law* possuem normas contabilísticas que dependem de um número muito reduzido de leis pois são os tribunais que fazem a interpretação das leis, que depois são incorporadas nas práticas de relato financeiro das empresas. Por outro lado, as normas contabilísticas dos países que se enquadram nos sistemas legais *Civil Law* são maioritariamente definidas por leis e códigos.

Na Tabela 6 estão descritas as estatísticas descritivas referentes à representação feminina nos conselhos de administração por sistema legal. O sistema legal que apresenta, em média, a maior percentagem de mulheres é o *Civil Law* Escandinavo (aproximadamente 26% com um desvio-padrão de 11,17%), seguido do sistema legal *Common Law* com uma percentagem de mulheres média de aproximadamente 18% (desvio-padrão de 8,76%). Em contrapartida, é o sistema legal *Civil Law* Alemão que apresenta a média de percentagem de mulheres mais baixa (aproximadamente 12% com um desvio-padrão de 8,34%).

Em termos absolutos e também relativos, é o sistema legal *Civil Law* Francês que apresenta um maior número de empresas sem mulheres nos conselhos de administração (33 empresas, ou seja, aproximadamente 16% das empresas cujo sistema legal é o *Civil Law* Francês não têm mulheres nos seus conselhos).

Tendo em conta que se está perante quatro amostras aleatórias e independentes e que cada uma das amostras segue uma distribuição aproximadamente normal pelo Teorema do Limite Central ( $n > 30$ ) optou-se por utilizar a análise ANOVA para verificar se a diferença das médias entre os grupos de países é estatisticamente significativa. Como não se verificou a homogeneidade de variâncias nos quatro grupos pelo teste paramétrico de *Levene* ( $F(3, 467) = 5,152; p\text{-value} = 0,002$ ) e uma vez que o número de observações de cada grupo não é igual, decidiu-se confirmar o resultado do teste ANOVA pelo teste robusto de *Welch* que não pressupõe a igualdade de variâncias.

O teste ANOVA e de *Welch* testam as seguintes hipóteses:

**H<sub>0</sub>**: A média da percentagem de mulheres é igual nos quatro sistemas legais.

**H<sub>1</sub>**: Existe pelo menos um sistema legal com a média da percentagem de mulheres diferente dos outros sistemas legais.

De acordo com os resultados dos testes, apresentados no final da Tabela 6, rejeita-se a hipótese nula logo existem evidências estatísticas para se afirmar que existe pelo menos um sistema legal com a percentagem de mulheres média diferente dos outros sistemas legais ( $F(3, 467) = 26,743; p\text{-value} \leq 0,001; Welch(3, 194) = 24,113; p\text{-value} \leq 0,001$ ).

Desta forma, é necessário identificar quais os sistemas legais que se diferenciam entre si, em termos médios, através de testes *post-hoc* de comparação múltipla.

Pelo teste de Scheffé é possível concluir que estatisticamente os sistemas legais dividem-se em três grupos homogêneos quanto à percentagem de mulheres média: o grupo1 corresponde ao *Civil Law* Alemão com a percentagem de mulheres média mais baixa (12,39%), o grupo 2 ao *Common Law* e ao *Civil Law* Francês e o grupo 3 corresponde ao *Civil Law* Escandinavo com a percentagem de mulheres média mais alta (25,85%).

**Tabela 6:** Análise descritiva da representação feminina por sistema legal

| Sistema legal                   | N                    | Percent_Mulheres<br><i>Média</i> | Percent_Mulheres<br><i>Desvio-padrão</i> | Nº empresas<br>sem mulheres | Percentagem<br>de empresas<br>sem mulheres |
|---------------------------------|----------------------|----------------------------------|--|-----------------------------|--|
| <i>Common Law</i>               | 98                   | 17,64                            | 8,76                                     | 7                           | 7,14                                       |
| <i>Civil Law</i><br>Francês     | 206                  | 15,31                            | 10,45                                    | 33                          | 16,02                                      |
| <i>Civil Law</i><br>Alemão      | 104                  | 12,39                            | 8,34                                     | 14                          | 13,46                                      |
| <i>Civil Law</i><br>Escandinavo | 63                   | 25,85                            | 11,17                                    | 1                           | 1,59                                       |
| Total                           | 471                  | 16,56                            | 10,56                                    | 55                          | 11,68                                      |
| Teste ANOVA                     | F                    | 26,743                           |  |                             |  |
|                                 | df1; df2             | 3; 467                           |  |                             |  |
|                                 | <i>p-value</i>       | 0,000                            |  |                             |  |
| Teste de Welch                  | Estatística de teste | 24,113                           |  |                             |  |
|                                 | df1; df2             | 3; 193,538                       |  |                             |  |
|                                 | <i>p-value</i>       | 0,000                            |  |                             |  |

Esta tabela apresenta a média e o desvio-padrão da percentagem de mulheres nos conselhos de administração, o número e a percentagem de empresas sem mulheres nos conselhos dos quatro sistemas legais, bem como, os resultados do teste *one-way* ANOVA e de *Welch*. Ver definições das variáveis na Tabela 1.

Na Tabela 7 é possível verificar que a percentagem média de mulheres das empresas com comité de ética e/ou responsabilidade social é superior à percentagem média de mulheres das empresas sem comité de ética nem de responsabilidade social mas será esta diferença de médias significativa? Tendo em conta que se está perante duas amostras aleatórias e independentes (as empresas do primeiro grupo são diferentes das empresas do segundo grupo), que a distribuição de cada grupo é aproximadamente normal pelo Teorema do Limite Central ( $n > 30$ ) e que se verifica a igualdade de variâncias nos dois grupos pelo teste paramétrico de *Levene* ( $F = 0,907$ ;  $p\text{-value} = 0,341$ ) é apropriado utilizar o teste t para amostras independentes para verificar se a diferença das médias é significativa. Testam-se as seguintes hipóteses:

**H<sub>0</sub>:** A média da percentagem de mulheres de empresas sem comité de ética nem de responsabilidade social é igual ou superior à média da percentagem de mulheres de empresas com comité de ética e/ou responsabilidade social.

**H<sub>1</sub>:** A média da percentagem de mulheres de empresas sem comité de ética nem de responsabilidade social é inferior da média da percentagem de mulheres de empresas com comité de ética e/ou responsabilidade social.

Os resultados apresentam rejeitam a hipótese nula logo existem evidências estatísticas para se afirmar que a média da percentagem de mulheres de empresas sem comité de ética nem de responsabilidade social é inferior da média da percentagem de mulheres de empresas com comité de ética e/ou responsabilidade social ( $t(469) = -2,643$ ;  $p\text{-value}/2 = 0,009/2 = 0,0045$ , ver Tabela 7).

**Tabela 7:** Análise descritiva da percentagem de mulheres pela existência de comité

| Comité  | N   | Percent_Mulheres<br>Média | Percent_Mulheres<br>Desvio-padrão |
|---|-----|---------------------------|-----------------------------------|
| Empresas sem comité de ética nem de responsabilidade social | 415 | 16,09                     | 10,60                             |
| Empresas com comité de ética e/ou responsabilidade social   | 56  | 20,04                     | 9,60                              |
| Teste t para amostras independentes                         |     | t                         | -2,643                            |
|   |     | df                        | 469                               |
|   |     | <i>p-value (2-tailed)</i> | 0,009                             |

Esta tabela apresenta a média e o desvio-padrão da percentagem de mulheres nos conselhos das empresas sem e com comité de ética e/ou responsabilidade social, bem como, os resultados do teste t para verificação da diferença das médias. Ver definições das variáveis na Tabela 1.

A Tabela 8 mostra os coeficientes de correlação de *Pearson*.

Existe uma relação positiva mas muito fraca entre cada variável dependente (Q de Tobin, ROE e ROA) e a variável independente (Percent\_Mulheres). No entanto, é necessário ter em conta que estas relações não consideram variáveis de controlo.

**Tabela 8:** Matriz de correlação

|                            | <i>a</i> | <i>b</i> | <i>c</i> | <i>d</i> | <i>e</i> | <i>f</i> | <i>g</i> | <i>h</i> |
|----------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| (a) Q de Tobin             |          |          |          |          |          |          |          |          |
| (b) ROE                    | 0,132*   |          |          |          |          |          |          |          |
| (c) ROA                    | 0,445*   | 0,290*   |          |          |          |          |          |          |
| (d) Percent_Mulheres       | 0,099*   | 0,002    | 0,018    |          |          |          |          |          |
| (e) Comité                 | 0,023    | -0,005   | -0,027   | 0,121*   |          |          |          |          |
| (f) Dimensão (log_ativos)  | -0,395*  | -0,051   | -0,420*  | 0,060    | 0,074    |          |          |          |
| (g) Dimensão (log_nº trab) | -0,156*  | 0,018    | -0,071   | 0,087    | 0,117*   | 0,478*   |          |          |
| (h) Endividamento          | -0,089*  | -0,039   | -0,229*  | -0,007   | 0,040    | 0,037    | -0,060   |          |
| (i) Cresc_Vendas           | 0,001    | -0,030   | 0,013    | -0,115*  | -0,052   | -0,005   | -0,133*  | -0,020   |

Esta tabela mostra os coeficientes de correlação entre as variáveis. Ver definições das variáveis na Tabela 1. \* significa que a correlação é significativa para um nível de significância de 5%.

## 4.2. Análise dos modelos de regressão

### 4.2.1. Hipótese 1

A Tabela 9 apresenta os resultados obtidos para quatro versões do primeiro modelo referente à hipótese 1. Como se pode observar, cada uma das versões (*a*, *b*, *c*, *d*) utiliza diferentes variáveis de controlo e é este facto que as distingue umas das outras. Desta forma é possível certificar se a utilização de diferentes variáveis de controlo não altera as conclusões do estudo.

Em relação à significância global de cada versão do modelo, sendo o *p-value* do teste F de cada versão inferior a 0,001 é possível concluir que pelo menos um dos coeficientes estimados de cada versão é diferente de zero, pelo que as quatro versões do modelo de regressão são, no geral, estatisticamente significativas.

Quanto à significância dos coeficientes estimados, é possível concluir, através da estatística de teste t, que os coeficientes estimados da variável Percent\_Mulheres, nas quatro versões do modelo, são significativamente diferentes de zero (coeficientes positivos) para um nível de significância de 10% ( $p\text{-value} \leq 0,1$ ). Desta forma, a variável Percent\_Mulheres é significativa nas quatro versões, o que permite fazer inferência estatística. Interpretando o coeficiente dessa variável na versão *a*, afirma-se que por cada aumento de uma unidade na percentagem de mulheres, o Q de Tobin aumenta, em média, 0,023 (= 1% \* 2,253), mantendo tudo o resto constante.

Deste modo, conclui-se que os resultados apresentados fornecem evidência estatística de uma relação positiva entre a percentagem de mulheres nos conselhos de administração e o valor da empresa medido pelo Q de Tobin, sustentando assim a hipótese 1.

Verifica-se também na Tabela 9 que alguns dos coeficientes estimados das variáveis de controlo são negativos. Esta relação negativa pode ficar a dever-se à relação mecânica que existe entre as diversas rúbricas contabilísticas representadas quer na variável dependente quer nas variáveis de controlo.

É ainda de salientar que, para esta regressão também se considerou uma outra variável independente nomeadamente, uma variável *dummy* que assumia valor 1, caso no conselho de administração da empresa existissem três ou mais mulheres e assumia valor 0, caso no conselho de administração da empresa existissem menos de três mulheres. Os

resultados obtidos com esta variável revelaram-se ligeiramente mais fracos mas ainda assim, bastante semelhantes aos resultados apresentados.

Relativamente à qualidade de cada versão do modelo, a versão *a* apresenta um coeficiente de determinação ajustado, ou seja, um  $R^2$  ajustado de 16,6%. Isto significa que 16,6% da variância do Q de Tobin é explicada pela primeira versão do modelo, isto é, pelas variáveis explicativas incluídas na versão *a* do modelo. Já as versões *b*, *c* e *d* apresentam um  $R^2$  ajustado de 16,6%, 13,2% e 5,9%, respetivamente.

**Tabela 9:** Regressão linear para a variável Q de Tobin

|                          | <i>a</i>                      | <i>b</i>                      | <i>c</i>                      | <i>d</i>                      |
|--------------------------|-------------------------------|-------------------------------|-------------------------------|-------------------------------|
| Percent_Mulheres         | 2,253<br>(2,892)<br>[0,004]   | 2,268<br>(2,911)<br>[0,004]   | 1,112<br>(1,659)<br>[0,098]   | 1,895<br>(2,295)<br>[0,022]   |
| Dimensão(log_ativos)     | -1,050<br>(-7,704)<br>[0,000] | -1,054<br>(-7,740)<br>[0,000] | -                             | -                             |
| Dimensão(log_nº trab)    | -                             | -                             | -0,533<br>(-5,146)<br>[0,000] | -                             |
| Endividamento            | -0,542<br>(-1,024)<br>[0,306] | -                             | -                             | -                             |
| Cresc_Vendas             | 0,049<br>(0,317)<br>[0,751]   | 0,051<br>(0,328)<br>[0,743]   | -0,185<br>(-1,429)<br>[0,154] | -0,028<br>(-0,173)<br>[0,862] |
| <i>Dummies</i> Indústria | SIM                           | SIM                           | SIM                           | SIM                           |
| Estatística do teste F   | 8,805                         | 9,509                         | 7,212                         | 3,963                         |
| <i>p-value</i>           | 0,000                         | 0,000                         | 0,000                         | 0,000                         |
| Nº de observações        | 471                           | 471                           | 452                           | 471                           |
| $R^2$ ajustado           | 0,166                         | 0,166                         | 0,132                         | 0,059                         |

Esta tabela mostra os resultados da regressão linear múltipla entre a percentagem de mulheres nos conselhos de administração e o Q de Tobin. Para cada variável é apresentado o valor do coeficiente estimado, em baixo e entre parêntesis curvos é apresentado o valor da estatística do teste t e entre parêntesis retos é apresentado o *p-value*. Ver definições das variáveis na Tabela 1.

#### 4.2.1.1. Efeito de *outliers*

Para que fosse possível analisar rigorosamente os resultados obtidos, sem se reduzir notavelmente a dimensão da amostra, considerou-se o efeito dos *outliers* severos mais significativos no estudo. Os *outliers* são valores que se afastam muito do padrão e que por esse motivo, podem enviesar as conclusões obtidas.

Como é possível verificar na Tabela 10, mesmo considerando o efeito dos *outliers*, no geral, as conclusões anteriores mantiveram-se as mesmas. Apenas o coeficiente estimado da variável Percent\_Mulheres na versão *d* do modelo deixou de ser significativo para um nível de significância de 10% ( $p\text{-value} = 0,161$ ). Porém, mesmo neste caso, o coeficiente estimado da variável Percent\_Mulheres mantém-se positivo.

**Tabela 10:** Regressão linear para a variável Q de Tobin (excluindo *outliers*)

|                          | <i>a</i>                      | <i>b</i>                      | <i>c</i>                      | <i>d</i>                      |
|--------------------------|-------------------------------|-------------------------------|-------------------------------|-------------------------------|
| Percent_Mulheres         | 0,938<br>(2,225)<br>[0,027]   | 0,952<br>(2,259)<br>[0,024]   | 0,848<br>(1,803)<br>[0,072]   | 0,649<br>(1,404)<br>[0,161]   |
| Dimensão(log_ativos)     | -0,723<br>(-9,726)<br>[0,000] | -0,726<br>(-9,762)<br>[0,000] | -                             | -                             |
| Dimensão(log_nº trab)    | -                             | -                             | -0,334<br>(-4,545)<br>[0,000] | -                             |
| Endividamento            | -0,319<br>(-1,101)<br>[0,271] | -                             | -                             | -                             |
| Cresc_Vendas             | -0,022<br>(-0,262)<br>[0,794] | -0,021<br>(-0,249)<br>[0,803] | -0,143<br>(-1,575)<br>[0,116] | -0,076<br>(-0,834)<br>[0,405] |
| <i>Dummies</i> Indústria | SIM                           | SIM                           | SIM                           | SIM                           |
| Estatística do teste F   | 14,712                        | 15,932                        | 7,927                         | 6,610                         |
| <i>p-value</i>           | 0,000                         | 0,000                         | 0,000                         | 0,000                         |
| Nº de observações        | 461                           | 461                           | 443                           | 461                           |
| R <sup>2</sup> ajustado  | 0,263                         | 0,263                         | 0,147                         | 0,109                         |

Esta tabela mostra os resultados da regressão linear múltipla entre a percentagem de mulheres nos conselhos de administração e o Q de Tobin (excluindo os *outliers* severos). Para cada variável é apresentado o valor do coeficiente estimado, em baixo e entre parêntesis curvos é apresentado o valor da estatística do teste t e entre parêntesis retos é apresentado o *p-value*. Ver definições das variáveis na Tabela 1.

#### 4.2.1.2. Efeito da Noruega

A Noruega é o único país do estudo que desde 2006 exige a aplicação obrigatória de uma quota mínima de 40% de representação de ambos os sexos nos conselhos de administração e aplica sanções às empresas que não cumprem este requisito. Por esse motivo é possível que os resultados anteriores estejam a ser bastante influenciados ou mesmo enviesados pelas observações da Noruega.

Neste sentido, optou-se por refazer o primeiro modelo retirando desta vez, as empresas Norueguesas. Pela analogia de valores da Tabela 11, comprova-se que não é somente a presença de empresas Norueguesas que está a determinar os resultados obtidos na Tabela 9.

**Tabela 11:** Regressão linear para a variável Q de Tobin (excluindo a Noruega)

|                          | <i>a</i>                      | <i>b</i>                      | <i>c</i>                      | <i>d</i>                      |
|--------------------------|-------------------------------|-------------------------------|-------------------------------|-------------------------------|
| Percent_Mulheres         | 2,779<br>(3,337)<br>[0,001]   | 2,799<br>(3,361)<br>[0,001]   | 1,409<br>(1,976)<br>[0,049]   | 2,314<br>(2,617)<br>[0,009]   |
| Dimensão(log_ativos)     | -1,082<br>(-7,789)<br>[0,000] | -1,086<br>(-7,817)<br>[0,000] | -                             | -                             |
| Dimensão(log_nº trab)    | -                             | -                             | -0,545<br>(-5,208)<br>[0,000] | -                             |
| Endividamento            | -0,581<br>(-1,075)<br>[0,283] | -                             | -                             | -                             |
| Cresc_Vendas             | 0,060<br>(0,385)<br>[0,701]   | 0,062<br>(0,397)<br>[0,691]   | -0,185<br>(-1,416)<br>[0,158] | -0,023<br>(-0,137)<br>[0,891] |
| <i>Dummies</i> Indústria | SIM                           | SIM                           | SIM                           | SIM                           |
| Estatística do teste F   | 9,048                         | 9,763                         | 7,254                         | 4,081                         |
| <i>p-value</i>           | 0,000                         | 0,000                         | 0,000                         | 0,000                         |
| Nº de observações        | 460                           | 460                           | 442                           | 460                           |
| R <sup>2</sup> ajustado  | 0,174                         | 0,174                         | 0,135                         | 0,063                         |

Esta tabela mostra os resultados da regressão linear múltipla entre a percentagem de mulheres nos conselhos de administração e o Q de Tobin (excluindo as empresas Norueguesas). Para cada variável é apresentado o valor do coeficiente estimado, em baixo e entre parêntesis curvos é apresentado o valor da estatística do teste t e entre parêntesis retos é apresentado o *p-value*. Ver definições das variáveis na Tabela 1.

#### 4.2.2. Hipótese 2

A Tabela 12 apresenta os resultados obtidos das quatro versões do modelo referente à hipótese 2 que tem como variável dependente o ROE enquanto que a Tabela 13 apresenta os resultados das quatro versões do modelo referente à hipótese 2 que tem como variável dependente o ROA.

Em relação à significância global de cada versão do modelo, é possível verificar na Tabela 12 que o *p-value* do teste F de cada versão é superior a um nível de significância de 10% logo nenhum dos coeficientes estimados é diferente de zero, que faz com que nenhuma das quatro versões do modelo de regressão seja estatisticamente significativa.

Em contrapartida, na Tabela 13 o *p-value* do teste F de cada versão é inferior a 0,001, isto significa que pelo menos um dos coeficientes estimados de cada versão é diferente de zero, pelo que as quatro versões do modelo de regressão são, no geral, estatisticamente significativas. No entanto, através do teste t que avalia a significância dos coeficientes, é possível concluir que os coeficientes estimados da variável Percent\_Mulheres, nas quatro versões do modelo, não são significativamente diferentes de zero para um nível de significância de 10% (*p-value* > 0,1). Desta forma, a variável Percent\_Mulheres não é significativa, o que também não permite fazer inferência estatística.

Em suma, os resultados apresentados não fornecem evidência estatística de uma relação positiva entre a percentagem de mulheres nos conselhos de administração e o desempenho financeiro da empresa medido, quer pelo ROE, quer pelo ROA, não sustentando assim a hipótese 2.

Relativamente à qualidade de cada versão do modelo, o  $R^2$  ajustado das versões do modelo referente ao ROE é negativo, muito próximo de zero, significando que o seu poder explicativo é baixo (ver Tabela 12).

Em contrapartida, a versão *a* do modelo referente ao ROA apresenta um  $R^2$  ajustado de 24,4%, isto significa que 24,4% da variância do ROA é explicada pela primeira versão do modelo, isto é, pelas variáveis explicativas incluídas na versão *a* do modelo. As restantes versões *b*, *c* e *d* apresentam um  $R^2$  ajustado de 20,9%, 15,6% e 14,1%, respetivamente (ver Tabela 13).

É de salientar que, tal como ocorreu na hipótese 1, estas regressões foram repetidas eliminando os *outliers* severos mais significativos e posteriormente as empresas Norueguesas.

No entanto, para um nível de significância de 5%, os coeficientes estimados da variável percentagem de mulheres mantiveram-se não significativos logo as conclusões obtidas não sofreram qualquer alteração.

**Tabela 12:** Regressão linear para a variável ROE

|                          | <i>a</i>                      | <i>b</i>                      | <i>c</i>                      | <i>d</i>                      |
|--------------------------|-------------------------------|-------------------------------|-------------------------------|-------------------------------|
| Percent_Mulheres         | 0,002<br>(0,014)<br>[0,989]   | 0,004<br>(0,026)<br>[0,980]   | 0,006<br>(0,037)<br>[0,970]   | -0,005<br>(-0,031)<br>[0,975] |
| Dimensão(log_ativos)     | -0,024<br>(-0,897)<br>[0,370] | -0,025<br>(-0,919)<br>[0,359] | -                             | -                             |
| Dimensão(log_nº trab)    | -                             | -                             | 0,003<br>(0,137)<br>[0,891]   | -                             |
| Endividamento            | -0,070<br>(-0,672)<br>[0,502] | -                             | -                             | -                             |
| Cresc_Vendas             | -0,017<br>(-0,570)<br>[0,569] | -0,017<br>(-0,563)<br>[0,574] | -0,018<br>(-0,580)<br>[0,562] | -0,019<br>(-0,625)<br>[0,532] |
| <i>Dummies</i> Indústria | SIM                           | SIM                           | SIM                           | SIM                           |
| Estatística do teste F   | 0,329                         | 0,318                         | 0,239                         | 0,266                         |
| <i>p-value</i>           | 0,984                         | 0,982                         | 0,995                         | 0,988                         |
| Nº de observações        | 471                           | 471                           | 452                           | 471                           |
| R <sup>2</sup> ajustado  | -0,017                        | -0,016                        | -0,019                        | -0,016                        |

Esta tabela mostra os resultados da regressão linear múltipla entre a percentagem de mulheres nos conselhos de administração e o ROE. Para cada variável é apresentado o valor do coeficiente estimado, em baixo e entre parêntesis curvos é apresentado o valor da estatística do teste t e entre parêntesis retos é apresentado o *p-value*. Ver definições das variáveis na Tabela 1.

**Tabela 13:** Regressão linear para a variável ROA

|                          | <i>a</i>                      | <i>b</i>                      | <i>c</i>                      | <i>d</i>                      |
|--------------------------|-------------------------------|-------------------------------|-------------------------------|-------------------------------|
| Percent_Mulheres         | 0,032<br>(1,144)<br>[0,253]   | 0,034<br>(1,202)<br>[0,230]   | 0,043<br>(1,438)<br>[0,151]   | 0,023<br>(0,775)<br>[0,438]   |
| Dimensão(log_ativos)     | -0,031<br>(-6,384)<br>[0,000] | -0,032<br>(-6,388)<br>[0,000] | -                             | -                             |
| Dimensão(log_nº trab)    | -                             | -                             | -0,016<br>(-3,434)<br>[0,001] | -                             |
| Endividamento            | -0,089<br>(-4,699)<br>[0,000] | -                             | -                             | -                             |
| Cresc_Vendas             | 0,000<br>(0,048)<br>[0,962]   | 0,001<br>(0,095)<br>[0,925]   | -0,005<br>(-0,781)<br>[0,435] | -0,002<br>(-0,315)<br>[0,753] |
| <i>Dummies</i> Indústria | SIM                           | SIM                           | SIM                           | SIM                           |
| Estatística do teste F   | 13,629                        | 12,296                        | 8,570                         | 8,692                         |
| <i>p-value</i>           | 0,000                         | 0,000                         | 0,000                         | 0,000                         |
| Nº de observações        | 471                           | 471                           | 452                           | 471                           |
| R <sup>2</sup> ajustado  | 0,244                         | 0,209                         | 0,156                         | 0,141                         |

Esta tabela mostra os resultados da regressão linear múltipla entre a percentagem de mulheres nos conselhos de administração e o ROA. Para cada variável é apresentado o valor do coeficiente estimado, em baixo e entre parêntesis curvos é apresentado o valor da estatística do teste t e entre parêntesis retos é apresentado o *p-value*. Ver definições das variáveis na Tabela 1.

### 4.2.3. Hipótese 3

Tendo em conta que no modelo referente à hipótese 3, a variável dependente é qualitativa dicotómica (*dummy*) e que este facto viola a maioria dos pressupostos de um modelo linear, recorreu-se à regressão logística.

Em relação à significância global, verifica-se na Tabela 14 que o *p-value* do teste *Chi-square* de cada versão do modelo é inferior a 0,05 logo pelo menos um dos coeficientes estimados é diferente de zero, pelo que as quatro versões do modelo de regressão são, no geral, estatisticamente significativas.

Quanto à significância dos coeficientes estimados, através da estatística *Wald*, é possível concluir que os coeficientes estimados da variável Percent\_Mulheres, nas quatro versões do modelo, são significativamente diferentes de zero (coeficientes

positivos) para um nível de significância de 5% ( $p\text{-value} \leq 0,05$ ). Desta forma, a variável *Percent\_Mulheres* é significativa nas quatro versões, o que permite fazer inferência estatística.

Deste modo, conclui-se que os resultados das quatro versões, apresentados na Tabela 14, fornecem evidência estatística de uma relação positiva entre a percentagem de mulheres nos conselhos de administração e as preocupações éticas e de responsabilidade social das empresas, sustentando assim a hipótese 3.

Como pode ser observado na Tabela 14, a versão *a*, *b*, *c* e *d* do modelo apresentam um  $R^2$  de *Nagelkerke* é de 14,4%, 13,4%, 4,6% e 6,2%, respetivamente. Este coeficiente de determinação varia entre 0 e 1.

**Tabela 14:** Regressão logística para a variável comité

|                                    | <i>a</i>                     | <i>c</i>                     | <i>d</i>                     | <i>e</i>                     |
|------------------------------------|------------------------------|------------------------------|------------------------------|------------------------------|
| <i>Percent_Mulheres</i>            | 3,022<br>(4,351)<br>[0,037]  | 3,044<br>(4,270)<br>[0,039]  | 3,156<br>(5,541)<br>[0,019]  | 3,207<br>(5,277)<br>[0,022]  |
| <i>Dimensão(log_ativos)</i>        | 0,670<br>(5,984)<br>[0,014]  | -                            | 0,238<br>(1,445)<br>[0,229]  | -                            |
| <i>Dimensão(log_nº trab)</i>       | -                            | 0,553<br>(4,647)<br>[0,031]  | -                            | 0,552<br>(5,028)<br>[0,025]  |
| <i>Endividamento</i>               | -0,248<br>(0,061)<br>[0,806] | -                            | 0,716<br>(0,708)<br>[0,400]  | -                            |
| <i>Cresc_Vendas</i>                | -1,459<br>(2,319)<br>[0,128] | -1,523<br>(2,367)<br>[0,124] | -1,010<br>(1,332)<br>[0,248] | -1,222<br>(1,785)<br>[0,181] |
| <i>Dummies Indústria</i>           | SIM                          | SIM                          | NÃO                          | NÃO                          |
| <i>Chi-square</i>                  | 36,535                       | 32,598                       | 11,339                       | 14,813                       |
| <i>p-value</i>                     | 0,000                        | 0,001                        | 0,023                        | 0,002                        |
| <i>Nº de observações</i>           | 471                          | 452                          | 471                          | 452                          |
| <i>R<sup>2</sup> de Nagelkerke</i> | 0,144                        | 0,134                        | 0,046                        | 0,062                        |

Esta tabela mostra os resultados da regressão logística entre a percentagem de mulheres nos conselhos de administração e o comité (ética e/ou responsabilidade social). Para cada variável é apresentado o valor do coeficiente estimado, em baixo e entre parêntesis curvos é apresentado o valor da estatística *Wald* e entre parêntesis retos é apresentado o *p-value*. Ver definições das variáveis na Tabela 1.

#### 4.2.4. Pressupostos das regressões

Neste ponto são apresentados os métodos utilizados para verificação dos pressupostos das regressões utilizadas. Desta forma, é possível garantir a validade das mesmas.

##### 4.2.4.1. Regressão linear múltipla

As regressões lineares múltiplas preveem um conjunto de pressupostos que devem ser analisados, sendo eles: a linearidade entre as variáveis explicativas e a variável dependente, a homocedasticidade dos erros, a ausência de multicolineariedade, o valor esperado nulo das variáveis aleatórias residuais, a independência dos erros e a normalidade dos erros.

Dado que os valores obtidos referentes à verificação dos pressupostos das diferentes versões dos dois modelos (referentes às hipóteses 1 e 2) mostraram ser muito semelhantes, optou-se por apresentar apenas os valores para a versão *a* do modelo referente à hipótese 1, que tem como variável dependente o Q de Tobin. Assim, as conclusões apresentadas abaixo são as mesmas para as restantes versões do modelo referente à hipótese 1 que tem como variável dependente o Q de Tobin, como para as versões do modelo referente à hipótese 2, que tem como variáveis dependentes, o ROE e o ROA.

O diagrama de dispersão, que cruza os resíduos estandardizados (eixo Y) com os valores estimados estandardizados para a variável dependente (eixo X), apresentado na Figura 3 em anexo, evidencia uma distribuição dos resíduos relativamente aleatória, e um padrão de variabilidade relativamente constante em torno de  $Y=0$ . Assim, conclui-se que aparentemente estão relativamente satisfeitos os pressupostos da linearidade entre as variáveis explicativas e a variável dependente e da homocedasticidade dos erros.

Em relação ao pressuposto de ausência de multicolineariedade, pela observação da Tabela 15 em anexo, considera-se que existem problemas de multicolinearidade para algumas das variáveis de controlo respeitantes à indústria pois o VIF (*Variance Inflation Factor*) é superior a 10, no entanto optou-se por manter essas variáveis pois o setor de atividade é uma das variáveis habitualmente usadas na literatura para explicar o desempenho e o valor da empresa.

Para as restantes variáveis, este pressuposto está satisfeito, significando que estas não estão fortemente correlacionadas ( $VIF \leq 10$ ).

Por outro lado, verifica-se pelas estatísticas dos resíduos, na Tabela 16 em anexo, que a média dos resíduos é zero, confirmando assim o pressuposto do valor esperado nulo das variáveis aleatórias residuais.

Além disso, o valor da estatística de teste Durbin-Watson é muito próximo de 2 ( $DW = 1,983$ ) logo cumpre-se o pressuposto de que os erros são linearmente independentes.

O histograma dos resíduos, apresentado na Figura 4 em anexo, compara a distribuição dos resíduos estandardizados com a distribuição normal. Uma vez que a curva normal ajusta-se ao histograma é possível afirmar que aparentemente o pressuposto da normalidade dos erros está sustentado.

Conclui-se desta forma, que os pressupostos de todas as versões dos dois modelos de regressão linear múltipla são, no geral, satisfeitos logo estas são consideradas válidas e adequadas.

#### **4.2.4.2. Regressão logística**

Na regressão logística é necessário verificar o pressuposto da ausência de multicolineariedade. Uma análise de multicolineariedade permite identificar se uma ou mais variáveis explicativas estão fortemente correlacionadas.

Assim, considera-se, pela observação da Tabela 17 em anexo, que existem problemas de multicolineariedade para algumas das variáveis de controlo respeitantes à indústria ( $VIF > 10$ ), no entanto para as restantes variáveis, este pressuposto está satisfeito ( $VIF \leq 10$ ).

## 5. CONCLUSÕES

Este estudo tem como objetivo investigar a relação entre a percentagem de mulheres nos conselhos de administração e o valor da empresa, o desempenho financeiro, e as preocupações éticas e de responsabilidade social das grandes empresas Europeias em 2011.

A análise descritiva mostra que em 2011, a proporção de mulheres nas posições de topo das maiores empresas permanece baixa na maioria dos países Europeus.

A proporção de mulheres no conselho varia com o setor de atividade e com o país. Em média, a percentagem de mulheres nos conselhos de administração é maior na Administração Pública e menor na indústria Serviços de Educação, Sociais e Legais. A Hungria é o país que apresenta a menor percentagem média de mulheres nos conselhos de administração e a Noruega é o país que apresenta a percentagem mais alta. É de salientar que algumas destas conclusões podem estar condicionadas pelo reduzido número de observações em alguns dos países e setores.

Utilizando os modelos de regressão multivariada testaram-se as seguintes hipóteses: existe uma relação positiva entre a percentagem de mulheres nos conselhos e o valor da empresa, existe uma relação positiva entre a percentagem de mulheres nos conselhos e o desempenho financeiro, existe uma relação positiva entre a percentagem de mulheres nos conselhos e as preocupações éticas e de responsabilidade social das empresas.

Os resultados empíricos mostram evidência estatística de uma relação positiva entre a percentagem de mulheres nos conselhos de administração e o valor da empresa medido pelo Q de Tobin, sustentando assim a primeira hipótese.

Quanto à segunda hipótese, a análise não fornece evidência estatística de uma relação positiva entre a percentagem de mulheres nos conselhos de administração e o desempenho financeiro da empresa medido, quer pelo ROE, quer pelo ROA.

Finalmente, os resultados permitem concluir que existe uma associação positiva e estatisticamente significativa entre a percentagem de mulheres nos conselhos de administração e as preocupações éticas e de responsabilidade social das empresas, medidas pela existência dos respetivos comités, o que é consistente com a terceira hipótese.

Em suma, os resultados apresentados neste estudo sugerem que o valor do negócio pode beneficiar com uma maior representatividade de mulheres nos cargos de chefia. Os resultados indicam ainda que esses efeitos positivos não são necessariamente traduzidos por melhor desempenho financeiro. Outros aspetos não financeiros, nomeadamente os relacionados com a ética e a responsabilidade social, parecem também melhorar quando existe uma maior presença de mulheres nos conselhos de administração. Desta forma, a relação positiva da percentagem de mulheres nos conselhos com o valor da empresa parece derivar de aspetos mais qualitativos do que propriamente de aspetos financeiros.

Os resultados deste estudo podem contribuir para a literatura sobre diversidade de género na Europa, pois existem poucos estudos a estudar um conjunto de países Europeus. O estudo pode também fornecer informações relevantes para entidades reguladoras Europeias, na definição de medidas que buscam promover o avanço das mulheres no mundo dos negócios.

Esta pesquisa pode ainda ter importantes implicações no mundo empresarial, uma vez que os resultados obtidos podem fornecer aos acionistas informações que podem influenciar a escolha do género dos seus representantes no conselho de administração. Potenciais investidores podem ainda utilizar as conclusões deste estudo na avaliação dos seus investimentos, optando por exemplo, por investir em empresas com uma elevada percentagem de administradoras.

## **6. LIMITAÇÕES DO ESTUDO**

Existem limitações neste estudo que devem ser abordadas. Em primeiro lugar, a amostra do estudo é constituída por grandes empresas Europeias, o que faz com que os resultados obtidos não possam ser generalizados para pequenas e médias empresas e para empresas de outros continentes.

Em segundo lugar, o facto da base de dados *Boardex* ser sistematicamente atualizada e não arquivar dados históricos apenas possibilitou a observação de um único ano (2011), não sendo por isso possível, estabelecer devidamente a causalidade entre as variáveis e controlar outros possíveis fatores não observáveis, como por exemplo, as mudanças e flutuações de mercado, que só seriam possíveis pelo uso de dados em painel. Por este motivo, o estudo apenas permite captar associações.

## 7. SUGESTÕES PARA ESTUDOS FUTUROS

As limitações anteriormente abordadas oferecem oportunidades para pesquisas futuras. Como tal, sugere-se que este estudo seja refeito, utilizando um maior número de empresas e/ou de anos, de modo, a verificar se há variação dos resultados. É de lembrar, que o ano da variável dependente deverá ser posterior ao ano da variável independente, para que se possa avaliar convenientemente o impacto da tomada de decisões estratégicas no desempenho organizacional (ver por exemplo, o estudo de Erhardt *et al.*, 2003).

Também se poderia considerar a análise de empresas de menor dimensão (pequenas e médias empresas), a fim de se avaliar se as relações encontradas são ou não específicas das grandes empresas.

Averiguar o impacto do conselho de administração, distinguindo desta vez administradores independentes de administradores dependentes também seria uma sugestão a considerar em estudos futuros.

Para além de se analisar, se as mulheres contribuem para o desempenho da empresa, também seria interessante perceber como é que as mulheres fazem essas mesmas contribuições. Assim, a fim de se compreender realmente as diferenças comportamentais entre géneros nos conselhos de administração, sugere-se outras abordagens, por exemplo, com base na observação ou em depoimentos/entrevistas. A teoria que liga a diversidade do conselho ao desempenho da empresa ainda não se encontra bem desenvolvida, assim permanece a necessidade de um melhor modelo teórico que explique como as administradoras contribuem para o desempenho do conselho (Singh *et al.*, 2001) e consequentemente para o desempenho da empresa.

## 8. BIBLIOGRAFIA

- Adams, S., & Flynn, P. 2005. Local knowledge advances women's access to corporate boards. *Corporate Governance: An International Review*, 13 (6): 836-846.
- Adams, R., & Ferreira, D. 2009. Women in the boardroom and their impact on governance and performance. *Journal of Financial Economics*, 94 (2): 291-309.
- Arfken, D., Bellar, S., & Helms, M. 2004. The ultimate glass ceiling revisited: The presence of women on corporate boards. *Journal of Business Ethics*, 50 (2): 177-186.
- Bear, S., Rahman, N., & Post, C. 2010. The impact of board diversity and gender composition on corporate social responsibility and firm reputation. *Journal of Business Ethics*, 97 (2): 207-221.
- Bøhren, Ø., & Strøm, R. 2010. Governance and politics: Regulating independence and diversity in the board room. *Journal of Business Finance & Accounting*, 37 (9-10): 1281-1308.
- Boone, C., & Hendriks, W. 2009. Top management team diversity and firm performance: Moderators of functional-background and locus-of-control diversity. *Management Science*, 55 (2): 165-180.
- Brammer, S., Millington, A., & Pavelin, S. 2007. Gender and ethnic diversity among UK corporate boards. *Corporate Governance: An International Review*, 15 (2): 393-403.
- Burgess, Z., & Tharenou, P. 2002. Women board directors: Characteristics of the few. *Journal of Business Ethics*, 37 (1): 39-49.
- Campbell, K., & Mínguez-Vera, A. 2008. Gender diversity in the boardroom and firm financial performance. *Journal of Business Ethics*, 83 (3): 435-451.
- Carrera, N., Gutiérrez, I., & Carmona, S. 2001. Gender, the state and the audit profession: Evidence from Spain (1942-88). *European Accounting Review*, 10 (4): 803-815.
- Carter, D., Simkins, B., & Simpson, W. 2003. Corporate governance, board diversity, and firm value. *Financial Review*, 38 (1): 33-53.
- Carter, D., D'Souza, F., Simkins, B., & Simpson, W. 2010. The gender and ethnic diversity of US boards and board committees and firm financial performance. *Corporate Governance: An International Review*, 18 (5): 396-414.
- CNN, 2011, EU warns businesses: Put women on boards, or we will, <http://edition.cnn.com/2011/BUSINESS/02/11/women.boardroom/index.html>, 11 de Fevereiro.
- Cohen, J., Pant, L., & Sharp, D. 1998. The effect of gender and academic discipline diversity on the ethical evaluations, ethical intentions and ethical orientation of potential public accounting recruits. *Accounting Horizons*, 12 (3): 250-270.

Comissão Europeia, 2010, Report on equality between women and men 2010, <http://ec.europa.eu/social/BlobServlet?docId=4613&langId=en>.

Comissão Europeia, 2012, A Comissão Europeia propõe 40% de mulheres nos conselhos de administração, [http://europa.eu/rapid/press-release\\_IP-12-1205\\_pt.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_IP-12-1205_pt.htm), 14 de Novembro.

Comissão Europeia, 2012, Women in economic decision-making in the EU: Progress report. A Europe 2020 initiative, [http://ec.europa.eu/justice/gender-equality/files/women-on-boards\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/justice/gender-equality/files/women-on-boards_en.pdf).

Daily, C., Certo, S., & Dalton, D. 1999. A decade of corporate women: Some progress in the boardroom, none in the executive suite. *Strategic Management Journal*, 20 (1): 93-99.

Daily, C., & Dalton, D. 2003. Women in the boardroom: A business imperative. *The Journal of Business Strategy*, 24 (5): 8-9.

Demsetz, H., & Villalonga, B. 2001. Ownership structure and corporate performance. *Journal of Corporate Finance*, 7 (3): 209-233.

Djankov, S., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. 2008. The law and economics of self-dealing. *Journal of Financial Economics*, 88 (3): 430-465.

Dwyer, S., Richard, O., & Chadwick, K. 2003. Gender diversity in management and firm performance: The influence of growth orientation and organizational culture. *Journal of Business Research*, 56 (12): 1009-1019.

Erhardt, N., Werbel, J., & Shrader, C. 2003. Board of director diversity and firm financial performance. *Corporate Governance: An International Review*, 11 (2): 102-111.

Farrell, K., & Hersch, P. 2005. Additions to corporate boards: The effect of gender. *Journal of Corporate Finance*, 11 (1-2): 85-106.

Financial Times, 2011, FT Europe 500 2011, <http://www.ft.com/intl/cms/32aafd58-98d4-11e0-bd66-00144feab49a.pdf>.

Francoeur, C., Labelle, R., & Sinclair-Desgagné, B. 2008. Gender diversity in corporate governance and top management. *Journal of Business Ethics*, 81 (1): 83-95.

Gul, F., Srinidhi, B., & Ng, A. 2011. Does board gender diversity improve the informativeness of stock prices? *Journal of Accounting and Economics*, 51 (3): 314-338.

Hafsi, T., & Turgut, G. 2013. Boardroom diversity and its effect on social performance: conceptualization and empirical evidence. *Journal of Business Ethics*, 112 (3): 463-479.

Heidrick & Struggles, 2007, Corporate governance in Europe: raising the bar, [http://economie.fgov.be/nl/binaries/CorpGovEuropeReport2007\\_tcm325-58279.pdf](http://economie.fgov.be/nl/binaries/CorpGovEuropeReport2007_tcm325-58279.pdf).

- Hillman, A., & Dalziel, T. 2003. Boards of directors and firm performance: Integrating agency and resource dependence perspectives. *Academy of Management Review*, 28 (3): 383-396.
- Hillman, A., Shropshire, C., & Cannella, A. 2007. Organizational predictors of women on corporate boards. *Academy of Management Journal*, 50 (4): 941-952.
- Huse, M., & Solberg, A. 2006. Gender-related boardroom dynamics: How Scandinavian women make and can make contributions on corporate boards. *Women in Management Review*, 21 (2): 113-130.
- Huse, M., Nielsen, S., & Hagen, I. 2009. Women and employee-elected board members, and their contributions to board control tasks. *Journal of Business Ethics*, 89 (4): 581-597.
- Hyland, M., & Marcellino, P. 2002. Examining gender on corporate boards: A regional study. *Corporate Governance*, 2 (4): 24-31.
- Jornal Público, 2012, UE quer quota mínima de 40% de mulheres nas administrações de grandes empresas, <http://economia.publico.pt/Noticia/ue-quer-quota-minima-de-40-de-mulheres-nas-administracoes-de-grandes-empresas-1561632>, 4 de Setembro.
- Kang, H., Cheng, M., & Gray, S. 2007. Corporate governance and board composition: Diversity and independence of Australian boards. *Corporate Governance: An International Review*, 15 (2): 194-207.
- Kochan, T., Bezrukova, K., Ely, R., Jackson, S., Joshi, A., Jehn, K., Leonard, J., Levine, D., & Thomas, D. 2003. The effects of diversity on business performance: Report of the diversity research network. *Human Resource Management*, 42 (1): 3-21.
- Konrad, A., & Kramer, V. 2006. How many women do boards need? *Harvard Business Review*, 84 (12): 22.
- Kravitz, D. 2003. More women in the workplace: Is there a payoff in firm performance? *Academy of Management Executive*, 17 (3): 148-149.
- Lara, J., Osma, B., & Mora, A. 2012. *Gender diversity, discrimination and the monitoring role of female directors over accruals quality*. Working Paper, Universidad Carlos III de Madrid.
- Major, M., & Vieira, R. 2009. Paradigmas Teóricos da Investigação em Contabilidade. In M. Major & R. Vieira (Coord.), *Contabilidade e Controlo de Gestão, Teoria, Metodologia e Prática*: 12-19. Lisboa: Escolar Editora.
- Martins, L., & Parsons, C. 2007. Effects of gender diversity management on perceptions of organizational attractiveness: The role of individual differences in attitudes and beliefs. *Journal of Applied Psychology*, 92 (3): 865-875.
- Mateos de Cabo, R., Gimeno, R., & Nieto, M. 2012. Gender diversity on European banks' boards of directors. *Journal of Business Ethics*, 109 (2): 145-162.

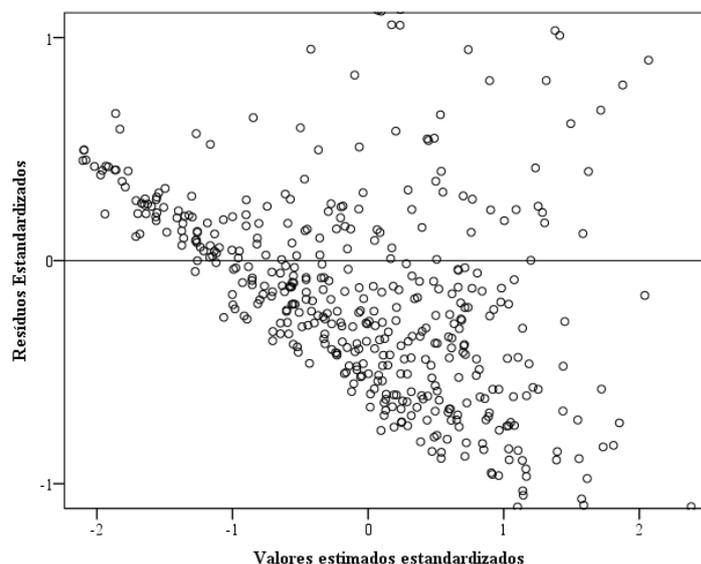
- Mathisen, G., Ogaard, T., & Marnburg, E. 2012. Women in the boardroom: How do female directors of corporate boards perceive boardroom dynamics? *Journal of Business Ethics*, August.
- McCabe, A., Ingram, R., & Dato-on, M. 2006. The business of ethics and gender. *Journal of Business Ethics*, 64 (2): 101-116.
- McKinsey&Company, 2007, Women matter, gender diversity, a corporate performance driver, [http://www.europeanpwn.net/files/mckinsey\\_2007\\_gender\\_matters.pdf](http://www.europeanpwn.net/files/mckinsey_2007_gender_matters.pdf).
- Milliken, F., & Martins, L. 1996. Searching for common threads: Understanding the multiple effects of diversity in organizational groups. *Academy of Management Review*, 21 (2): 402-433.
- Niederle, M., & Vesterlund, L. 2007. Do women shy away from competition? Do men compete too much? *The Quarterly Journal of Economics*, 122 (3): 1067-1101.
- Rose, C. 2007. Does female board representation influence firm performance? The Danish evidence. *Corporate Governance: An International Review*, 15 (2): 404-413.
- Rosener, J. 1990. Ways women lead. *Harvard Business Review*, 68 (6): 119-125.
- Ruigrok, W., Peck, S., & Tacheva, S. 2007. Nationality and gender diversity on Swiss corporate boards. *Corporate Governance: An International Review*, 15 (4): 546-557.
- Shrader, C., Blackburn, V., & Iles, P. 1997. Women in management and firm financial performance: An exploratory study. *Journal of Managerial Issues*, 9 (3): 355-372.
- Singh, V., Vinnicombe, S., & Johnson, P. 2001. Women directors on top UK boards. *Corporate Governance: An International Review*, 9 (3): 206-216.
- Singh, V., & Vinnicombe, S. 2004. Why so few women directors in top UK boardrooms? Evidence and theoretical explanations. *Corporate Governance: An International Review*, 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.
- Terjesen, S., Sealy, R., & Singh, V. 2009. Women directors on corporate boards: A review and research agenda. *Corporate Governance: An International Review*, 17 (3): 320-337.
- Torchia, M., Calabrò, A., & Huse, M. 2011. Women directors on corporate boards: From tokenism to critical mass. *Journal of Business Ethics*, 102 (2): 299-317.
- Walt, N., & Ingle, C. 2003. Board dynamics and the influence of professional background, gender and ethnic diversity of directors. *Corporate Governance: An International Review*, 11 (3): 218-234.
- Wernerfelt, B., & Montgomery, C. 1988. Tobin's q and the importance of focus in firm performance. *The American Economic Review*, 78 (1): 246-250.

Westphal, J., & Milton, L. 2000. How experience and network ties affect the influence of demographic minorities on corporate boards. *Administrative Science Quarterly*, 45 (2): 366-398.

Zelechowski, D., & Bilimoria, D. 2004. Characteristics of women and men corporate inside directors in the US. *Corporate Governance: An International Review*, 12 (3): 337-342.

ANEXOS

**Figura 3:** Diagrama de dispersão entre os resíduos estandardizados e os valores estimados estandardizados para a variável Q de Tobin



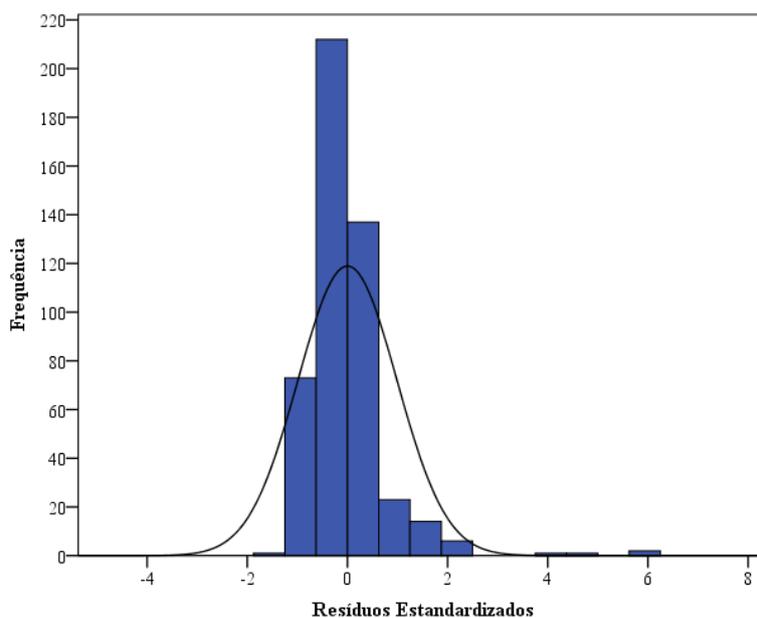
**Tabela 15:** Estatísticas de colinearidade para a variável Q de Tobin

| Variável             | VIF    |
|----------------------|--------|
| Percent_Mulheres     | 1,076  |
| Dimensão(log_ativos) | 1,483  |
| Endividamento        | 1,168  |
| Cresc_Vendas         | 1,038  |
| SIC1                 | 26,100 |
| SIC2                 | 33,456 |
| SIC3                 | 40,560 |
| SIC4                 | 33,025 |
| SIC5                 | 13,848 |
| SIC6                 | 42,859 |
| SIC7                 | 10,177 |
| SIC8                 | 5,969  |

**Tabela 16:** Estatísticas dos resíduos para a variável Q de Tobin

|                               | Média        | Desvio-padrão | N   |
|-------------------------------|--------------|---------------|-----|
| Valor estimado                | 1,830201     | 0,8151989     | 471 |
| Resíduos                      | <b>0,000</b> | 1,6972030     | 471 |
| Valor estimado estandardizado | 0,000        | 1,000         | 471 |
| Resíduos estandardizados      | 0,000        | 0,987         | 471 |

**Figura 4:** Histograma dos resíduos para a variável Q de Tobin



**Tabela 17:** Estatísticas de colinearidade para a variável comitê

| Variável              | VIF             |                 |                 |                 |
|-----------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
|                       | Versão <i>a</i> | Versão <i>b</i> | Versão <i>c</i> | Versão <i>d</i> |
| Percent_Mulheres      | 1,076           | 1,081           | 1,017           | 1,020           |
| Dimensão(log_ativos)  | 1,483           | -               | 1,005           | -               |
| Dimensão(log_nº trab) | -               | 1,113           | -               | 1,024           |
| Endividamento         | 1,168           | -               | 1,002           | -               |
| Cresc_Vendas          | 1,038           | 1,057           | 1,014           | 1,031           |
| SIC1                  | 26,100          | 22,208          | -               | -               |
| SIC2                  | 33,456          | 32,593          | -               | -               |
| SIC3                  | 40,560          | 39,499          | -               | -               |
| SIC4                  | 33,025          | 30,959          | -               | -               |
| SIC5                  | 13,848          | 13,318          | -               | -               |
| SIC6                  | 42,859          | 40,793          | -               | -               |
| SIC7                  | 10,177          | 10,080          | -               | -               |
| SIC8                  | 5,969           | 5,955           | -               | -               |