



**LISBOA
SCHOOL OF
ECONOMICS &
MANAGEMENT**

MESTRADO

**CONTABILIDADE FISCALIDADE E FINANÇAS
EMPRESARIAIS**

TRABALHO FINAL DE MESTRADO

DISSERTAÇÃO

**O PAPEL DA DIVERSIDADE NO DESEMPENHO: O CASO
DAS SOCIEDADES ANÓNIMAS PORTUGUESAS**

VANESSA BRAGA SALVADOR

SETEMBRO - 2014



**LISBOA
SCHOOL OF
ECONOMICS &
MANAGEMENT**

**MESTRADO EM
CONTABILIDADE FISCALIDADE E FINANÇAS
EMPRESARIAIS**

**TRABALHO FINAL DE MESTRADO
DISSERTAÇÃO**

**O PAPEL DA DIVERSIDADE NO DESEMPENHO: O CASO
DAS SOCIEDADES ANÓNIMAS PORTUGUESAS**

VANESSA BRAGA SALVADOR

ORIENTAÇÃO:

PROFESSORA DOUTORA MARIA JOÃO COELHO GUEDES

SETEMBRO – 2014

Resumo

Este estudo pretende analisar a relação existente entre as características do CA, no que toca à sua dimensão e à presença e proporção de mulheres, e o desempenho das empresas medido através do ROA e RCP, com base na metodologia de regressão linear múltipla. A amostra é composta por sociedades anónimas portuguesas para o ano de 2010.

Os resultados obtidos variam de acordo com as medidas de desempenho estudadas. Quanto ao ROA, os resultados sugerem que existe uma relação positiva entre a presença e proporção de mulheres no CA e o desempenho da empresa. A dimensão do CA, contrário àquilo que se esperava, também apresentou sempre um impacto positivo em relação ao ROA. Porém face ao RCP nenhuma variável demonstra ser estatisticamente significativa.

Palavras-chave: *Corporate Governance*, Composição do CA, Dimensão do CA, Diversidade de Género, Desempenho.

Abstract

This study aims to analyse the relationship between the board characteristics, with respect to the size, presence and women's proportion and the firm's performance according to the ROA and the RCP, based on the methodology of multiple linear regression. The study sample corresponds to the Portuguese anonymous societies of 2010.

The results vary according with the studied performance measures. In relation to the ROA, the results show that there is a positive relation between the presence and proportion of women on a board and the firm performance. The board size, contrary to what was expected, also presents positive impact in relation to ROA. Regarding the RCP, no variable proved to be statistically significant.

Keywords: Corporate Governance, Board Composition, Board Size, Gender Diversity, Performance.

Agradecimentos

O meu primeiro agradecimento é para a Professora Doutora Maria João Coelho Guedes, minha orientadora, pela sua disponibilidade, apoio e dedicação manifestados ao longo da realização desta dissertação.

Em segundo lugar agradeço à Informa D&B pela base de dados facultada no âmbito do protocolo com o ISEG.

Em terceiro lugar, mas não menos importante, agradeço profundamente aos meus pais, Telma e José, pela oportunidade que me proporcionaram ao atingir este nível académico, e também por todo o apoio e motivação, não só durante a realização do trabalho final de mestrado, como ao longo de todo o meu percurso académico.

Por último agradeço a todos os meus amigos, que me acompanharam nesta fase da minha vida, transmitindo amizade, confiança e motivação.

O meu muito Obrigado!

Vanessa Salvador

Lista de Abreviaturas

CA – Conselho de Administração

CAE – Classificação das Atividades Económicas

CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

CSC – Código das Sociedades Comerciais

CVM – Código dos Valores Mobiliários

INE – Instituto Nacional de Estatística

IPCG – Instituto Português de *Corporate Governance*

OCDE – Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Económico

OLS – *Ordinary Least Squares*

ROA – Rendibilidade do Ativo

RCP – Rendibilidade do Capital Próprio

Índice de Figuras e Tabelas

Tabela I: Quotas de Mulheres em Países Europeus.....	11
Tabela II: Designação das Secções da CAE.....	19
Tabela III: Resumo das Variáveis em Análise.....	20
Tabela IV: Sinais Esperados para as Variáveis Independentes.....	22
Tabela V: Estatística Descritiva das Variáveis.....	22
Tabela VI: Estatísticas Descritivas por Nível de CAE.....	24
Tabela VII: Matriz de Correlação das Variáveis.....	24
Tabela VIII: Teste f para Igualdade de Variâncias.....	26
Tabela IX: Teste t para Igualdade de Médias.....	27
Tabela X: Resultados dos Modelos de Regressão Linear – Variável Dependente ROA.....	28
Tabela XI: Resultados dos Modelos de Regressão Linear – Variável Dependente RCP.....	30
Tabela XII: Resultados das Hipóteses de Estudo.....	32

Índice Geral

Resumo	iii
Abstract	iv
Agradecimentos	v
Lista de Abreviaturas	vi
Índice de Figuras e Tabelas	vii
1. Introdução	1
2. Revisão de Literatura	3
2.1. <i>Corporate Governance</i>	3
2.2. <i>Enquadramento Teórico do Corporate Governance</i>	4
2.2.1. <i>Teoria da Agência</i>	4
2.2.2. <i>Teoria da Dependência de Recursos</i>	5
2.2.3. <i>Stewardship Theory</i>	6
2.2.4. <i>Stakeholder Theory</i>	6
2.3. <i>Corporate Governance em Portugal</i>	7
2.4. <i>Mecanismos de Corporate Governance</i>	8
2.4.1. <i>Composição e Diversidade do Conselho de Administração</i>	8
2.4.2. <i>Diversidade de Género no Conselho de Administração</i>	10
2.4.3. <i>Dimensão do Conselho de Administração</i>	12
2.5. <i>Avaliação do Desempenho</i>	14
2.5.1. <i>Diversidade de Género e Desempenho</i>	14
2.5.2. <i>Dimensão do Conselho de Administração e Desempenho</i>	15
3. Dados e Metodologia	16
3.1. <i>Definições das Variáveis</i>	16
3.1.1. <i>Variáveis Dependentes</i>	17
3.1.2. <i>Variáveis Independentes</i>	18
3.1.3. <i>Variáveis de Controlo</i>	18
3.2. <i>Metodologia e Modelo</i>	20
4. Análise de Resultados	22
4.1. <i>Estatística Descritiva das Variáveis</i>	22
4.2. <i>Matriz de Correlação das Variáveis</i>	24
4.3. <i>Análise de Médias Entre Empresas Com e Sem Mulheres: Resultados dos Testes t</i> ..	25

4.4.	<i>Resultados dos Modelos de Regressão Linear: ROA</i>	27
4.5.	<i>Resultados dos Modelos de Regressão Linear: RCP</i>	30
5.	Conclusões, Contributos, Limitações do Estudo e Investigação Futura	32
5.1.	<i>Considerações Finais e Contributos</i>	32
5.2.	<i>Limitações do Estudo</i>	33
5.3.	<i>Sugestões para Investigação Futura</i>	34
	Referências Bibliográficas	35

1. Introdução

A diversidade é um tópico que tem vindo a ganhar destaque no seio das empresas. Existe uma preocupação crescente por parte das mesmas em aumentar a sua diversidade, procurando tirar partido de todos os benefícios que isso possa trazer para as empresas, como melhoria na reputação, desempenho, maior diversidade de opiniões, entre outras (Burgess & Tharenou, 2002). A diversidade do Conselho de Administração (CA) pode compreender variadas dimensões como género, idade, etnia e/ou cultura, nacionalidade, formação académica, função e/ou experiência, deficiência (Arfken *et al*, 2004; Campbell & Mínguez-Vera, 2008), sendo que a mais discutida na literatura é a diversidade de género. Apesar de Adams *et al* (2009) sugerirem que os trabalhadores tendem a preferir supervisão masculina e que as mulheres líderes são entendidas como sendo menos eficazes do que os homens, a presença de mulheres em cargos de liderança tem vindo a ser muito debatida, argumentando-se que estas podem trazer novas ideias, comportamentos e estratégias para a empresa (Burgess & Tharenou, 2002).

Com esta motivação, o objetivo deste estudo é verificar a relação que existe entre a diversidade do CA e o desempenho da empresa, medida através da Rendibilidade do Ativo (ROA) e da Rendibilidade do Capital Próprio (RCP). Para isso são estimados dois modelos de referência, um para cada medida de desempenho, cada um com quatro alternativas em que as diferenças entre eles correspondem à substituição e/ou aumento de variáveis em estudo. Relativamente ao ROA verificou-se que a presença e a proporção de mulheres no CA apresentaram impacto positivo. A dimensão do CA apresentou sempre um impacto positivo, ou seja, contrário ao esperado face a esta medida de desempenho. Já a antiguidade e o número de trabalhadores apresentaram também um impacto positivo face ao ROA. Quanto ao RCP, em nenhum dos modelos se verificou a existência de variáveis estatisticamente significativas capazes de o explicar.

O resto da dissertação estrutura-se do seguinte modo: o segundo capítulo corresponde à revisão de literatura que incide sobre o *Corporate Governance* e algumas das teorias relacionadas (Agência, Dependência de Recursos, *Stewardship* e *Stakeholder*) e mecanismos (Composição, Dimensão e Diversidade do CA). Posteriormente é discutida a relação entre tais mecanismos e o desempenho. No terceiro capítulo procede-se à definição de dados, variáveis dependentes, independentes e de controlo, metodologia e modelos. No quarto capítulo é feita a análise de resultados, e finalmente, no quinto capítulo são apresentadas as considerações finais, críticas e limitações do estudo bem como sugestões para investigação futura.

2. Revisão de Literatura

2.1. *Corporate Governance*

O conceito de *Corporate Governance* de acordo com o Relatório de Cadbury (1992) refere-se ao sistema através do qual as sociedades são dirigidas e controladas. Segundo a perspetiva de Lin (2011) o *Corporate Governance* diz respeito aos efeitos da estrutura de administração sobre o desempenho de uma empresa. O *Corporate Governance* é então constituído por um conjunto de relações entre os interesses da administração e dos seus órgãos, acionistas (quer sejam maioritários ou minoritários) e outras partes interessadas (OCDE, 2004; Campbell & Mínguez-Vera, 2008). Baysinger & Hoskisson (1990) argumentam que sem controlos a nível de *governance*, os gestores ficariam mais propensos a desviar-se dos interesses dos acionistas.

Segundo a Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Económico (OCDE) (2004, pág. 11) “um bom governo das sociedades deve proporcionar incentivos adequados para que o órgão de administração e os gestores prossigam objetivos que sejam do interesse da empresa e dos seus acionistas, devendo facilitar uma fiscalização eficaz”. Shleifer & Vishny (1997) argumentam que um bom sistema de *Corporate Governance* deve combinar algum tipo de grandes investidores com pequenos investidores e com a proteção legal dos seus direitos. Estes autores também argumentam que o *Corporate Governance* é normalmente exercido pelos grandes investidores.

Shleifer & Vishny (1997) afirmam que grande parte das diferenças nos sistemas de *Corporate Governance* em redor do mundo decorre das diferenças na natureza de obrigações legais que os gestores têm para com os financiadores, bem como das diferenças na forma como os tribunais interpretam e fazem cumprir essas obrigações.

2.2. Enquadramento Teórico do Corporate Governance

De seguida são apresentados algumas das teorias que suportam o *Corporate Governance*, sendo elas a Teoria da Agência, Teoria da Dependência de Recursos, *Stewardship Theory* e *Stakeholder Theory*.

2.2.1. Teoria da Agência

Uma das teorias mais importantes do *Corporate Governance* e que merece destaque na literatura é a Teoria da Agência. Jensen & Meckling (1976) apresentam a relação de agência como um contrato através do qual uma ou mais pessoas (o principal) encarrega outra pessoa (o agente) de executar, em concordância com a delegação de poder efetuada, determinada tarefa. O problema de agência passa então a existir no momento em que o agente, que deve atuar em consonância com o interesse do principal, passa a atuar de forma contrária, ou seja perante os seus próprios interesses (Jensen & Meckling, 1976; Eisenhardt, 1989).

Jensen & Meckling (1976) afirmam que as questões que advêm da necessidade de separação entre propriedade e controlo estão profundamente associadas ao problema geral de agência. Também na perspetiva de Shleifer & Vishny (1997), o problema de agência decorre principalmente da separação entre propriedade e controlo. Este aspeto pode potenciar comportamentos de auto interesse por parte de quem controla uma vez que, segundo Dalton *et al* (1998), os gestores obtêm vantagem sobre os proprietários da empresa pois possuem acesso privilegiado à informação e beneficiam da sua própria experiência de gestão. Esta assimetria de informação, segundo Jermias & Gani (2013), faz com que os gestores se comportem de forma oportunista com o objetivo de maximizar os seus próprios interesses em detrimento dos acionistas. Dado isto, Fama & Jensen (1983a) argumentam que um fator importante na sobrevivência das empresas é o controlo dos problemas de agência. Os problemas de agência além de compreenderem o conflito de interesses entre proprietários e gestores, também

acarretam custos, designados custos de agência. Jensen (1983) define os custos de agência como a soma dos custos dos contratos de estruturação, de união, e de monitoramento entre agentes.

De acordo com Carter *et al* (2003) a Teoria da Agência é a perspectiva teórica mais utilizada por investigadores em economia e finanças para entender a ligação entre as características do CA e o valor da empresa.

2.2.2. Teoria da Dependência de Recursos

Outro dos quadros teóricos que sustentam o *Corporate Governance* é a Teoria da Dependência de Recursos. Na perspectiva de Aldrich & Pfeffer (1976), o modelo da dependência de recursos parte da proposição indiscutível de que as organizações não são capazes de gerar internamente todos os recursos necessários para se manter, pelo que devem manter relações com o ambiente exterior. A redução da incerteza ambiental pode ser gerida pela empresa, utilizando determinadas estratégias (Pfeffer, 1972).

Segundo Van Der Walt & Ingley (2003) o ponto de vista da dependência de recursos diz respeito ao CA como um elo essencial entre a empresa e os recursos chave necessários para maximizar o seu desempenho. Segundo Lin (2011) a Teoria da Dependência de Recursos sugere que os membros do CA têm conexões com recursos externos importantes, o que pode aumentar o desempenho de uma empresa. Boyd (1990) ao estudar o papel do CA na gestão estratégica enfatizou que a dependência de recursos tem duas implicações importantes. A primeira diz respeito à influência das pressões do ambiente na composição do CA. A segunda diz respeito às diferenças na composição que afetam o desempenho da empresa.

2.2.3. Stewardship Theory

Esta teoria surgiu da psicologia e da sociologia, tendo origem no estudo de Donaldson & Davis (1991). Posteriormente, Davis *et al* (1997) sugerem a Stewardship Theory como uma teoria alternativa à Teoria da Agência. Segundo tais autores esta teoria foi desenvolvida como um modelo a seguir pelos gestores, para que estes atuem no melhor interesse dos proprietários. Nesta teoria, a administração é baseada na suposição de que o gestor irá tomar decisões no melhor interesse da organização, colocando-as acima dos interesses próprios, uma vez que acredita que ele próprio beneficiará se a organização prosperar (Davis *et al*, 1997).

2.2.4. Stakeholder Theory

Por fim é apresentada a *Stakeholder Theory*, outra das teorias de *Corporate Governance*. Donaldson & Preston (1995) caracterizam esta teoria considerando três abordagens distintas, mas que se reforçam mutuamente: normativa, descritiva e instrumental. No que toca à abordagem normativa, a teoria é usada para interpretar a função da organização, incluindo a identificação de diretrizes morais ou filosóficas para a operação e gestão de empresas. Relativamente à abordagem descritiva, os autores indicam que a teoria é utilizada para descrever e, por vezes, explicar características específicas e comportamentos da organização. Quanto à abordagem instrumental, e em conjunto com dados descritivos quando disponíveis, esta é utilizada para identificar as ligações ou falta delas entre a gestão das partes interessadas e os tradicionais objetivos organizacionais (por exemplo rentabilidade ou crescimento).

Quanto à definição de *stakeholders*, Clarkson (1995) considera que são pessoas ou grupos que têm ou reivindicam propriedade, direito ou interesse por uma organização e pelas suas atividades passadas, presentes e futuras. Donaldson & Preston (1995) definem *stakeholders* como pessoas ou grupos que têm interesses legítimos em aspetos substantivos ou processuais na atividade da empresa. Autores como Donaldson & Preston (1995) e Jones (1995) consideram

que o objetivo das organizações é atender aos interesses de todos os *stakeholders*. Os acionistas são apenas mais um grupo de *stakeholders*, cujos interesses devem ser tidos em conta, no entanto não são os únicos e/ou os mais importantes.

2.3. Corporate Governance em Portugal

A Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) (2005, pág. 1) no documento intitulado “Recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades Cotadas”, refere-se ao *Corporate Governance* como “o sistema de regras e condutas relativo ao exercício da direção e do controlo das sociedades emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado”.

As principais normas legais que regulam o governo das sociedades em Portugal inserem-se no Código das Sociedades Comerciais (CSC), aprovado pelo Decreto-Lei nº 262/86, de 2 de Novembro e no Código dos Valores Mobiliários (CVM), aprovado pelo Decreto-Lei nº 486/1999, de 13 de Novembro. O CSC define os aspetos relacionados com o controlo e direção das sociedades, embora não se limitando somente às sociedades cotadas. Este código estabelece os direitos e deveres de sócios, administradores e membros dos órgãos de fiscalização (Câmara, 2001). O CVM, por sua vez, estabelece consequências jurídicas para as sociedades abertas, que de acordo com Câmara (2001) se caracterizam por terem as suas ações dispersas pelo público.

Não existe um modelo obrigatório de *Corporate Governance* em Portugal. Segundo o nº1 do artigo 278º do CSC a administração e a fiscalização da sociedade podem ser estruturadas segundo uma de três modalidades: através de um CA e conselho fiscal, que corresponde ao modelo Latino; através de um CA, compreendendo uma comissão de auditoria e revisor oficial de contas, que condiz com o modelo Anglo-Saxónico; ou ainda através de um CA executivo, conselho geral de supervisão e revisor oficial de contas, que coincide com o modelo Dualista.

Foi publicado pelo Instituto Português de *Corporate Governance* (IPCG) em 2006, um documento intitulado “Livro Branco sobre *Corporate Governance* em Portugal”. Este documento faz o enquadramento do *Corporate Governance* em Portugal. Em 2013 o IPCG aprovou um novo Código, intitulado “Código de Governo das Sociedades”, que posteriormente foi alvo de pequenas alterações em 2014. É objetivo do IPCG que este novo código constitua um instrumento de promoção de boas práticas de *Corporate Governance*, em resposta a uma vasta comunidade de interessados nestas matérias, apresentando não só princípios mas também recomendações.

2.4. Mecanismos de *Corporate Governance*

De acordo com Campbell & Mínguez-Vera (2008) existe uma série de mecanismos através dos quais os interesses do CA, dos acionistas e de outras partes interessadas podem ser alinhados.

Na sua publicação “Livro Branco sobre *Corporate Governance* em Portugal”, o IPCG (2006) indica que o aperfeiçoamento dos mecanismos de *Corporate Governance* está associado aos objetivos gerais de otimização do desempenho das empresas e à proteção dos interesses de todos os envolvidos.

2.4.1. Composição e Diversidade do Conselho de Administração

Van Der Walt & Ingley (2003) afirmam que duas das principais perspetivas teóricas na literatura de *Corporate Governance* estão na base para justificar a diversidade do CA. Elas são a Teoria da Agência e a Teoria da Dependência de Recursos, ambas discutidas anteriormente.

Van Der Walt & Ingley (2003) afirmam que o conceito de diversidade diz respeito à composição do CA e à combinação variada de atributos, características e conhecimentos dos membros em relação ao processo de tomada de decisão. Segundo Arfken *et al.* (2004) a

diversidade é definida como as diferenças na forma literal da palavra, sendo que estas diferenças podem estar associadas com a idade, aparência física, cultura, função e/ou experiência, deficiência, etnia, estilo pessoal, género e religião. Esta diversidade pode trazer uma variedade de benefícios como novos conhecimentos, ideias e opiniões, que podem ajudar na resolução de problemas, num melhor planeamento estratégico e até mesmo num melhor posicionamento da empresa no mercado (Arfken *et al*, 2004).

Existem vários argumentos a favor da diversidade. Tanto Smith *et al* (2006), como Marinova *et al* (2010) argumentam que um CA mais diversificado pode tomar decisões baseadas numa ampla gama de alternativas, em relação a um CA menos diversificado. Smith *et al* (2006) e Campbell & Mínguez-Vera (2008) argumentam também que uma vantagem que um CA mais diversificado tem em relação a um menos diversificado é a capacidade de entendimento do mercado da empresa, aumentando assim, a criatividade e inovação. Outro argumento destes autores é que a diversidade melhora a imagem da empresa, podendo melhorar também o desempenho da mesma. No entanto existem também fundamentos que indicam que a diversidade no CA pode ser uma desvantagem. Smith *et al* (2006) argumentam que se um CA mais diversificado gera mais opiniões e críticas, isso pode atrasar as decisões e diminuir a eficácia, nomeadamente se a empresa opera num ambiente altamente competitivo, onde a rapidez de decisão e eficácia são cruciais. Smith *et al* (2006) argumentam também que, se existe mais diversidade, existem mais conflitos e, mesmo que as decisões tenham mais qualidade, estas podem não compensar os efeitos negativos de um processo mais lento de tomada de decisão.

O CA é constituído por um conjunto de membros, cada um com diferentes funções (Fama & Jensen, 1983b; Hsu & Wu, 2013). Hsu & Wu (2013) concluem que a composição do CA influencia criticamente o sucesso de uma empresa. Kaufman & Englander (2005) afirmam que o

CA deve ser constituído por diversos membros, uma vez que cada um traz recursos importantes para compor um CA que seja capaz de auxiliar a empresa a criar e sustentar uma vantagem competitiva. Campbell & Mínguez-Vera (2008) afirmam que quanto à variedade da composição do CA, esta tem várias dimensões como género, idade, etnia, nacionalidade, formação académica e experiência industrial. Acerca da diversidade do CA, no que respeita a diretores executivos e não executivos, Donaldson (1990) defende que, de forma a existir uma gestão eficaz, a composição do CA deverá privilegiar a presença de diretores não executivos sem qualquer relação com a gestão da empresa. Da mesma opinião são Van Der Walt & Ingley (2003), que sugerem que uma maior proporção de diretores não executivos no CA é capaz de controlar as ações dos gestores, porventura egoístas, minimizando assim os custos de agência. Esta temática não será abordada neste estudo, uma vez que trata, em parte, de empresas não cotadas, onde esta informação não está disponível.

2.4.2. Diversidade de Género no Conselho de Administração

Neste estudo o foco será a diversidade de género, uma vez que é a característica que distingue mais facilmente os membros do CA, quando comparada com idade, nacionalidade, educação ou formação profissional (Lückerath-Rovers, 2011). Dado também à ausência de dados não foi permitido estudar outras características.

Milliken & Martins (1996) afirmam que a diversidade de género no CA facilita a criatividade. Adams & Ferreira (2004) sugerem que a diversidade de género no CA pode ter uma dimensão política, uma vez que as empresas podem se preocupar mais com esta questão quando estão preocupadas com a sua imagem pública, ou porque têm a necessidade de lidar com agências governamentais que preferem a diversidade. No seu estudo, Lückerath-Rovers (2011) conclui que as empresas com mulheres no CA têm uma melhor ligação com as partes interessadas em todos os níveis da empresa, o que também melhora a reputação da empresa. No entanto,

Adams *et al* (2009) sugerem que os trabalhadores tendem a preferir supervisão masculina e que as mulheres líderes são entendidas como sendo menos eficazes do que os homens.

Farrell & Hersch (2005) concluíram que, ao longo da década de 90, a probabilidade de uma empresa adicionar uma mulher para o seu CA num determinado ano é negativamente afetada pelo número de mulheres já existentes no mesmo. Heidrick & Struggles (2014) afirmam que, em 2013, a proporção de mulheres nos conselhos de administração europeus foi, em média, de 17%. O país da Europa que apresentou o maior número de mulheres no CA foi a Noruega com cerca de 39%. Já os países que apresentaram o menor número foram a Polónia e Portugal com uma percentagem de apenas 8%.

Alguns países da Europa introduziram nas suas leis quotas mínimas de mulheres nos conselhos de administração de modo a aumentar a diversidade de género. A introdução de quotas de mulheres em países europeus está descrita na tabela I.

Tabela I: Quotas de Mulheres em Países Europeus

	Quota	Data Prevista	2013
França	40%	2017	25%
Noruega	40%	2008	39%
Espanha	40%	2015	13%
Bélgica	33%	2017	15%
Holanda	30%	2015	19%
Reino Unido	25%	2015	18%
Itália	20%	2013	11%

Fonte: Heidrick & Struggles (2014)

Constata-se que, apesar de, a Noruega ser o país com maior percentagem de mulheres no CA, ainda assim não alcançou em 2013 a quota prevista de 40%. O mesmo acontece com a Itália, que em 2013 apresentou apenas uma percentagem de 11% quando a sua quota era de 20%. Quanto aos outros países, para cumprirem com a quota na data prevista têm que, futuramente, aumentar bastante a sua proporção de mulheres no CA.

Burgess & Tharenou (2002), através da análise de estudos anteriores, resumiram os principais argumentos para explicar a necessidade de mulheres no CA. Estes incluem: aumento da diversidade de opiniões na sala de reuniões, influência na tomada de decisão, melhoria da imagem da empresa, capacidades das mulheres e disponibilidade para cargos de diretoria, insuficiente número de diretores masculinos competentes. Estes autores afirmam que, como as mulheres que ocupam cargos no CA tendem a ser mais jovens que os seus colegas do género masculino, o CA pode beneficiar de novas ideias e estratégias. Adams & Ferreira (2009) argumentam que as mulheres têm um *attendance behavior* diferente dos homens, mais especificamente as mulheres têm tendência para ter menos problemas deste tipo do que os homens. Os mesmos autores ainda argumentam que, para além disso, quanto maior for a proporção de mulheres no CA, melhor será o comportamento dos homens que também pertencem ao CA. Já Fitzsimmons (2012) argumenta que para uma empresa beneficiar da diversidade de género, esta deve desenvolver uma cultura de diversidade, uma vez que as empresas devem primeiro desenvolver um ambiente que seja propício à diversidade de pensamento. Deve também evitar quotas mínimas de mulheres, dado que quando as empresas são obrigadas a colocar mulheres no seu CA, os benefícios são pouco significativos ou até mesmo nulos. Por fim a autora argumenta que a empresa deve também atingir a massa crítica de mulheres pelas razões certas, uma vez que se o CA atingir pelo menos três mulheres há um aumento da probabilidade de que as mulheres se tornem totalmente integradas e que as suas ideias sejam tidas em conta.

2.4.3. Dimensão do Conselho de Administração

Liang & Li (1999), Connelly & Limpaphayom (2004), Guest (2008) e Lin (2011) argumentam que o CA é um dos componentes mais importantes do *Corporate Governance*. É através do CA que se pode reduzir conflitos de agência, monitorar e controlar a gestão (Hsu & Wu, 2013). Campbell & Mínguez-Vera (2008) afirmam que o CA funciona como um mecanismo de *Corporate*

Governance, através da sua nomeação, supervisão e remuneração dos administradores, bem como a determinação da estratégia global da empresa. Para Fama & Jensen (1983b) a principal função do CA é reduzir os custos de agência que resultam da separação entre propriedade e controlo.

Denis (2001) argumenta que um CA de pequena dimensão é mais eficaz, uma vez que os assuntos que lhe compete são discutidos mais facilmente e as decisões são tomadas mais rapidamente. Lin (2011) também argumenta que quando um CA possui poucos membros, estes podem comunicar entre si e chegar a um consenso mais facilmente. Jensen (1993) afirma que, quando um CA se torna maior, é mais difícil para este chegar a um consenso e para a empresa para organizar reuniões de administração. De modo similar, Kiel & Nicholson (2003) argumentam que para um CA de maior dimensão poderá existir mais problemas de agência, simplesmente porque um maior número de pessoas irá participar nas ações de gestão, o que pode gerar mais conflito. Lehn *et al* (2008) corroboram desta opinião e afirmam que a principal desvantagem deste tipo de conselhos de administração são os custos de coordenação. Finalmente para Cheng (2008) os conselhos de administração de maior dimensão tendem a ser associados a desempenhos menores. Em sentido contrário, Pfeffer (1972) e Lehn *et al* (2008) defendem que a principal vantagem de conselhos de administração de grande dimensão é o facto de estes possuírem mais informação coletiva sobre os fatores que afetam o valor das empresas, como mercados de produtos, tecnologia e regulamentação.

A literatura que analisa o número de elementos que idealmente deve pertencer ao CA tem chegado a resultados inconclusivos. Por exemplo, Arfken *et al* (2004) concluíram que a dimensão ideal do CA é de dez diretores (incluindo internos e externos). Por outro lado, no seu estudo com uma amostra de empresas cotadas em *Taiwan*, Lin (2011) depreende que quando o número do CA é de oito ou menos, a eficácia do CA e o desempenho da empresa melhora. Em consonância Jensen (1993) afirma que a dimensão ideal do CA é de oito membros. Este autor

argumenta que quando a dimensão do CA ultrapassa os sete ou oito membros, estes são menos propensos a funcionar de forma eficaz, uma vez que irá interferir com a dinâmica de grupo e inibir o desempenho da empresa. Para este autor os conselhos de administração muito grandes tornam-se menos eficientes no controlo de gestão e portanto enfrentam mais problemas de agência decorrentes da separação entre propriedade e controlo. Heidrick & Struggles (2014) no seu estudo envolvendo empresas de quinze países europeus concluíram que a dimensão média do CA é de doze membros, acima daquilo que Jensen (1993) afirma ser o ideal.

2.5. Avaliação do Desempenho

2.5.1. Diversidade de Género e Desempenho

Vários são os estudos que abordam a relação entre a diversidade de género e o desempenho da empresa, quer seja através do ROA ou através do RCP. Rose (2007), perante uma amostra de empresas dinamarquesas, verifica que não existe relação entre a presença de mulheres e as medidas de desempenho ROA e RCP. Ou seja, conclui que o género não influencia o desempenho da empresa. Haslam *et al* (2010) também concluem que não houve relação entre a presença de mulheres no CA e as medidas de desempenho ROA e RCP. Em contraste, Erhardt *et al* (2003) verificam uma relação positiva entre uma maior diversidade, medida através da presença de mulheres e de minorias no CA, e o ROA. Lückerath-Rovers (2011) conclui, para uma amostra de empresas holandesas, que existe uma relação positiva entre a presença de mulheres no CA e o RCP. Os resultados anteriores indicam que a presença de mulheres no CA é benéfica para o desempenho das empresas, portanto foram propostas as seguintes hipóteses:

H1a: Existe uma relação positiva entre a presença de mulheres no CA e o ROA.

H1b: Existe uma relação positiva entre a presença de mulheres no CA e o RCP.

No que toca à relação entre a proporção de mulheres no CA e o desempenho das empresas, existem também diversos pareceres. Shrader *et al* (1997) não encontraram nenhuma relação entre a proporção de mulheres no CA e o desempenho da empresa medida através do ROA e RCP, quando analisaram as 200 maiores empresas norte-americanas. Estes autores argumentam que, antes da proporção de mulheres exercer uma influência positiva no desempenho, poderá ser necessário a empresa atingir um número crítico de mulheres no CA. No mesmo sentido, O'Reilly & Main (2012) não encontraram nenhuma evidência de que um maior número de mulheres no CA melhora o desempenho da empresa. Já Erhardt *et al* (2003) verificam uma relação positiva entre a proporção de mulheres nos CA das grandes empresas norte-americanas e o ROA. Joecks *et al* (2013) verificam que existe uma relação positiva entre a proporção de mulheres no CA e o RCP, mas apenas quando essa proporção atinge, no mínimo, os 30%. Face ao exposto foram propostas as seguintes hipóteses:

H2a: Existe uma relação positiva entre a proporção de mulheres no CA e o ROA.

H2b: Existe uma relação positiva entre a proporção de mulheres no CA e o RCP.

2.5.2. Dimensão do Conselho de Administração e Desempenho

Relativamente à relação entre a dimensão do CA e o desempenho também existe diversidade de juízos. Por exemplo Connelly & Limpaphayom (2004) afirmam que a dimensão do CA não tem qualquer relação com o desempenho da empresa, medida inclusive através do ROA e RCP. Por outro lado, Yermack (1996), Eisenberg *et al* (1998), Mak & Kusnadi (2005) e Cheng (2008) relatam que a dimensão do CA está negativamente relacionada com o ROA, enquanto Lin (2011) afirma que a dimensão do CA influencia negativamente o ROA e o RCP. O'Connell & Cramer (2010) também concluem analogamente para a sua amostra de empresas irlandesas. Portanto a dimensão do CA não é benéfica para o desempenho das empresas, o que sugere que terá uma influência negativa sobre a mesma. Logo foram propostas as seguintes hipóteses:

H3a: Existe uma relação negativa entre a dimensão do CA e o ROA.

H3b: Existe uma relação negativa entre a dimensão do CA e o RCP.

Já Kiel & Nicholson (2003) concluem que depois de controlar a dimensão da empresa, a dimensão do CA é positivamente correlacionada com o valor da empresa. Também Dalton *et al* (1999), através de uma meta-análise baseada em estudos anteriores nos Estados Unidos, apontam para uma relação positiva entre a dimensão do CA e o desempenho da empresa.

Segundo Rhode & Packel (2010) esta variedade de resultados pode refletir diferentes países, períodos temporais, ambientes económicos, tipos de empresas, e as medidas de diversidade e de desempenho selecionadas.

3. Dados e Metodologia

A amostra referente a este estudo é constituída por sociedades anónimas, para o ano de 2010. A amostra é composta por 15.980 empresas. Os dados foram disponibilizados pela Informa D&B e retirados da IES (Informação Empresarial Simplificada).

3.1. Definições das Variáveis

Este estudo tem como propósito analisar a relação entre a presença, a proporção de mulheres no CA e a dimensão do CA, ou seja, as características do CA e o desempenho das empresas, medido através do ROA e do RCP. Foram incluídas também três variáveis de controlo, sendo elas a antiguidade, o número de trabalhadores (*proxy* para a dimensão da empresa) e a Classificação das Atividades Económicas (CAE) de cada empresa.

3.1.1. Variáveis Dependentes

Rendibilidade do Ativo (ROA)

O ROA indica-nos a rendibilidade dos ativos totais de uma empresa. Por outras palavras, informa-nos quanto à capacidade dos ativos da empresa gerarem resultados. Portanto, quando maior o ROA, melhor será o desempenho da empresa.

O rácio é dado pela seguinte expressão:

$$ROA = \frac{\text{Resultado Líquido } N}{\text{Ativo Total } N} * 100$$

Este rácio é usado habitualmente na literatura como medida de desempenho, tendo sido usada por diversos autores tais como Daily & Dalton (1993), Erhardt *et al* (2003), Kiel & Nicholson (2003), Cheng (2008), Adams & Ferreira (2009) e Haslam *et al* (2010).

Rendibilidade do Capital Próprio (RCP)

O RCP é um indicador de rendibilidade que tem como objetivo avaliar de que forma os acionistas são remunerados no que concerne ao capital por eles investido. Portanto, quando maior o RCP, melhor será o desempenho da empresa.

Este rácio é calculado pela seguinte expressão:

$$RCP = \frac{\text{Resultado Líquido } N}{\text{Capital Próprio } N} * 100$$

A utilização do RCP como indicador de desempenho foi efetuada em conformidade com os estudos de Shrader *et al* (1997), Haslam *et al* (2010) e Joecks *et al* (2013), que utilizaram este rácio para avaliar a relação entre as mulheres no CA e o desempenho da empresa.

3.1.2. Variáveis Independentes

Presença de Mulheres no Conselho de Administração (PRMCA)

A presença de mulheres no CA é apresentada sob a forma de uma *variável dummy*, que apresenta o valor de 1 caso existam mulheres no CA e o valor de 0 caso contrário.

Esta variável foi utilizada em consonância com os estudos de Rose (2007), Haslam *et al* (2010) e Lückerath-Rovers (2011) para abordar a relação entre a presença de mulheres e o desempenho da empresa.

Proporção de Mulheres no Conselho de Administração (PMCA)

Esta variável é resultado do seguinte rácio:

$$PMCA = \frac{\text{Total de Mulheres do CA}}{\text{Total de Membros do CA}}$$

Rose (2007) e Campbell & Mínguez-Vera (2008) utilizaram este rácio nos seus estudos.

Dimensão do Conselho de Administração (DIMCA)

Esta variável corresponde ao total de membros do CA, como utilizado por Yermack (1996), Eisenberg *et al* (1998) e Mak & Kusnadi (2005).

3.1.3. Variáveis de Controlo

Antiguidade (ANT)

Esta variável corresponde ao número de anos que a empresa está em atividade, conforme utilizado por Mak & Kusnadi (2005), Voordeckers *et al* (2007) e Ahn & Shrestha (2013).

Número de Trabalhadores (NT)

Esta variável pretende avaliar a dimensão da empresa, sendo definida como o logaritmo natural do número total de trabalhadores de cada empresa, à semelhança do utilizado por Haslam *et al* (2010).

Nível de CAE (NCAE)

Esta variável indica a CAE de cada empresa. Segundo o Instituto Nacional de Estatística (INE) (2007) o sistema de codificação adotado na CAE-Rev.3 pode dividir-se em duas partes: uma alfabética com um nível (Secção) e outra numérica com quatro níveis (Divisão, Grupo, Classe e Subclasse). Portanto, para este estudo será tido em conta o primeiro nível da CAE, a secção.

As empresas da amostra estão repartidas pelas seguintes secções:

Tabela II: Designação das Secções da CAE

NCAE	Designação	OBS	%
A	Agricultura, Produção Animal, Caça, Floresta e Pesca	529	3,31%
B	Indústrias Extrativas	102	0,64%
C	Indústrias Transformadoras	2367	14,81%
D	Electricidade, Gás, Vapor, Água Quente e Fria e Ar Frio	245	1,53%
E	Captação, Tratamento e Distribuição de Água; Saneamento Gestão de Resíduos e Despoluição	202	1,26%
F	Construção	1707	10,68%
G	Comércio por Grosso e a Retalho; Reparação de Veículos Automóveis e Motociclos	2.213	13,85%
H	Transportes e Armazenagem	460	2,88%
I	Alojamento, Restauração e Similares	685	4,29%
J	Atividades de Informação e de Comunicação	510	3,19%
K	Atividades Financeiras e de Seguros	2022	12,65%
L	Atividades Imobiliárias	2799	17,52%
M	Atividades de Consultoria, Científicas, Técnicas e Similares	1073	6,71%
N	Atividades Administrativas e dos Serviços de Apoio	443	2,77%
O	Administração Pública e Defesa; Segurança Social Obrigatória	9	0,06%
P	Educação	85	0,53%
Q	Atividades de Saúde Humana e Apoio Social	354	2,22%
R	Atividades Artísticas, de Espetáculos, Desportivas e Recreativas	141	0,88%
S	Outras Atividades de Serviços	34	0,21%
		15.980	100%

Duffhues & Kabir (2008) no seu estudo também analisaram a sua amostra tendo em conta os diferentes setores.

A tabela III resume as variáveis em análise.

Tabela III: Resumo das Variáveis em Análise

Tipo de Variáveis	Definição	Abreviatura	Fonte
Dependentes	Rendibilidade do Ativo	ROA	Daily & Dalton (1993), Erhardt <i>et al</i> (2003), Kiel & Nicholson (2003), Cheng (2008), Adams & Ferreira (2009) e Haslam <i>et al</i> (2010)
	Rendibilidade do Capital Próprio	RCP	Shrader <i>et al</i> (1997), Haslam <i>et al</i> (2010) e Joecks <i>et al</i> (2013)
Independentes	Presença de Mulheres no CA	PRMCA	Rose (2007), Haslam <i>et al</i> (2010) e Lückerath-Rovers (2011)
	Proporção de Mulheres no CA	PMCA	Rose (2007) e Campbell & Mínguez-Vera (2008)
	Dimensão do CA	DIMCA	Yermack (1996), Eisenberg <i>et al</i> (1998) e Mak & Kusnadi (2005).
Controlo	Antiguidade	ANT	Mak & Kusnadi (2005), Voordeckers <i>et al</i> (2007) e Ahn & Shrestha (2013)
	Logaritmo Natural do Número de Trabalhadores	NT	Haslam <i>et al</i> (2010)
	Nível de CAE	NCAE	Duffhues & Kabir (2008)

3.2. Metodologia e Modelo

Este estudo foi realizado com base na metodologia de regressão linear múltipla, utilizando o programa estatístico StataSE 12. O modelo será estimado tendo em conta o método *Ordinary Least Squares* (OLS), ou seja, o método dos mínimos quadrados ordinários. Este método consiste em minimizar a soma dos quadrados dos resíduos.

O modelo consiste nas seguintes equações:

$$ROA_{it} = \alpha + \beta_1 PRMCA_{it} + \beta_2 DIMCA_{it} + \beta_3 ANT_{it} + \beta_4 NT_{it} + \epsilon_{it} \quad (1a)$$

$$ROA_{it} = \alpha + \beta_1 PRMCA_{it} + \beta_2 DIMCA_{it} + \beta_3 ANT_{it} + \beta_4 NT_{it} + \beta_5 NCAE_{it} + \epsilon_{it} \quad (1b)$$

$$ROA_{it} = \alpha + \beta_1 PMCA_{it} + \beta_2 DIMCA_{it} + \beta_3 ANT_{it} + \beta_4 NT_{it} + \epsilon_{it} \quad (1c)$$

$$ROA_{it} = \alpha + \beta_1 PMCA_{it} + \beta_2 DIMCA_{it} + \beta_3 ANT_{it} + \beta_4 NT_{it} + \beta_5 NCAE_{it} + \epsilon_{it} \quad (1d)$$

$$RCP_{it} = \alpha + \beta_1 PRMCA_{it} + \beta_2 DIMCA_{it} + \beta_3 ANT_{it} + \beta_4 NT_{it} + \epsilon_{it} \quad (2a)$$

$$RCP_{it} = \alpha + \beta_1 PRMCA_{it} + \beta_2 DIMCA_{it} + \beta_3 ANT_{it} + \beta_4 NT_{it} + \beta_5 NCAE_{it} + \epsilon_{it} \quad (2b)$$

$$RCP_{it} = \alpha + \beta_1 PMCA_{it} + \beta_2 DIMCA_{it} + \beta_3 ANT_{it} + \beta_4 NT_{it} + \epsilon_{it} \quad (2c)$$

$$RCP_{it} = \alpha + \beta_1 PMCA_{it} + \beta_2 DIMCA_{it} + \beta_3 ANT_{it} + \beta_4 NT_{it} + \beta_5 NCAE_{it} + \epsilon_{it} \quad (2d)$$

O índice i corresponde à empresa ($i=1,\dots,15980$) e o índice t diz respeito ao ano considerado ($t=2010$).

Existe dois tipos de modelos de referência, um para a variável dependente ROA e outro para a variável dependente RCP. Cada modelo é subdividido em quatro: numa primeira alternativa apresenta a variável independente PRMCA; numa segunda alternativa, para a variável independente PRMCA é introduzida uma nova variável de controlo, o NCAE; numa terceira apresenta a variável independente PMCA; e finalmente numa quarta alternativa para a variável independente PMCA é também introduzida uma nova variável de controlo, o NCAE. As variáveis independentes PRMCA e PMCA foram estimadas separadamente de modo a evitar problemas de multicolinearidade, uma vez que estas variáveis apresentam alta correlação entre elas. A variável independente DIMCA e as de controlo ANT e NT estão presentes em todas as alternativas de ambos os modelos.

No que diz respeito aos parâmetros, α é uma constante, os β correspondem aos coeficientes associados às variáveis independentes que o modelo irá estimar e ε é o erro do modelo.

Todas as estimações foram realizadas na opção *robust* do StataSE 12 para que, segundo a perspectiva de Wooldridge (2006), todos os erros-padrão sejam calculados admitindo a presença de heterocedasticidade, de maneira a que a inferência estatística seja válida. Este autor refere ainda que na presença de heterocedasticidade os habituais erros-padrão e testes estatísticos calculados em OLS não são válidos.

De acordo com a revisão de literatura efetuada, espera-se que os coeficientes estimados apresentem os sinais que estão referenciados na tabela IV:

Tabela IV: Sinais Esperados para as Variáveis Independentes

Variáveis Independentes	Símbolo	Equações							
		(1a)	(1b)	(1c)	(1d)	(2a)	(2b)	(2c)	(2d)
Presença de Mulheres no CA	PRMCA	+	+	+	+	+	+	+	+
Proporção de Mulheres no CA	PMCA	+	+	+	+	+	+	+	+
Dimensão do CA	DIMCA	-	-	-	-	-	-	-	-

4. Análise de Resultados

4.1. Estatística Descritiva das Variáveis

A análise das estatísticas descritivas encontra-se na tabela V. Relativamente às variáveis dependentes constata-se que as médias tanto para o ROA como para o RCP são negativas. Quanto às variáveis independentes, verifica-se que existem empresas que não possuem mulheres no seu CA, uma vez que o mínimo da variável PRMCA é nulo. Relativamente à proporção de mulheres no CA, em média, esta atinge os 20% do total de membros, no entanto, observando o máximo, conclui-se que existem empresas em que o seu CA é constituído apenas por mulheres. Quanto à dimensão do CA, em média, é constituído por cerca de 3 elementos. No que toca às variáveis de controlo, as empresas em análise têm, em média, cerca de 17 anos de atividade.

Tabela V: Estatística Descritiva das Variáveis

	ROA	RCP	PRMCA	PMCA	DIMCA	ANT	NT
Média	-1,176	-0,123	0,463	0,202	3,125	16,865	2,678
Mínimo	-12.421,44	-1866,667	0	0	1	0	0
Máximo	337,762	425,182	1	1	24	143	10,032
Desvio Padrão	102,779	18,194	0,499	0,255	1,387	16,661	1,733
Observações	15.980	15.973	15.980	15.980	15.980	15.979	11.574

Notas: ROA= Resultado Líquido/Ativo; RCP= Resultado Líquido/Capital Próprio; PRMCA= variável *dummy*, que indica se existe ou não mulheres no CA; PMCA= Proporção de Mulheres no CA; DIMCA= Dimensão do CA; ANT= Antiguidade; NT= logaritmo natural do Número de Trabalhadores.

Relativamente às estatísticas descritivas por nível de CAE, apresentadas na tabela VI, constata-se que é na Educação (NCAE P) que existe uma maior percentagem de empresas que contam com presença de mulheres, ou seja, cerca de 64.7%, seguido de Outras Atividades de Serviços (NCAE S) com uma percentagem de 61.8% de empresas que detêm mulheres no CA. Por outro lado, as empresas que contam com menor percentagem de presença de mulheres são as que pertencem ao NCAE D - Eletricidade, Gás, Vapor, Água Quente e Fria e Ar Frio, uma vez que apenas 24.5% destas empresas possuem mulheres no CA, seguido do NCAE E - Captação, Tratamento e Distribuição de Água, com uma percentagem de 28.7% das empresas.

Quanto à PMCA, as empresas que contém mais mulheres no CA são as de Educação (NCAE P), com cerca de 28.5% de mulheres no seu CA, seguido das empresas de Atividades Imobiliárias (NCAE L) com 26.2% de mulheres no CA. As empresas que apresentam menos mulheres no seu CA são as de Captação, Tratamento e Distribuição de Água (NCAE E) com apenas 11.2% de mulheres no CA, seguido das empresas de Atividades de Informação e de Comunicação (NCAE J) com 11.7% de mulheres no CA.

Tabela VI: Estatísticas Descritivas por Nível de CAE

NCAE	PRMCA	PMCA	Observações
A	0,529	0,244	529
B	0,392	0,160	102
C	0,442	0,189	2367
D	0,245	0,095	245
E	0,287	0,112	202
F	0,441	0,199	1707
G	0,480	0,213	2213
H	0,352	0,136	460
I	0,508	0,222	685
J	0,318	0,117	510
K	0,463	0,187	2022
L	0,554	0,262	2799
M	0,419	0,175	1073
N	0,370	0,162	443
O	0,444	0,189	9
P	0,647	0,285	85
Q	0,551	0,237	354
R	0,362	0,140	141
S	0,618	0,248	34

Notas: A= Agricultura, Produção Animal, Caça, Floresta e Pesca; B= Indústrias Extrativas; C= Indústrias Transformadoras; D= Eletricidade, Gás, Vapor, Água Quente e Fria e Ar Frio; E= Captação, Tratamento e Distribuição de Água; Saneamento Gestão de Resíduos e Despoluição; F= Construção, G= Comércio por Grosso e a Retalho; Reparação de Veículos Automóveis e Motociclos; H= Transportes e Armazenagem; I= Alojamento, Restauração e Similares; J= Atividades de Informação e de Comunicação; K= Atividades Financeiras e de Seguros; L= Atividades Imobiliárias; M= Atividades de Consultoria, Científicas, Técnicas e Similares; N= Atividades Administrativas e dos Serviços de Apoio; O= Administração Pública e Defesa; Segurança Social Obrigatória; P= Educação; Q= Atividades de Saúde Humana e Apoio Social; R= Atividades Artísticas, de Espetáculos, Desportivas e Recreativas; S= Outras Atividades de Serviços.

4.2. Matriz de Correlação das Variáveis

Os coeficientes de correlação de *Pearson* são apresentados na tabela VII:

Tabela VII: Matriz de Correlação das Variáveis

	ROA	RCP	PRMCA	PMCA	DIMCA	ANT	NT	NCAE
ROA	1							
RCP	-0,0003	1						
PRMCA	-0,0075	-0,0017	1					
PMCA	-0,0027	0,0038	0,8541***	1				
DIMCA	0,0005	0,0006	0,1132***	-0,064***	1			
ANT	-0,0098	0,0044	0,0622***	0,0453***	0,0709***	1		
NT	0,044***	-0,015	-0,067***	-0,109***	0,149***	0,273***	1	
NCAE	0,0009	-0,008	0,036***	0,031***	0,0265***	-0,221***	-0,2809***	1

N=15.980; *, ** e ***, indicam, respetivamente, a significância estatística de 10%, 5% e 1%.

A análise da tabela VII permite concluir que não se verifica uma correlação significativa entre o ROA e o RCP. Relativamente à correlação entre as variáveis dependentes e independentes, a única estatisticamente significativa é entre o ROA e o NT, que é positiva ao nível de 1%. Para além do ROA, a variável NT é positivamente correlacionada e estatisticamente significativa com a DIMCA e a ANT, negativamente correlacionada e estatisticamente significativa com a PRMCA, PMCA e NCAE, e negativamente correlacionada mas sem significância estatística com o RCP. Quanto à correlação das variáveis independentes entre si, todas apresentam uma correlação estatisticamente significativa ao nível de 1%, sendo que entre a PRMCA e a PMCA e entre PRMCA e DIMCA é positiva, e entre a PMCA e a DIMCA é negativa.

4.3. Análise de Médias Entre Empresas Com e Sem Mulheres: Resultados dos Testes t

Previamente à estimação dos modelos de regressão linear foram elaborados alguns testes t. Uma vez que para a realização correta dos testes t é necessário perceber se existe igualdade ou não de variâncias, foi primeiramente realizado o teste f para igualdade de variâncias. Este teste permite avaliar se sob a hipótese nula (H_0) as variâncias dos dois grupos, ou seja das empresas com e sem mulheres no CA, são iguais. Caso não aconteça, a hipótese alternativa (H_1) remete-nos para a conclusão de que são diferentes.

Pela análise da tabela VIII, pode-se concluir que para as variáveis ROA, RCP e DIMCA se rejeita a hipótese nula, ou seja, aceita-se a hipótese que as variâncias das empresas com e sem mulheres são diferentes. Já para as variáveis ANT e NT aceita-se hipótese nula de igualdade de variâncias.

Tabela VIII: Teste f para Igualdade de Variâncias

	Desvio Padrão 0	Desvio Padrão 1	Valor f	Sig
ROA	36,129	145,939	0,0613	0,000
RCP	10,923	24,008	0,207	0,000
DIMCA	1,35	1,41	0,916	0,000
ANT	16,582	16,684	0,988	0,292
NT	1,735	1,722	1,015	0,287

Notas: ROA= Resultado Líquido/Ativo; RCP= Resultado Líquido/Capital Próprio; DIMCA= Dimensão do CA; ANT= Antiguidade; NT= logaritmo natural do Número de Trabalhadores.

Desvio Padrão 0 = Desvio Padrão do grupo de empresas que não possuem Mulheres no seu CA; Desvio Padrão 1 = Desvio Padrão do grupo de empresas que possuem Mulheres no seu CA; Valor f= f observado; Sig = Significância.

Perante estas conclusões acerca da igualdade de variâncias, os testes t para as variáveis ROA, RCP e DIMCA foram realizados considerando as variâncias diferentes, ou seja utilizando-se a opção *unequal* do StataSE 12. Já para as variáveis ANT e NT, o teste t foi realizado considerando as variâncias iguais. Este teste permite avaliar se sob a hipótese nula (H0) as médias dos dois grupos, ou seja das empresas com e sem mulheres no CA, são iguais. Caso não aconteça, a hipótese alternativa (H1) remete-nos para a conclusão de que são diferentes.

Considerando a tabela IX, várias conclusões podem ser retiradas desta. Em primeiro lugar, para as variáveis ROA e RCP não se pode rejeitar a hipótese nula. Ou seja, aceita-se a hipótese de igualdade das médias em ambos os grupos, o que significa que não existem diferenças significativas nos valores do ROA e do RCP nas empresas com e sem mulheres no CA. Em segundo lugar, para a variável DIMCA a hipótese nula é rejeitada, o que significa que as empresas que possuem mulheres no seu CA têm, em média, mais elementos no seu CA quando comparadas com as empresas que não possuem mulheres no seu CA. Esta conclusão é consistente com as de Farrell & Hersch (2005) e Joecks *et al* (2013). Em terceiro lugar, relativamente à variável ANT, a hipótese nula também é rejeitada, o que indica que as empresas que possuem mulheres no seu CA são, em média, mais antigas que as empresas que não possuem mulheres no seu CA. Por fim, quanto à variável NT, mais uma vez a hipótese nula

também é rejeitada, o que aponta que as empresas que possuem mulheres no seu CA têm, em média, um menor número de trabalhadores face às empresas que não possuem mulheres no seu CA.

Tabela IX: Teste t para Igualdade de Médias

	Média 0	Média 1	Valor t	Sig
ROA	-0,459	-2,007	0,89	0,187
RCP	-0,094	-0,156	0,204	0,419
DIMCA	2,979	3,294	-14,351	0,000
ANT	15,903	17,982	-7,881	0,000
NT	2,786	2,557	7,114	0,000

Notas: ROA= Resultado Líquido/Ativo; RCP= Resultado Líquido/Capital Próprio; DIMCA= Dimensão do CA; ANT= Antiguidade; NT= logaritmo natural do Número de Trabalhadores.

Média 0 = Média do grupo de empresas que não possuem Mulheres no seu CA; Média 1 = Média do grupo de empresas que possuem Mulheres no seu CA; Valor t= t observado; Sig = Significância.

4.4. Resultados dos Modelos de Regressão Linear: ROA

A tabela X apresenta os resultados do modelo de referência para a variável dependente ROA. As equações (1a) e (1b) foram realizadas com a variável independente da presença de mulheres no CA, sendo que a (1a) não integra o nível de CAE a que pertencem as empresas e a (1b) integra essa variável de controlo. As equações (1c) e (1d) foram realizadas com a variável independente da proporção de mulheres no CA, sendo que a (1c) não integra o nível de CAE a que pertencem as empresas e a (1d) integra essa variável de controlo.

Tabela X: Resultados dos Modelos de Regressão Linear – Variável Dependente ROA

	ROA			ROA	
	(1a)	(1b)		(1c)	(1d)
Constante	-0,14*** (0,031)	-0,122*** (0,025)	Constante	-0,141*** (0,033)	-0,123 (0,0264)
PRMCA	0,042** (0,017)	0,042** (0,018)	PMCA	0,065** (0,03)	0,063** (0,032)
DIMCA	0,004 (0,003)	0,005 (0,004)	DIMCA	0,006** (0,003)	0,007* (0,004)
ANT	0,001*** (0,0004)	0,001*** (0,0003)	ANT	0,001*** (0,004)	0,001*** (0,0003)
NT	0,02*** (0,005)	0,025*** (0,008)	NT	0,02*** (0,005)	0,025*** (0,008)
NCAE	Não	Sim	NCAE	Não	Sim
F	7,17	5,41	F	7,55	5,48
R ²	0,0032	0,0056	R ²	0,003	0,0054
N	11.573	11.573	N	11.573	11.573

Notas: ROA= Resultado Líquido/Ativo; PRMCA= variável *dummy*, que indica se existe ou não mulheres no CA; PMCA= Proporção de Mulheres no CA; DIMCA= Dimensão do CA; ANT= Antiguidade; NT= logaritmo natural do Número de Trabalhadores; NCAE= Nível de CAE (indica se esta variável de controlo está presente ou não na regressão).

Valores entre parêntesis correspondem ao desvio padrão.

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

Considerando a variável dependente ROA, podemos concluir que existem variáveis independentes capazes de explicar o modelo, em qualquer uma das equações. Na equação (1a), que corresponde ao modelo de referência com a variável independente PRMCA, à exceção da variável DIMCA, todas as outras são estatisticamente significativas para o ROA de uma empresa. Quanto à variável PRMCA, esta está de acordo com o esperado, pois apresenta uma relação positiva e estatisticamente significativa ao nível de 5% com o ROA. Lückerath-Rovers (2011) também chegou à mesma conclusão com o seu estudo para uma amostra de empresas holandesas. Relativamente à variável DIMCA, esta apresenta um sinal contrário ao esperado, uma vez que apresenta uma relação positiva com o ROA apesar de não ser relevante estatisticamente. No que diz respeito às hipóteses conclui-se primeiramente que a H1a irá ser validada pois a variável PRMCA está positivamente relacionada com o ROA e é estatisticamente significativa. Isto significa que a presença de mulheres no CA das empresas influencia

positivamente o desempenho das mesmas ao nível do ROA. A hipótese H3a irá ser rejeitada uma vez que variável DIMCA apresenta coeficiente sem significância estatística.

Na equação (1b), que corresponde ao modelo com a variável independente PRMCA com a introdução da variável de controlo NCAE, não se verifica nenhuma alteração face ao modelo de referência, apenas uma ligeira melhoria no R^2 do modelo.

Na equação (1c), que corresponde ao modelo de referência, mas desta vez com a variável independente PMCA, todas as variáveis do modelo são estatisticamente significativas para o ROA de uma empresa. A variável PMCA, tal como o esperado, apresenta uma relação positiva e estatisticamente significativa ao nível de 5% com o ROA. Também Erhardt *et al* (2003) verificaram uma relação positiva entre a proporção de mulheres no CA e o ROA. Novamente a variável DIMCA apresenta um coeficiente com sinal contrário ao esperado, uma vez que apresenta uma relação positiva e estatisticamente significativa ao nível de 5% com o ROA. Quanto às hipóteses conclui-se primeiramente que a H2a irá ser validada pois a variável PMCA está positivamente relacionada com o ROA e é estatisticamente significativa. Isto significa que a proporção de mulheres no CA das empresas influencia positivamente o desempenho das mesmas ao nível do ROA. Acerca da H3a, esta irá ser rejeitada uma vez que a variável DIMCA apresenta um coeficiente com o sinal contrário ao esperado e com significância estatística.

Na equação (1d), que corresponde ao modelo com a variável independente PMCA com a introdução da variável de controlo NCAE, não se verifica nenhuma alteração face ao modelo de referência, apenas uma ligeira melhoria no R^2 do modelo.

4.5. Resultados dos Modelos de Regressão Linear: RCP

A tabela XI apresenta os resultados do modelo de referência para a variável dependente RCP. As equações (2a) e (2b) foram realizadas com a variável independente da presença de mulheres no CA, sendo que a (2a) não integra o nível de CAE a que pertencem as empresas e a (2b) integra essa variável de controlo. As equações (2c) e (2d) foram realizadas com a variável independente da proporção de mulheres no CA, sendo que a (2c) não integra o nível de CAE a que pertencem as empresas e a (2d) integra essa variável de controlo.

Tabela XI: Resultados dos Modelos de Regressão Linear – Variável Dependente RCP

	RCP		RCP	
	(2a)	(2b)	(2c)	(2d)
Constante	0,053 (0,444)	0,262 (0,409)	-0,02 (0,437)	0,18 (0,385)
PRMCA	-0,355 (0,499)	-0,39 (0,538)	-0,197 (0,626)	-0,259 (0,654)
DIMCA	0,063 (0,068)	0,059 (0,092)	0,048 (0,043)	0,04 (0,065)
ANT	0,017 (0,015)	0,014 (0,011)	0,017 (0,015)	0,014 (0,011)
NT	-0,237 (0,268)	-0,256 (0,307)	-0,231 (0,264)	-0,251 (0,304)
NCAE	Não	Sim	Não	Sim
F	0,5	1,11	0,88	1,13
R ²	0,0005	0,0025	0,0004	0,0024
N	11.573	11.573	11.573	11.573

Notas: RCP= Resultado Líquido/Capital Próprio; PRMCA= variável *dummy*, que indica se existe ou não mulheres no CA; PMCA= Proporção de Mulheres no CA; DIMCA= Dimensão do CA; ANT= Antiguidade; NT= logaritmo natural do Número de Trabalhadores; NCAE= Nível de CAE (indica se esta variável de controlo está presente ou não na regressão). Valores entre parêntesis correspondem ao desvio padrão.

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

Relativamente à variável dependente RCP, podemos concluir primeiramente que nenhum modelo na sua globalidade é relevante para o explicar. Na equação (2a), que corresponde ao modelo de referência com a variável independente PRMCA, a variável PRMCA apresenta um sinal contrário ao esperado, uma vez que apresenta uma relação negativa com o RCP apesar de não ser relevante estatisticamente. Relativamente à variável DIMCA, esta também apresenta um

sinal contrário ao esperado, uma vez que apresenta uma relação positiva com o RCP apesar de, também não ser relevante estatisticamente. No que diz respeito às hipóteses conclui-se que acerca da H1b e a H3b, estas irão ser rejeitadas uma vez que as variáveis PRMCA e DIMCA apresentam coeficientes sem significância estatística.

Na equação (2b), que corresponde ao modelo com a variável independente PRMCA com a introdução da variável de controlo NCAE, não se verifica nenhuma alteração face ao modelo de referência, apenas uma ligeira melhoria no R^2 do modelo.

Na equação (2c), que corresponde ao modelo de referência, mas desta vez com a variável independente PMCA, a variável PMCA apresenta um sinal contrário ao esperado, uma vez que apresenta uma relação negativa com o RCP apesar de não ser relevante estatisticamente. O mesmo acontece com a variável DIMCA, que apresenta um coeficiente com sinal contrário ao esperado, uma vez que apresenta uma relação positiva com o RCP apesar de não ser estatisticamente relevante. Quanto às hipóteses conclui-se que relativamente à H2b e à H3b, estas irão ser rejeitadas uma vez que as variáveis PMCA e DIMCA apresentam coeficientes sem significância estatística.

Na equação (2d), que corresponde ao modelo com a variável independente PMCA com a introdução da variável de controlo NCAE, não se verifica nenhuma alteração face ao modelo de referência, apenas uma ligeira melhoria no R^2 do modelo.

A tabela XII resume os resultados das hipóteses estudadas anteriormente.

Tabela XII: Resultados das Hipóteses de Estudo

Hipótese	Definição	Resultado	Equações
H1a	Existe uma relação positiva entre a presença de mulheres no CA e o ROA	Aceite	(1a) e (1b)
H1b	Existe uma relação positiva entre a presença de mulheres no CA e o RCP	Rejeitada *	(2a) e (2b)
H2a	Existe uma relação positiva entre a proporção de mulheres no CA e o ROA	Aceite	(1c) e (1d)
H2b	Existe uma relação positiva entre a proporção de mulheres no CA e o RCP	Rejeitada *	(2c) e (2d)
H3a	Existe uma relação negativa entre a dimensão do CA e o ROA	Rejeitada *	(1a) e (1b)
		Rejeitada**	(1c) e (1d)
H3b	Existe uma relação negativa entre a dimensão do CA e o RCP	Rejeitada *	(2a), (2b), (2c) e (2d)

Notas: *As hipóteses foram rejeitadas uma vez que as variáveis apresentam coeficientes sem significância estatística; ** As hipóteses foram rejeitadas uma vez que as variáveis apresentam coeficientes com significância estatística, mas de sinal contrário ao esperado.

Equação (1a) = equação para a variável dependente ROA que integra a variável independente PRMCA; Equação (1b) = equação para a variável dependente ROA que integra a variável independente PRMCA e a variável de controlo NCAE; Equação (1c) = equação para a variável dependente ROA que integra a variável independente PMCA; Equação (1d) = equação para a variável dependente ROA que integra a variável independente PMCA e a variável de controlo NCAE; Equação (2a) = equação para a variável dependente RCP que integra a variável independente PRMCA; Equação (2b) = equação para a variável dependente RCP que integra a variável independente PRMCA e a variável de controlo NCAE; Equação (2c) = equação para a variável dependente RCP que integra a variável independente PMCA; Equação (2d) = equação para a variável dependente RCP que integra a variável independente PMCA e a variável de controlo NCAE;

A variável independente DIMCA e as de controlo ANT e NT estão presentes em todas as alternativas.

5. Conclusões, Contributos, Limitações do Estudo e Investigação Futura

5.1. Considerações Finais e Contributos

Este estudo teve como objetivo analisar a relação entre as características do CA e o desempenho das empresas. Para isso foram definidos dois modelos de referência, um para cada variável dependente, com quatro alternativas cada um. Quanto ao indicador de desempenho ROA este apresentou diversas variáveis estatisticamente significativas. A variável PRMCA mostrou estar, tal como o esperado, positivamente relacionada com o ROA e é estatisticamente relevante, o que leva a concluir que a presença de mulheres no CA aumenta o desempenho das empresas em análise. Mais uma vez e também, tal como o esperado, a variável PMCA mostrou estar positivamente relacionada com o ROA e revelou-se estatisticamente significativa. Leva a

concluir portanto, para a amostra em análise, que quanto maior é a proporção de mulheres no CA melhor é o desempenho das empresas, tal como também concluíram Erhardt *et al* (2003). No que diz respeito à dimensão do CA, esta variável destaca-se pelo facto de não se ter chegado à conclusão esperada, pois apesar de em dois modelos ser estatisticamente significativa, o coeficiente estimado apresentou sempre um sinal contrário ao esperado. No entanto face ao ROA uma vez que o coeficiente da variável DIMCA é positivo e estatisticamente significativo, conclui-se que, para a amostra em análise, quanto maior é a dimensão do CA melhor é o desempenho das empresas. Já em relação ao RCP, todos os modelos estimados mostraram não ser relevantes para explicar o mesmo devido à falta de significância estatística. Logo este indicador de desempenho não foi de encontro ao esperado.

Posto isto, conclui-se que a diversidade de género potencia o aumento do desempenho das empresas estudadas, o que se torna consistente com as conclusões de Erhardt *et al* (2003) e Lückcrath-Rovers (2011) e que, ao contrário da literatura analisada, CA de maior dimensão atingem desempenhos maiores.

5.2. Limitações do Estudo

No que toca a limitações do estudo, algumas depreendem-se com a amostra. Comparando com outros estudos que foram realizados para um intervalo de tempo, este estudo foi realizado apenas para o ano de 2010 e portanto não foram utilizados dados em painel (ou seja, combinando observações seccionais e temporais), que segundo Campbell & Mínguez-Vera (2008) é mais poderoso no controlo para heterogeneidade não observável. Seria interessante perceber se os resultados seriam semelhantes ou não sem esta limitação. Outra das limitações depreende-se com o facto de não ter sido usada como variável independente a proporção de diretores não executivos no CA, pois este aspeto é muito estudado na literatura. A ausência

desta variável depreende-se com o facto de a amostra deste estudo ser, em parte, composta por empresas não cotadas, onde esta informação não está disponível.

5.3. Sugestões para Investigação Futura

Relativamente a investigação futura seria interessante avaliar a mesma amostra, mas para um intervalo de tempo, de maneira a alcançar mais robustez nos resultados.

Seria também interessante introduzir outras variáveis independentes, como por exemplo a concentração de propriedade para perceber se a existência de acionistas com altas percentagens de capital nas empresas era ou não benéfica.

Referências Bibliográficas

- Adams, R. & Ferreira, D. (2004). Gender Diversity in the Boardroom. ECGI working paper series in Finance No. 58/2004.
- Adams, R. & Ferreira, D. (2009). Women in the Boardroom and Their Impact on Governance and Performance. *Journal of Financial Economics*, 94(2), 291–309.
- Adams, S. Gupta, A. & Leeth, J. (2009). Are Female Executives Over-Represented in Precarious Leadership Positions? *British Journal of Management*, 20(1), 1–12.
- Ahn, S. & Shrestha, K. (2013). The Differential Effects of Classified Boards on Firm Value. *Journal of Banking & Finance*, 37(11), 3993–4013.
- Aldrich, H. & Pfeffer, J. (1976). Environments of Organizations. *Annual Reviews*, 2, 79–105.
- 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.
- Baysinger, B. & Hoskisson, R. (1990). The Composition of Boards of Directors and Strategic Control: Effects on Corporate Strategy. *Academy of Management review*, 15(1), 72–87.
- Boyd, B. (1990). Corporate Linkages and Organizational Environment: A Test of the Resource Dependence Model. *Strategic Management Journal*, 11, 419–430.
- Burgess, Z. & Tharenou, P. (2002). Women Board directors: Characteristics of the few. *Journal of Business Ethics*, 37, 39–49.
- CaDIMCAury, R. (1992). Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance. Gee Publishing Ltd, London.
- Câmara, P. (2001). *O Governo das Sociedades em Portugal: Uma Introdução. Caderno do Mercado de Valores Mobiliários (II Parte - Publicação de Estudos por ocasião do 10º aniversário da CMVM)* [Em linha]. Disponível em: http://www.cmvm.pt/CMVM/Publicacoes/Cadernos/Documents/d7ab2ee1a3174a89ad5eeDIMCA1b446d262gov_soc_port.pdf [Acesso em: 2014/03/15]
- Campbell, K. & Mínguez-Vera, A. (2008). Gender Diversity in the Boardroom and Firm Financial Performance. *Journal of Business Ethics*, 83(3), 435–451.
- Carter, D. , Simkins, B. & Simpson, W. (2003). Corporate Governance, Board Diversity, and Firm Value. *The Financial Review*, 38(1), 33–53.
- Cheng, S. (2008). Board Size and The Variability of corporate Performance. *Journal of Financial Economics*, 87(1), 157–176.
- Clarkson, M. (1995). A Stakeholder Framework for Analyzing and Evaluating Corporate Social Performance. *The Academy of Management Review*, 20(1), 92–117.
- Código das Sociedades Comerciais (2013)*. 29ª Ed. Lisboa: Almedina.

Código dos Valores Mobiliários [Em linha]. Disponível em: http://www.cmvm.pt/CMVM/Legislacao_Regulamentos/Codigo%20dos%20Valores%20Mobiliarios/Documents/CodVMVersDownload_alterado%20Junho%202014_v2.pdf [Acesso em: 2014/05/11].

Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (2005). *Recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades Cotadas* [Em linha]. Disponível em: http://www.cmvm.pt/CMVM/Recomendacao/Recomendacoes/Soccot/Soccot_Nov2005/Document/s/43d104c4a8434d1ea100c3565316970erecomendacoesNov2005.pdf [Acesso em: 2014/04/27].

Connelly, J. & Limpaphayom, P. (2004). Board Characteristics and Firm Performance : Evidence from the Life Insurance Industry in Thailand Board Characteristics and Firm Performance : *Chulalongkorn Journal of Economics*, 16(2), 101–124.

Daily, C. & Dalton, D. (1993). Board of Directors Leadership and Structure: Control and Performance Implications. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 65–81.

Dalton, D.; Daily, C.; Elstrand, A. & Johnson, J. (1998). Meta-Analytic Reviews of Board Composition, Leadership Structure, and Financial Performance. *Strategic Management Journal*, 19, 269–290.

Dalton, D.; Daily, C.; Elstrand, A. & Johnson, J. (1999). Number of Directors and Financial Performance: a Meta-Analysis. *Academy of Management Journal*, 42(6), 674–686.

Davis, J., Schoorman, F. & Donaldson, L. (1997). Toward a Stewardship Theory of Management. *Academy of Management Review*, 22(1), 20–47.

Denis, D. (2001). Twenty-Five Years of Corporate Governance Research and Counting. *Review of Financial Economics*, 10, 191–212.

Donaldson, L. (1990). The Ethereal Hand: Organizational Economics and Management Theory. *Academy of Management Review*, 15(3), 369–381.

Donaldson, L. & Davis, J. (1991). Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns. *Australian Journal of Management*, 16(1), 49–65.

Donaldson, T. & Preston, L. (1995). The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence, and Implications. *Academy of Management Review*, 20(1), 65–91.

Duffhues, P. & Kabir, R. (2008). Is The Pay–Performance Relationship Always Positive? *Journal of Multinational Financial Management*, 18(1), 45–60.

Eisenberg, T., Sundgren, S. & Wells, M. (1998). Larger board Size and Decreasing Firm Value in Small Firms. *Journal of Financial Economics*, 48, 35–54.

Eisenhardt, K. (1989). Agency Theory: An Assessment and Review. *The Academy of Management Review*, 14(1), 57–74.

Erhardt, N., Werbel, J. & Shrader, C. (2003). Board of Director Diversity and Firm Financial Performance. *Corporate Governance: An International Review*, 11(2), 102–111.

Fama, E. & Jensen, M. (1983a). Agency Problems and Residual Claims. *Journal of Law and Economics*, 26, 327–349.

Fama, E. & Jensen, M. (1983b). Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics*, 26, 301–325.

Farrell, K. & Hersch, P. (2005). Additions to Corporate Boards: The Effect of Gender. *Journal of Corporate Finance*, 11(1-2), 85–106.

Fitzsimmons, S. (2012). Women on Boards of Directors: Why Skirts in Seats Aren't Enough. *Business Horizons*, 55(6), 557–566.

Guest, P. (2008). The Determinants of Board Size and Composition: Evidence From the UK. *Journal of Corporate Finance*, 14, 51–72.

Haslam, S.; Ran, M.; Kulich, C.; Trojanowski, G. & Atkins, C. (2010). Investing with Prejudice: The Relationship Between Women's Presence on Company Boards and Objective and Subjective Measures of Company Performance. *British Journal of Management*, 21, 484–497.

Heidrick & Struggles. (2014). *Towards Dynamic Governance 2014: European Corporate Governance Report* [Em linha] Disponível em: <http://www.heidrick.com/~media/Publications%20and%20Reports/European-Corporate-Governance-Report-2014-Towards-Dynamic-Governance.pdf> [Acesso em 2014/06/20].

Hsu, H. & Wu, C. (2013). Board Composition, Grey Directors and Corporate Failure in the UK. *The British Accounting Review*, 1–13.

Instituto Nacional de Estatística (2007). *Classificação Portuguesa das Atividades Económicas Rev. 3* [Em linha]. Disponível em: http://www.ine.pt/ine_novidades/semin/cae/CAE_REV_3.pdf [Acesso em: 2014/03/05].

Instituto Português de Corporate Governance (2006). *Livro Branco sobre Corporate Governance em Portugal* [Em linha]. Disponível em: http://www.cgov.pt/images/stories/ficheiros/libro_bianco_cgov_pt.pdf [Acesso em: 2014/04/26].

Instituto Português de Corporate Governance (2014). *Código de Governo das Sociedades* [Em linha]. Disponível em: http://www.cgov.pt/images/stories/ficheiros/codigo_de_governo_das_sociedades_do_ipcg.pdf [Acesso em 2014/06/20].

Jensen, M. (1983). Organization Theory and Methodology. *The Accounting Review*, 58(2), 319–339.

Jensen, M. (1993). The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems. *The Journal of Finance*, 48, 831-880.

Jensen, M. & Meckling, W. (1976). Theory of the Firm : Managerial Behavior , Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.

Jermias, J. & Gani, L. (2013). The Impact of Board Capital and Board Characteristics on Firm Performance. *The British Accounting Review*, 1–19.

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

Jones, T. (1995). Instrumental Stakeholder Theory: A Synthesis of Ethics and Economics. *Academy of Management Review*, 20(2), 404–437.

Kaufman, A. & Englander, E. (2005). A Team Production Model of Corporate Governance. *The Academy of Management Executive*, 19(3), 9–22.

Kiel, G. & Nicholson, G. (2003). Board Composition and Corporate Performance: How the Australian Experience Informs Contrasting Theories of Corporate Governance. *Corporate Governance: An International Review*, 11(3), 189–205.

Lehn, K., Patro, S. & Zhao, M. (2008). Determinants of the Size and Structure of Corporate Boards: 1935-2000. Katz Graduate School of Business, Working Paper, No. 2008-13.

Liang, N. & Li, J. (1999). Board Structure and Firm Performance: New Evidence from China's Private Firms. In Paper presented at the Academy of Management Annual conference, Chicago, USA, August 7-10.

Lin, C. (2011). An Examination of Board and Firm Performance: Evidence from Taiwan. *The International Journal of Business and Finance Research*, 5(4), 17–34.

Lückerath-Rovers, M. (2011). Women on Boards and Firm Performance. *Journal of Management & Governance*, 17(2), 491–509.

Mak, Y. & Kusnadi, Y. (2005). Size Really Matters: Further Evidence on the Negative Relationship Between Board Size and Firm Value. *Pacific-Basin Finance Journal*, 13(3), 301–318.

Marinova, J., Plantenga, J. & Remery, C. (2010). Gender Diversity and Firm Performance: Evidence from Dutch and Danish boardrooms. Utrecht School of Economics, Tjalling C. Koopmans Research Institute, (Discussion Paper Series 10-03).

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

O'Connell, V. & Cramer, N. (2010). The Relationship Between Firm Performance and Board Characteristics in Ireland. *European Management Journal*, 28(5), 387–399.

O'Reilly, C. & Main, B. (2012). Women in the Boardroom: Symbols or Substance? Stanford Graduate School of Business Research Paper No. 2098.

Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Económico (2004). *Os Princípios da OCDE sobre o Governo das Sociedades* [Em linha]. Disponível em:

<http://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/33931148.pdf> [Acesso em: 2014/04/20].

Pfeffer, J. (1972). Size and Composition of Corporate Boards of Directors: The Organization and its Environment. *Administrative Science Quarterly*, 17(2), 218–228.

Rhode, D. & Packel, A. (2010). Diversity on Corporate Boards: How Much Difference Does Difference Make? Rock Center for Corporate Governance (Workin Paper no. 89).

Rose, C. (2007). Does Female Board Representation Influence Firm Performance? The Danish Evidence. *Corporate Governance: An International Review*, 15(2), 404–413.

Shleifer, A. & Vishny, R. (1997). A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737–783.

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.

Smith, N., Smith, V. & Verner, M. (2006). Do Women in Top Management Affect Firm Performance? A Panel Study of 2500 Danish Firms. *International Journal of Productivity and Performance Management*, 55, 569–593.

Van Der Walt, N. & Ingley, 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.

Voordeckers, W., Van Gils, A. & Van den Heuvel, J. (2007). Board Composition in Small and Medium-Sized Family Firms. *Journal of Small Business Management*, 45(1), 137–156.

Wooldridge, J. (2006). *Econometric analysis of cross section and panel data*, The MIT Press.

Yermack, D. (1996). Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors. *Journal of financial economics*, 40, 185–211.