

MESTRADO
CONTABILIDADE, FISCALIDADE E FINANÇAS
EMPRESARIAIS

TRABALHO FINAL DE MESTRADO
DISSERTAÇÃO

**O IMPACTO DA PRESENÇA DAS MULHERES NO VALOR DA
EMPRESA E NA PERFORMANCE FINANCEIRA**

MICAELA GASPAR RODRIGUES

OUTUBRO - 2020

**MESTRADO EM
CONTABILIDADE, FISCALIDADE E FINANÇAS
EMPRESARIAIS**

**TRABALHO FINAL DE MESTRADO
DISSERTAÇÃO**

**O IMPACTO DA PRESENÇA DAS MULHERES NO VALOR DA
EMPRESA E NA PERFORMANCE FINANCEIRA**

MICAELA GASPAR RODRIGUES

ORIENTAÇÃO:

PROFESSOR DOUTOR TIAGO CRUZ GONÇALVES

OUTUBRO - 2020

ABSTRACT

The present investigation analyses the impact of the presence of women in executive and non-executive positions, as Chairman, CEO or CFO, in the Firm Value and Financial Performance. This study also analyzes the impact of the country where the companies are located being ruled by women. Additionally, the investigation seeks to find out if there is an impact of having an executive or non-executive position and a shareholder simultaneously and in what way does the change of gender affects it. In a universe of 13.980 observations of companies of the EU14 group between 2011 and 2018, a set of regressions was used to define the Firm Value and the Financial Performance of the companies considering the gender variables. The investigation allows to conclude that the presence of women negatively impacts the Financial Performance and positively the Firm Value of the companies. In countries ruled by women, the company's values are higher than the values of the companies that are located in countries not ruled by women. Further analysis provides evidence that the change of gender has a positive impact in the firm value of the company when its Chairman is a woman. To conclude, it was found that when a woman is simultaneously a Shareholder and a CEO or Chairman of the company, the company's value is negatively impacted.

Keywords: Firm Value, Financial Performance, Gender, Women, Chairman, CEO and CFO

RESUMO

A presente investigação tem como objetivo analisar o impacto da presença das mulheres em funções executivas e não-executivas, de *Chairman*, CEO e CFO, no Valor da Empresa e na Performance Financeira. Ainda, tem o intuito de estudar o impacto do país onde as empresas se inserem serem governados por mulheres. De forma adicional, é estudado o impacto da simultaneidade dessas funções com o papel de *Shareholder* e o impacto da mudança de género, a alteração da presença de um homem para a presença de uma mulher nas posições acima referidas. Para um universo de 13.980 observações de empresas cotadas do grupo EU14 no período temporal de 2011 a 2018, utilizou-se um conjunto de regressões capaz de definir o Valor da Empresa e da Performance Financeira tendo em conta as variáveis de género. O estudo permite constatar que o impacto da presença das mulheres é negativo para a Performance Financeira e positivo para o Valor da Empresa. Em países governados por mulheres, o valor das empresas é superior às empresas de países em que a governação não está ao cargo de uma mulher. As análises adicionais fornecem evidências de que a mudança de género tem impacto positivo no Valor da Empresa quando a mulher é *Chairman*. Ainda, quando a mulher acumula funções de *Shareholder* simultaneamente com a função de *Chairman* ou CEO, o impacto no Valor da Empresa é negativo.

Palavras-Chave: Valor da empresa, performance financeira, género, mulheres, *Chairman*, CEO e CFO

AGRADECIMENTOS

Em primeiro lugar, o meu maior agradecimento tem necessariamente de ir para o meu orientador, o Professor Tiago Gonçalves, por toda a disponibilidade, dedicação e apoio ao longo deste trabalho.

De igual forma gostava de agradecer aos meus pais e à minha irmã, por estarem sempre lá e por todo o apoio, compreensão e paciência. Agradeço especialmente aos meus pais, por me proporcionarem as oportunidades e experiências que me permitiram voar para alcançar os meus objetivos.

Agradeço ainda ao meu namorado por ter estado ao meu lado, por toda a força e apoio emocional que me deu, para me motivar em todo este processo.

Por fim, agradecer a todos os Professores do Mestrado de Contabilidade, Fiscalidade e Finanças Empresariais, por todos os ensinamentos e conhecimentos transmitidos.

ÍNDICE

Lista de Tabelas	v
Lista de Figuras	v
Lista de Abreviaturas	vi
1. Introdução	1
2. Revisão de Literatura	3
2.1. Enquadramento	3
2.2. Diversidade de Género	5
2.3. Valor da Empresa e o Board.....	6
2.4. Relação entre Valor da Empresa e Género	8
3. Dados e Metodologia	11
3.1. Amostra	11
3.2. Metodologia de Análise.....	13
4. Resultados e Discussão	16
4.1. Estatísticas Descritivas	16
4.2. Matriz de Correlação	17
4.3. Análise de Resultados.....	20
4.4. Análises Adicionais	27
5. Conclusão.....	31
Referências Bibliográficas.....	33

LISTA DE TABELAS

Tabela I: Composição de amostra por país.....	12
Tabela II: Composição da amostra por setor	13
Tabela III: Estatística descritiva das variáveis.....	17
Tabela IV: Matriz de correlação de Pearson	19
Tabela V: Variance Inflation Factors	20
Tabela VI: Resultados dos modelos de regressão Performance Financeira.....	22
Tabela VII: Resultados dos modelos de regressão Valor da Empresa.....	23
Tabela VIII: Resultados dos modelos de regressão Valor da Empresa em Países Governados por Mulheres	26
Tabela IX: Resultados dos modelos do Valor da Empresa com Mulher como <i>Shareholder</i>	27
Tabela X: Resultados dos modelos do Valor da Empresa com Mudança de Género	29

LISTA DE FIGURAS

Figura 1: Percentagem de mulheres nos cargos de CEO, executivos e não executivos das maiores empresas cotadas dos 14 países da União Europeia em 2019	3
--	---

LISTA DE ABREVIATURAS

CEO - *Chief Executive Officer*

CFO – *Chief Financial Officer*

EU14 – *European Union Group of 14 Countries*

ROA – *Return on Assets*

1. INTRODUÇÃO

A diferença de representação dos géneros em altos cargos empresariais tem vindo a ser um tema de elevado interesse e relevância na sociedade. Neste sentido, o tema acabou por ganhar maior relevância quando a Comissão Europeia começou a reunir esforços para promover a maior igualdade entre homens e mulheres no meio empresarial. Estes esforços culminaram nas recentes decisões de implementar e impor as leis de quotização para garantir uma maior representatividade das mulheres principalmente, nas empresas públicas e cotadas.

A maioria dos argumentos a favor da diversidade de género defendem que uma maior representação das mulheres no *Board* melhora o Valor da Empresa. No entanto, os estudos providenciam um conjunto diversificado de conclusões no que se refere ao impacto da representatividade feminina no *Board* no Valor da Empresa. Alguns estudos indicam um impacto positivo (Carter, Simkins & Simpson, 2003; Abdelzaher & Abdelzaher, 2009; Terjesen, Couto & Francisco, 2015), outros, por sua vez, indicam o oposto (Adams & Ferreira, 2009; Shehata, Salhin & El-Helaly, 2017), ainda existem outros que não encontram qualquer influência (Jedi & Nayan, 2008; Carter, D'Sousa, Simkins & Simpson, 2010).

Este estudo permite estudar os efeitos diretos da presença de mulheres no Board no Valor da Empresa e efeitos indiretos através da Performance Financeira que se considera que influencie o Valor da Empresa. Adicionalmente, o estudo permite identificar se a presença da empresa em países governados por mulheres influencia o Valor da Empresa uma vez que, alguns estudos consideram que existem outros fatores externos capazes de influenciar o impacto da presença das mulheres no *Board*.

Na literatura, o Valor da Empresa é comumente definido através do Tobin's Q sendo que é considerada a variável que demonstra uma maior fiabilidade para a definição do Valor da Empresa (Carter et al, 2010). A Performance Financeira é definida ao longo da literatura tendo por base dois indicadores financeiros, a Rentabilidade dos Ativos e a Margem Operacional, desta forma as regressões efetuadas são realizadas das duas formas com o objetivo de perceber o impacto em cada um dos indicadores.

Este estudo tem como objetivo analisar o impacto entre a presença de mulheres no *Board*, nomeadamente em posições não-executivas (*Chairman*) e posições executivas

(CEO – *Chief Executive Officer* e CFO – *Chief Financial Officer*) e a Performance Financeira e o Valor da Empresa.

Relativamente à amostra estudada, é possível verificar que a presença de mulheres no *Board* impacta positivamente o Valor da Empresa. No entanto, no que diz respeito ao impacto na Performance Financeira da empresa constata-se que o impacto da presença das mulheres é negativo o que sugere que algumas características do género feminino podem condicionar as suas decisões. É ainda possível concluir que, empresas em países governados por mulheres apresentam um maior valor. Adicionalmente, as mudanças de género e a simultaneidade da presença de mulher no *Board* e como *Shareholder* observam-se diferentes impactos consoante a função executiva ou não-executiva que a mulher exerce.

O estudo está repartido em cinco secções. A secção seguinte apresenta a revisão de literatura relativamente à Diversidade de Género e o Valor da Empresa. Na secção 3, procede-se à definição da amostra, identificação da metodologia utilizada e a caracterização das variáveis. O capítulo 4 apresenta os resultados obtidos e a respetiva discussão dos mesmos. No último capítulo encontra-se as principais conclusões do estudo, as suas limitações e sugestões para investigações.

2. REVISÃO DE LITERATURA

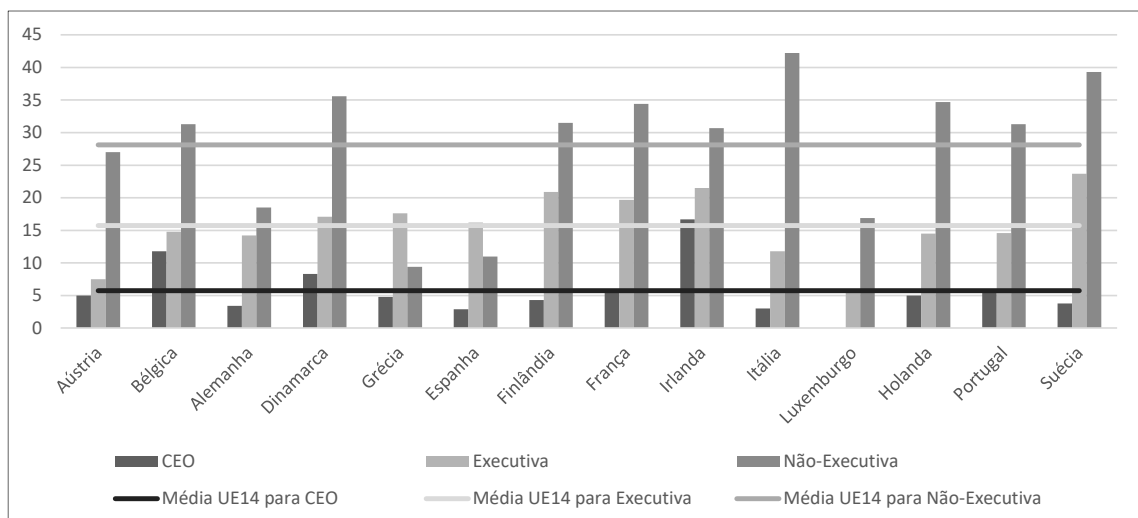
2.1. Enquadramento

A presença de mulheres em cargos executivos e não-executivos tem vindo a ser um tema de grande interesse social e com uma abordagem cada vez mais significativa nos estudos desenvolvidos no contexto empresarial. As diversas abordagens e regulamentações que foram surgindo de forma a promover a equidade entre géneros, tanto ao nível da representatividade como aos níveis de remuneração, levam à importância crescente deste tema.

Neste sentido e, considerando os países que compõem o grupo EU14, onde se inserem Alemanha, Áustria, Bélgica, Dinamarca, Espanha, Finlândia, França, Grécia, Holanda, Irlanda, Itália, Luxemburgo, Portugal e Suécia, é importante analisar a representatividade das mulheres em empresas pertencentes aos países acima referidos.

Quando analisamos os dados da Figura 1, é perceptível que as mulheres se apresentam em minoria no *Board* das grandes empresas cotadas em bolsa dos países do grupo EU14, não existindo nenhum país que demonstre uma maior presença de mulheres do que de homens no *Board* das suas empresas.

Figura 1: Percentagem de mulheres nos cargos de CEO, executivos e não executivos das maiores empresas cotadas dos 14 países da União Europeia em 2019



Fonte Própria.

Dados: *European Institute for Gender Equality*

Podemos verificar também que, na maioria dos países, a percentagem de presença de mulheres vai diminuindo consoante o cargo e a responsabilidade vão subindo, isto é, as percentagens de presença de mulheres são mais aproximadas das dos homens nas posições não-executivas. Nas posições executivas, essas percentagens já são mais díspares e, relativamente a cargos de CEO, as diferenças de percentagens de presença entre homens e mulheres nesse cargo são bastante acentuadas.

Nas posições não-executivas existe uma distribuição média de 28,1% de mulheres a ocupar esses cargos nos países do grupo EU14, contrastando com 71,9% de homens nas mesmas posições. Os países com a percentagem mais baixa de mulheres em posições não-executivas são a Espanha com 11,0% e a Grécia com 9,4%. Quanto aos países com a percentagem mais alta de mulheres em posições não-executivas são a Suécia com 39,3% e a Itália com 42,2%.

Quanto às posições executivas nos países do grupo EU14 verifica-se uma distribuição média de 15,7% de mulheres a ocupar estas posições. Os países que evidenciam uma percentagem mais baixa de mulheres em posições executivas são o Luxemburgo com 6%, e a Áustria com 7,5%. No lado oposto do espectro de distribuição de mulheres em posições executivas, encontram-se a Suécia com 23,7% e a Irlanda com 21,5%.

Analisando, por último, as posições de CEO, percebemos uma distribuição média de mulheres com estas posições de apenas 5,8% contrastando com uma presença de homens em posições de CEO de 94,2%. Quando analisamos os países de forma individual, é possível verificar que a Itália apresenta apenas 3% de mulheres e o Luxemburgo não apresenta qualquer mulher na referida posição. Os países que apresentam uma maior representatividade de mulheres em posições de CEO são a Irlanda com 16,7% e a Bélgica com 11,8%.

Devido às discrepâncias verificadas, os Conselhos Europeus regulamentaram a introdução de quotas a favor da inclusão de mulheres em cargos de administração. A implementação destas regulamentações pretendem dar um fim a um desequilíbrio que se considera injustificado e prejudicial e para quebrar o conceito de *glass ceiling*, que simboliza a barreira invisível que continua a barrar talentos femininos de posições de topo nas maiores empresas da Europa (Comissão Europeia, 2012a).

2.2. *Diversidade de Gênero*

As diferenças entre gêneros e os seus reflexos no mundo empresarial têm vindo a ser estudados na literatura ao longo dos anos. Terjesen, Sealy & Singh (2009), através da sua revisão e pesquisa sobre os estudos sobre as mulheres enquanto diretoras nos *Boards*, referem o *Gender Self Schema* como uma teoria que se reflete no comportamento de cada indivíduo. *Gender Self Schema* é uma construção psicológica individual baseada em determinados aspetos e que se desenvolve desde a infância. Konrad, Ritchie, Lieb & Corrigall (2000), no seu estudo sobre as diferenças e semelhanças entre gêneros e dos atributos preferenciais para um determinado emprego, defendem que o *self schema* masculino se define por normas, regras e crenças que se consideram as apropriadas, como o criador do rendimento, dominância, agressividade, objetivos, autonomia, exibicionismo e resistência. Em contraste, o género feminino apresenta-se como o suporte da casa, compromisso, cuidado e respeito pelos outros e, ainda, a submissão aos demais.

Becker (1964) estudou o capital humano e defende uma teoria de *Human Capital*, em que a experiência, educação e *skills* de um indivíduo podem ser usadas em benefício da empresa. Neste sentido, em estudos posteriores, defende-se que os diretores das empresas sejam capazes de empregar todo o seu *Human Capital*. Assim, pessoas que se proponham a estes cargos devem adquirir o máximo de competências necessárias para que o consigam fazer (Kesner, 1998). No entanto, defende-se que os responsáveis pela seleção desses profissionais têm tendência a considerar que a mulher não reúne os requisitos exigidos, sendo considerado como um dos fatores que impacta o baixo número de mulheres no *Board* (Burke, 2000). Pelo contrário, Ryan & Haslam (2007) argumentam, no entanto, que existem empresas que, em situação de mudança e com necessidade de determinadas alterações, têm maior tendência a escolher mulheres para o *Board*, justificando então a maior presença de mulheres em posições de liderança consideradas mais precárias.

No entanto, ao longo dos tempos foi possível verificar uma evolução no comportamento das mulheres e na sua perspetiva sobre a formação. Tharenou, Latimer & Conroy (1994) defendem que as mulheres, em comparação com os homens, tendem a realizar um menor investimento em educação e em progresso profissional, desencadeando níveis de remuneração mais baixos e consequências na sua progressão de carreira. No entanto, em estudos mais recentes, Oakley (2000) continua a referir que não são

oferecidos às mulheres o mesmo tipo de oportunidades, como formação, desenvolvimento, promoções ou remuneração.

Em contrapartida, as mulheres têm, cada vez mais, uma maior propensão a adquirir uma formação mais avançada face aos homens (Hillman, Cannella & Harris, 2002). Contudo e, apesar das superiores habilitações académicas, como Singh, Terjesen & Vinnicombe (2008) referem, as mulheres possuem ainda menor experiência em cargos superiores.

Apesar de ainda se verificar menor experiência em cargos superiores, alguma da literatura mais recente tem indicado benefícios da presença de mulheres ao nível do *Board*, nomeadamente ao nível da Performance Financeira assim como no comportamento, independência e proatividade da empresa.

Posto isto, Hillman, Shroshire & Cannella (2007) defendem que são necessárias determinadas características organizacionais para que existam mulheres no *Board* como: o tamanho da empresa, o tipo de indústria onde se insere, a diversidade de estratégias que a empresa utiliza e a forma de comunicação com a sua *network*. Desta forma, defendem que empresas onde a força de trabalho seja maioritariamente feminina, as mulheres devem ser as escolhidas para os cargos superiores.

Podem ainda ser retiradas algumas conclusões sobre os benefícios da diversidade do *Board* defendidos por Ferreira (2010). O autor defende que os diretores são escolhidos pelas suas características e cada empresa define o seu nível de heterogeneidade. Para além disso, são nomeados para lidar com o ambiente externo da empresa e por norma, são selecionados pelos acionistas os que mais se assemelham aos diretores executivos. Verifica-se também que os diretores que pertencem a minorias, quer sejam elas de género ou outro tipo, consideram essa característica como um obstáculo ao seu trabalho, no entanto, podem reunir uma maior capacidade de servir os interesses dos diversos acionistas.

2.3. Valor da Empresa e o Board

O Valor da Empresa representa o valor económico de uma empresa. Desta forma, o desempenho da empresa é mensurável em termos qualitativos ou quantitativos. Ngulumbu (2013) citado por Nuhu & Ahmad (2017) defende que a medição do

desempenho é considerada como um processo de medir o progresso feito na direção de alcançar determinadas metas de desempenho.

O Valor da Empresa é desta forma mensurável através do *Tobin's Q*. Na literatura mais recente, o *Tobin's Q* tem ganho cada vez mais aceitação como a medida que melhor ajuda a explicar os diversos fenómenos económicos. Singh, Sighania & Sardana (2019) consideram o *Tobin's Q* como uma das melhores formas de medir o Valor da Empresa por duas razões: em primeiro, tem em consideração a contabilização do risco e, em segundo, por refletir as expectativas do mercado na obtenção de ganhos futuros.

É, no entanto, relevante referir que o Valor da Empresa também pode ser medido indiretamente através de medidas de Performance Financeira como a Rentabilidade dos Ativos e a Margem Operacional. Desta forma, diversos estudos utilizam o Valor da Empresa em simultâneo com medidas contabilísticas e/ou financeiras capazes de representar a Performance Financeira da empresa.

O Valor da Empresa de uma empresa pode ser influenciado por diversos fatores intrínsecos ou extrínsecos à empresa, entre eles, a composição do conselho de administração. A composição do conselho de administração depende da sua diversificação. A diversidade do *Board* define-se, assim, pela variedade do tipo de pessoas que o compõem e a combinação das diferentes qualidades, características, experiências de cada indivíduo que influenciam os processos de tomada de decisão e outros processos da competência do *Board* (Walt & Ingley, 2003).

Neste sentido, Carter et al. (2003) defendem que o facto de um Board ter diversidade, quer de género quer de ética, está associado ao aumento de Valor da Empresa. Por contrapartida, Yermack (1996) defende que um *Board* de maior dimensão destrói valor, devido aos custos envolvidos no processo de tomada de decisão por um número considerável de pessoas. Além destes, Baysinger & Butler (1985) demonstram que o número de diretores externos, sem ligação ao capital da empresa, afeta positivamente o desempenho das empresas.

Desta forma, é de realçar que vários tipos de diversidade associada ao *Board* têm impacto na Performance da empresa, como o tamanho, a diversidade de género ou cultural, educação, experiência, *skills* ou a independência.

2.4. *Relação entre Valor da Empresa e Género*

Carter *et al.* (2003) sugerem que uma maior diversidade de género do *Board* é capaz de aumentar a independência do mesmo, no entanto a Teoria da Agência não fornece uma ligação clara entre esta diversidade específica e o desempenho financeiro, uma vez que a mesma apenas refere que a independência da empresa é garantida quando existe separação entre os detentores de capital e o conselho de administração, não contemplando a diferença de género no seu raciocínio.

Por outro lado, recorrendo à teoria da *Corporate Governance*, que se baseia na relação da empresa com os seus acionistas, sugere-se que uma estrutura de *Board* mais diversificada pode ter impacto nas ações praticadas pela empresa, que por consequência podem afetar o desempenho da empresa (Kim, Burns & Prescott, 2009).

Assim, apesar da diversidade de género estar por norma associada a um maior desempenho, essa influência não tem reunido consenso. Carter *et al.* (2010) defendem que o efeito da diversidade de género pode ser diferente em circunstâncias e momentos distintos, sendo que os efeitos da diversidade se apresentam como sendo endógenos a cada empresa. A literatura sugere ainda que existem setores e áreas de negócio capazes de ter uma melhor reação à diversidade de género no *Board*, quando comparados com outros (Hillman *et al.*, 2007).

Shaw, Das & Dey (2016) referem que a presença de mulheres no *Board* indica um comportamento mais ético por parte da empresa. No entanto, Konrad & Kramer (2006), sugerem que, para que exista um impacto efetivo da presença das mulheres, é necessário que existam três ou mais para que estas se sintam confortáveis em expressar os seus pontos de vista.

Carter *et al.* (2003) e Abdelzaher & Abdelzaher (2009) encontram relações positivas entre a presença de mulheres no *Board* e o valor das empresas, utilizando o *Tobin's Q* para medir o Valor da Empresa. Em outros estudos, como Jedi & Nayan (2008) e Carter *et al.* (2010), ao recorrer-se à Rentabilidade dos Ativos enquanto medida de Performance Financeira, verifica-se uma relação positiva. Nestes últimos, quando o *Tobin's Q* é utilizado para verificar se existe ou não relação, verifica-se que não produz efeitos, nem positivos nem negativos, não sendo possível evidenciar qualquer relação.

Terjesen *et al.* (2015) por sua vez, apresentam resultados positivos da relação entre a presença das mulheres no Valor da Empresa, através do *Tobin's Q* e na Performance Financeira, através da Rentabilidade dos Ativos, refletindo desta forma os efeitos diretos e indiretos no Valor da Empresa.

Singh *et al.* (2019) concluem que a presença de mulheres no Board não tem qualquer influência no *Tobin's Q* e, por consequência, no desempenho da empresa. Ainda, Shehata *et al.* (2017) sugerem com o seu estudo a ausência de benefícios no Valor da Empresa ao introduzir mulheres no *Board* e que a inclusão das mulheres deve ser praticada de forma cautelosa e ajustada a cada empresa, baseada nas qualificações e experiência para que se evite um impacto negativo no desempenho da empresa.

Assim, a literatura não se demonstra consensual nos efeitos da presença das mulheres no *Board*. Contudo, a notável falta de consenso nos resultados pode associar-se aos diferentes países, com diferentes níveis de desenvolvimento e riqueza, assim como, diferentes culturas e religiões onde as análises são efetuadas.

Com o aumento de literatura a apontar para as vantagens de integração de mulheres no *Board* e o crescente movimento social de igualdade de género, diversos países europeus avançaram para a implementação de leis de quotização para regular a presença das mulheres nos *Board* das empresas cotadas e/ou de interesse público.

No entanto, a referida introdução de mulheres no *Board* recorrendo a leis de quotização, não tem reunido consenso na literatura. Adams & Ferreira (2009) no seu estudo referem que em casos em que a imposição de mulheres no *Board* ocorre através de quotas, esta integração pode prejudicar empresas que já se encontram bem geridas, dado que os motivos de integração podem não ser por interesses na melhoria da *governance* e no desempenho da empresa. No entanto, reforçam a ideia de que *Boards* com mais diretoras são caracterizados por um maior potencial na tomada de decisões, uma monitorização mais rigorosa e por um maior alinhamento com os interesses dos acionistas.

Kakabadse, Figueira, Nicolopoulou, Hong Yang, Kakabadse & Özbilgin (2015) defendem ainda que a integração de mulheres tem impactos positivos, através de um alargamento do conjunto de *skills* e conhecimento que torna a empresa mais eficiente. No entanto, no seu estudo que recorre a entrevistas a mulheres que já integram os conselhos

de administração de algumas empresas, onde as mesmas apresentam o receio de que a introdução por quotas não permita determinar o verdadeiro impacto no desempenho da empresa.

Isidro & Sobral (2014) estudaram os efeitos da presença das mulheres no *Board* das empresas europeias que iriam ser objeto da introdução da implementação da lei da quotização. Com o estudo, concluíram que contrariamente ao que se previa, a presença das mulheres não apresenta uma relação direta com o valor, no entanto, verificaram efeitos em medidas financeiras como a Rentabilidade dos Ativos e a Margem Operacional, consideradas como medidas da Performance Financeira que apresentam relação indireta com o Valor da Empresa.

Após o estudo supracitado, desde 2014 até ao quotidiano, as medidas foram sendo implementadas e, conseqüentemente, a percentagem de representação das mesmas foi aumentando em grande parte das empresas europeias, existindo a relevância de testar se o aumento da sua representação tem uma relação direta com o aumento do Valor da Empresa.

Adicionalmente, alguns países europeus, entre eles a Alemanha, a Croácia e a Dinamarca são governados por mulheres. Seierstad, Warner-Søderholm, Torchia & Huse (2017) defendem que vários fatores externos podem impulsionar as mudanças na representação das mulheres no Board, entre eles os intervenientes políticos, nomeadamente as mulheres, sendo capazes de implementar e acelerar a implementação das mudanças nos países ao nível do crescimento do número de mulheres representadas no *Board*. Assim, a literatura deixa ainda em aberto a possível influência de países já governados por mulheres em criar uma maior aceitação à introdução das mulheres no *Board* e, dessa forma, aumentar o impacto no Valor da Empresa.

Assim, este estudo pretende responder às seguintes questões de pesquisa no contexto das empresas europeias cotadas:

Q1: Quando as mulheres estão presentes no *Board*, a Performance Financeira da empresa é superior?

Q2: Quando as mulheres estão presentes no *Board*, o Valor da Empresa é superior?

Q3: Quando os países são governados por mulheres, o Valor da Empresa é superior?

3. DADOS E METODOLOGIA

3.1. Amostra

Os dados financeiros e contabilísticos assim com os dados referentes à constituição do *Board* das empresas foram recolhidos da base de dados *Orbis*. É de notar que, embora a base de dados utilizada apresente dados uniformes, no que diz respeito aos dados qualitativos estes podem verificar-se incompletos ou inexistentes, confirmando-se esta desvantagem nos dados recolhidos.

A amostra inicial é composta por 3.368 empresas cotadas, pertencentes ao grupo da Europa 14, no período temporal compreendido entre 2011 e 2018. Da amostra inicial, foram excluídas as empresas pertencentes ao setor financeiro, imobiliário e público, uma vez que os mesmos apresentam características específicas de negócio e de regulamentação. Posteriormente, foram excluídos países e/ou setores de atividade que apresentassem um número de observações inferior a 10 (Gaio, Gonçalves & Azevedo, 2020).

Adicionalmente, foram excluídas empresas que apresentavam valores de alavancagem iguais ou superiores a 1 dado que, estas apresentam os seus capitais próprios com valor nulo ou negativo, sugerindo que se encontram em dificuldades financeiras, podendo assim comprometer a Performance Financeira e o Valor da Empresa.

Numa abordagem inicial aos dados e, uma vez que as empresas não se mantêm como empresas cotadas em todos os anos, optou-se por um análise dos dados *pooled*, permitindo que cada observação apresentada corresponda a uma empresa num determinado período temporal, definido neste estudo como um ano completo.

A amostra final é constituída por um total de 13.980 observações, referentes aos 14 países europeus e 15 setores de atividade distintos, para um período temporal de oito anos, entre 2011 e 2018. A Tabela I apresenta a composição da amostra por país. O país com maior representação é a França com 22,0% da amostra, seguido da Alemanha (18,1%) e da Suécia (14,8%).

Tabela I: Composição de amostra por país

País	Número de observações	Porcentagem
Alemanha	2.530	18,1
Áustria	310	2,2
Bélgica	554	4,0
Dinamarca	606	4,3
Espanha	695	5,0
Finlândia	721	5,2
França	3.069	22,0
Grécia	937	6,7
Holanda	567	4,1
Irlanda	262	1,9
Itália	1.183	8,5
Luxemburgo	215	1,5
Portugal	265	1,9
Suécia	2.066	14,8
Total	13.980	100

No que concerne à composição da amostra por setor de atividade (Tabela II), o setor *Manufacturing* representa 6.933 observações (49,6%) destacando-se dos restantes. O setor *Information and communication* é o segundo setor com maior representatividade (15,5%) seguido do setor *Wholesale and retail trade; repair of motor vehicles* com 1.181 observações.

Tabela II: Composição da amostra por setor

Setor	Número de observações	Percentagem
<i>Agriculture, forestry and fishing</i>	168	1,2
<i>Mining and quarrying</i>	270	1,9
<i>Manufacturing</i>	6.933	49,6
<i>Electricity, gas, steam and air conditioning supply</i>	399	2,9
<i>Water supply; sewerage, waste management and remediation activities</i>	103	0,7
<i>Construction</i>	446	3,2
<i>Wholesale and retail trade; repair of motor vehicles and motorcycles</i>	1.181	8,4
<i>Transportation and storage</i>	464	3,3
<i>Accommodation and food service activities</i>	202	1,4
<i>Information and communication</i>	2.169	15,5
<i>Professional, scientific and technical activities</i>	638	4,6
<i>Administrative and support service activities</i>	356	2,5
<i>Human health and social work activities</i>	207	1,5
<i>Arts, entertainment and recreation</i>	273	2,0
<i>Other service activities</i>	171	1,2
Total	13.980	100

3.2. Metodologia de Análise

O objetivo do estudo é investigar quais os efeitos da presença de mulheres no *Board*, nomeadamente em cargos de *Chairman*, CEO e CFO, no Valor da Empresa. Desta forma, o Valor da Empresa é diretamente influenciado pela Performance Financeira da empresa, que resulta da avaliação de medidas contabilísticas. Posteriormente, aliado à presença de mulheres no *Board* e à Performance Financeira da empresa, analisa-se o impacto de se

tratar de um país governado por mulheres no valor de cada empresa em cada período temporal.

Os modelos a analisar representam a associação direta entre a Q1 e Q2, dado que se considera a influência direta da Performance Financeira no Valor da Empresa. Neste sentido, a Q3 resulta da derivação do modelo estimado para a Q2, para que se estude o efeito de um país governado por mulheres no Valor da Empresa. Desta forma, estimaram-se o seguinte conjunto de regressões com vista a testar as questões de investigação anteriormente formuladas:

Performance Financeira

$$= \alpha_0 + \alpha_1 \text{Chairman}_{MULHER} + \alpha_2 \text{CEO}_{MULHER} + \alpha_3 \text{CFO}_{MULHER} \\ + \alpha_4 \text{DIM} + \alpha_5 \text{ALAV} + \alpha_6 \text{CRESC} + \alpha_7 \text{IDADE} + \alpha_8 \text{PAÍS} + \alpha_9 \text{SETOR} \\ + \varepsilon$$

Valor da Empresa

$$= \beta_0 + \beta_1 \text{Performance Financeira} + \beta_2 \text{Chairman}_{MULHER} \\ + \beta_3 \text{CEO}_{MULHER} + \beta_4 \text{CFO}_{MULHER} + \beta_5 \text{DIM} + \beta_6 \text{ALAV} + \beta_7 \text{CRESC} \\ + \beta_8 \text{IDADE} + \beta_9 \text{PAÍS} + \beta_{10} \text{SETOR} + \mu$$

Valor da Empresa em Países Governados por Mulheres

$$= \rho_0 + \rho_1 \text{Performance Financeira} + \rho_2 \text{Chairman}_{MULHER} \\ + \rho_3 \text{CEO}_{MULHER} + \rho_4 \text{CFO}_{MULHER} \\ + \rho_5 \text{País Governado por Mulheres} + \rho_6 \text{DIM} + \rho_7 \text{ALAV} \\ + \rho_8 \text{CRESC} + \rho_9 \text{IDADE} + \rho_{10} \text{PAÍS} + \rho_{11} \text{SETOR} + \varphi$$

A variável dependente Performance Financeira é medida através de dois indicadores contabilísticos. Numa das estimativas do modelo, é definida pela Rentabilidade dos Ativos (ROA), que é, por sua vez, definida pelo lucro líquido dividido pelo total de ativos da empresa. Por outro lado, a variável é mensurada pela Margem Operacional que é definida através da divisão dos resultados operacionais pelas vendas da empresa.

O Valor da Empresa é medido através do *Tobin's Q* que é definido como a divisão entre o valor de mercado da empresa e o valor do total de ativos. O *Tobin's Q* é utilizado com frequência em diversos estudos por se considerar a representação mais aproximada do Valor da Empresa. (Carter et al., 2010; Adams & Ferreira, 2009). Os estudos

consideram-no desta forma porque tem em conta o fator de risco, ao contrário de outras medidas contabilísticas. Por outro lado, tem em conta as expectativas do mercado dos ganhos futuros e é, portanto, uma boa aproximação para a vantagem competitiva de uma empresa (Wernerfelt & Montgomery, 1988). Desta forma, quando o *Tobin's Q* é superior a 1, os investidores têm a expectativa de que os recursos ao dispor da organização serão aplicados de forma eficiente ou, de forma oposta, serão aplicados de forma ineficiente quando este rácio é inferior a 1 (Campbell & Minguez-Vera, 2008).

A presença de mulheres no Board é definida através de três variáveis *dummy*: $Chairman_{MULHER}$, CEO_{MULHER} e CFO_{MULHER} . Estas variáveis comportam-se de forma codificada e binária, sendo que se forem iguais a 1 representam a presença de mulheres no cargo de *Chairman*, CEO e CFO respetivamente e 0 em caso contrário (Gonçalves, Gaio & Santos, 2019).

Ainda, da mesma forma, a variável País Governado por Mulheres apresenta-se como uma *dummy* em que é igual a 1 quando o país apresenta uma mulher como representante política ou monárquica do país e 0 em caso oposto. No caso da amostra apresentada, os países que apresentam as características pretendidas no período em análise são a Alemanha e a Dinamarca.

A dimensão da empresa (DIM) é definida como o logaritmo natural do total de ativos da empresa. Esta variável é determinante no Valor e na Performance Financeira da empresa, associada a um maior controlo dos custos, uma vez que empresas maiores apresentam maiores e mais complexas transações de mercado. De acordo com estudos anteriores, espera-se uma associação negativa entre a dimensão da empresa e o valor/desempenho da empresa (Cartel et al, 2010; Adams & Ferreira, 2009; Campbell & Mínguez-Vera, 2008).

A alavancagem (ALAV) trata-se da razão entre o total do passivo e o total de ativos. A dívida é um mecanismo que força os gestores a gerar fluxos de caixa para pagar juros e para a capacidade dos gestores de gerirem problemas (Shleifer & Vishny, 1997). No estudo, espera-se uma relação negativa entre a alavancagem e o Valor e a Performance Financeira da empresa.

O crescimento da empresa (CRESC) representa a taxa de crescimento das vendas da empresa no ano em análise face ao ano anterior. Desta forma, o crescimento das vendas

numa empresa é um fator relevante na atuação da empresa e que se espera que revele um condicionante que se relacione de forma positiva com o valor e desempenho da empresa (Isidro & Sobral, 2014).

A idade da empresa (IDADE) é medida através do logaritmo natural dos anos da empresa. Tal como os seres humanos, as empresas podem ao longo dos anos ir perdendo a capacidade de competir e de ir inovando ao longo dos tempos. Por norma, o número elevado de anos de uma empresa pode estar associado a uma maior rigidez organizacional. Por outro lado, pode representar maiores conhecimentos, habilidades e especialização. Assim, é esperada uma relação negativa entre a idade da empresa e as variáveis dependentes (Greene & Jame, 2013).

Dado que o Valor da Empresa e a Performance Financeira podem diferir ao longo do tempo incluíram-se, também, variáveis de controlo do ANO para possíveis efeitos temporais. Atendendo às possíveis diferenças entre países e setores que podem influenciar as variáveis dependentes em estudo, as variáveis PAÍS e SETOR são inseridas nos modelos como variáveis *dummy* para controlar possíveis efeitos das diferentes características.

Com o propósito de estimar as regressões num contexto de dados de painel introduziu-se a opção *cluster*, por empresa, no Stata de modo a evitar a existência de heterocedasticidade e de autocorrelação dos erros-padrão.

4. RESULTADOS E DISCUSSÃO

4.1. Estatísticas Descritivas

A Tabela III apresenta as estatísticas descritivas da amostra, verificando-se que o nível médio do valor do *Tobin's Q* é de 1,068, o que sugere que, em média, as empresas do universo em análise criam expectativas nos investidores que os recursos que possuem serão bem aplicados de forma a que venham a gerar valor no futuro.

As variáveis definidas para medir a Performance Financeira, nomeadamente a rentabilidade dos ativos e a margem operacional, apresentam valores médios de 2,1% e de 6,4%, respetivamente. Estes valores diferem dos apresentados no estudo de Isidro &

Sobral (2014) que se explica essencialmente pelas diferenças amostrais, uma vez que a amostra utilizada pelos autores abrangia as 500 maiores empresas europeias, sendo desta forma uma amostra menos abrangente que a utilizada nesta investigação.

No que concerne à presença de mulheres no *Board*, constata-se que 3,3% das observações têm mulheres na posição de *Chairman*, 4,2% das observações apresentam mulheres como CEO e 5,6% das observações têm mulheres como CFO da empresa. Adicionalmente, 22,3% da amostra representam países governados por mulheres, assim é possível concluir que perto de um quarto das empresas presentes na amostra pertencem à Alemanha e à Dinamarca.

Tabela III: Estatística descritiva das variáveis

Variável	Média	Desvio-padrão	Mediana	Mínimo	Máximo
<i>Tobin's Q</i>	1,068	1,978	0,643	0,002	145,923
ROA	0,021	0,112	0,031	-1,045	2,501
Margem Operacional	0,064	1,05	0,060	-37,380	101,388
<i>Chairman</i> MULHER	0,033	0,178	0	0	1
CEO MULHER	0,042	0,200	0	0	1
CFO MULHER	0,056	0,230	0	0	1
País Governado por Mulheres	0,223	0,416	0	0	1
DIM	19,437	2,391	19,247	11,928	26,850
ALAV	0,551	0,191	0,563	0,003	0,999
CRESC	0,250	9,668	0,041	-92,943	986,455
IDADE	3,510	0,924	3,401	0	6,482

Face às variáveis de controlo, é possível ainda concluir que as empresas que estão presentes na amostra são de grandes dimensões. Ademais, apresentam uma alavancagem média de 0,551 e um crescimento de vendas médio de 25%.

4.2. Matriz de Correlação

A matriz de correlação de *Pearson* (Tabela IV) permite identificar uma correlação positiva e estatisticamente significativa entre o Valor da Empresa, *Tobin's Q*, e as variáveis ROA, *Chairman* Mulher, CEO Mulher, CFO Mulher e País Governado por Mulheres. A correlação entre a Margem Operacional e o *Tobin's Q* apresenta-se como

positiva, contudo não é estatisticamente significativa. Inversamente, verifica-se que as variáveis Dimensão, Alavancagem e Idade estão negativa e significativamente relacionadas com o *Tobin's Q*.

A variável da Rentabilidade dos Ativos apresenta uma correlação positiva e significativa com a Margem Operacional, com País Governado por Mulheres, a Dimensão, a Alavancagem e a Idade. Encontra-se ainda correlacionada positivamente com a variável de CFO, contudo não apresenta significância estatística. De forma oposta, apresenta uma correlação negativa com as variáveis *Chairman* e CEO Mulher, sendo que esta última apresenta um nível de significância de 10%.

A Margem Operacional, definida como uma das variáveis para definir a Performance Financeira, apresenta correlação positiva e estatisticamente significativa, com o *Tobin's Q*, o ROA, a Dimensão e a Idade, sendo que esta última apenas apresenta uma significância estatística a um nível de 5%. Ainda, apresenta uma relação nula com a Alavancagem sem significância estatística e uma correlação negativa com todas as variáveis de género, no entanto essa correlação negativa apenas é estatisticamente significativa com a variável de CFO.

As variáveis, *Chairman*, CEO e CFO Mulher apresentam entre si correlações positivas e significativas com um nível de 1% de significância. Contrariamente ao expectável, as variáveis descritas apresentam uma correlação negativa e estatisticamente significativa com a variável País Governado por Mulheres. A variável *Chairman* é correlacionada com a Idade da empresa de forma positiva, ao contrário do que se verifica com as variáveis CEO e CFO que se correlacionam de forma negativa.

Tabela IIV: Matriz de correlação de *Pearson*

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)
(1) <i>Tobin's Q</i>	1,000										
(2) ROA	0,137***	1,000									
(3) Margem Operacional	0,010	0,126***	1,000								
(4) <i>Chairman</i> MULHER	0,035***	-0,013	-0,008	1,000							
(5) CEO MULHER	0,030***	-0,016*	-0,005	0,226***	1,000						
(6) CFO MULHER	0,047***	0,017**	-0,023***	0,060***	0,104***	1,000					
(7) País Governado por Mulheres	0,040***	0,046***	0,018**	-0,068***	-0,050***	-0,070***	1,000				
(8) DIM	-0,145***	0,220***	0,049***	0,007	-0,019**	0,010	0,006	1,000			
(9) ALAV	-0,241***	-0,192***	0,000	0,006	-0,033***	-0,017**	-0,052***	0,260***	1,000		
(10) CRESC	0,013	0,004	0,006	-0,003	-0,002	-0,005	-0,008	-0,014*	-0,028**	1,000	
(11) IDADE	-0,110***	0,126***	0,017**	0,017*	-0,021**	-0,016*	0,110**	0,280***	0,072***	-0,014*	1,000

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

Legenda: *Tobin's Q* representa o Valor da Empresa; ROA e Margem Operacional representam as variáveis definidas para determinar a Performance Financeira; *Chairman* MULHER- *dummy*, que assume 1 quando é mulher e 0, caso contrário; CEO MULHER- *dummy*, que assume 1 quando é mulher e 0, caso contrário; CFO MULHER- *dummy*, que assume 1 quando é mulher e 0, caso contrário; País Governado por Mulheres - *dummy*, que assume 1 quando é o país é governado por mulher e 0, caso contrário; DIM – logaritmo natural do total de ativos da empresa; ALAV – razão entre o total de passivo e o total de ativos; CRESC – taxa de crescimento das vendas em t face a t-1; IDADE – logaritmo natural dos anos da empresa.

De forma a testar a possível existência de multicolinearidade das variáveis, utiliza-se como recurso a *Variance Inflation Factor* (VIF), Tabela V. Os valores obtidos são inferiores a 10 para todas as variáveis, deste modo as mesmas são incluídas nas regressões, sendo que se rejeita a possibilidade de existirem relação lineares entre as variáveis, ou seja, rejeita-se a hipótese de existência de multicolinearidade.

Tabela V: *Variance Inflation Factors*

	VIF	1/VIF
ROA	1,155	0,866
Margem Operacional	1,018	0,982
<i>Chairman</i> MULHER	1,059	0,944
CEO MULHER	1,066	0,938
CFO MULHER	1,018	0,982
País Governado por Mulheres	1,027	0,974
DIM	1,243	0,805
ALAV	1,159	0,863
CRESC	1,001	0,999
IDADE	1,105	0,905
Média VIF	1,085	.

4.3. *Análise de Resultados*

A Tabela VI apresenta os resultados empíricos da estimação do modelo que define a Performance Financeira da empresa para ambas as variáveis, a Rentabilidade dos Ativos e Margem Operacional.

Analisando as variáveis definidas para indicar a presença de mulheres no *Board*, constata-se que os diferentes cargos têm diferentes influências na Performance Financeira das empresas quando o indicador utilizado para definir a Performance Financeira é o ROA. Desta forma, quando a mulher ocupa cargos de *Chairman* e CEO apresenta-se um coeficiente negativo face à Performance Financeira, sendo que este último apresenta uma significância estatística a um nível de 10%. A variável que indica a presença de mulher no cargo de CFO tem coeficiente positivo apesar de não se apresentar como estatisticamente significativo.

Quando o indicador utilizado é a Margem Operacional, as três variáveis definidas para representar a presença de mulheres, apresentam coeficiente negativo ao contrário do

expectável. A variável que representa a presença de mulheres como CFO é estatisticamente significativa com um nível de significância de 10%.

O comportamento destas variáveis sugere que a presença de mulheres influencia negativamente a Performance Financeira das empresas. Este comportamento pode ser justificado pelo facto de as mulheres serem naturalmente mais avessas ao risco e com tendência a evitar decisões e investimentos por norma considerados como mais arriscados (Berggren & Gonzalez, 2010).

Ao contrário do expectável, a variável de controlo DIM apresenta coeficientes positivos e estatisticamente significativos. Estes coeficientes demonstram assim que empresas de maior tamanho têm maior capacidade de influenciar a Performance Financeira (Short & Keasey, 1999).

De forma semelhante, a variável de controlo IDADE, apresenta coeficientes positivos, sendo apenas estatisticamente significativos quando a Performance Financeira é definida através da variável de Rentabilidade dos Ativos.

A variável ALAV tem coeficiente negativo e é estatisticamente significativo, a um nível de 1% e de 10% para cada um dos indicadores que definem a Performance, sugerindo que empresas com maiores níveis de alavancagem tem por norma uma menor Performance Financeira. A variável de CRESC apresenta coeficiente nulo e positivo, para cada derivação do modelo, com significância estatística de nível 5% para com a utilização da Margem Operacional e sem significância estatística para o ROA.

Tabela VI: Resultados dos modelos de regressão Performance Financeira

Variáveis	Sinal Esperado	ROA	Margem Operacional
<i>Chairman</i> MULHER	+	-0,007 (0,008)	-0,037 (0,035)
CEO MULHER	+	-0,010* (0,006)	-0,004 (0,045)
CFO MULHER	+	0,007 (0,005)	-0,105* (0,055)
DIM	-	0,013*** (0,000)	0,023*** (0,003)
ALAV	-	-0,157*** (0,006)	-0,074* (0,045)
CRESC	+	0,000 (0,000)	0,001** (0,000)
IDADE	-	0,008*** (0,001)	0,004 (0,006)
Constante		-0,170*** (0,010)	-0,341*** (0,074)
Variável Ano		Sim	Sim
Variável Setor		Sim	Sim
Variável País		Sim	Sim
Observações		13.980	13.980
R2		0,121	0,003
Teste F		140,022	12,117
Valor-p		0,000	0,000

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

Legenda: *Tobin's Q* representa o Valor da Empresa; ROA e Margem Operacional representam as variáveis definidas para determinar a Performance Financeira; *Chairman* MULHER- *dummy*, que assume 1 quando é mulher e 0, caso contrário; CEO MULHER- *dummy*, que assume 1 quando é mulher e 0, caso contrário; CFO MULHER- *dummy*, que assume 1 quando é mulher e 0, caso contrário; País Governado por Mulheres - *dummy*, que assume 1 quando é o país é governado por mulher e 0, caso contrário; DIM – logaritmo natural do total de ativos da empresa; ALAV – razão entre o total de passivo e o total de ativos; CRESC – taxa de crescimento das vendas em t face a t-1; IDADE – logaritmo natural dos anos da empresa.

A Tabela VII mostra o resultado das regressões lineares para a definição do Valor da Empresa através das duas variáveis definidas como explicativas da Performance Financeira.

Tabela VII: Resultados dos modelos de regressão Valor da Empresa

Variáveis	Sinal Esperado	<i>Tobin's Q</i> (através da ROA)	<i>Tobin's Q</i> (através da Margem Operacional)
Performance Financeira	+	2,405*** (0,290)	0,030*** (0,008)
<i>Chairman</i> MULHER	+	0,397 (0,347)	0,380 (0,346)
CEO MULHER	+	0,106 (0,107)	0,082 (0,108)
CFO MULHER	+	0,328*** (0,062)	0,347*** (0,063)
DIM	-	-0,087*** (0,009)	-0,056*** (0,009)
ALAV	-	-1,864*** (0,111)	-2,240*** (0,109)
CRESC	+	0,001 (0,001)	0,001 (0,001)
IDADE	-	-0,182*** (0,025)	-0,162*** (0,024)
Constante		4,327*** (0,295)	3,929*** (0,291)
Variável Ano		Sim	Sim
Variável Setor		Sim	Sim
Variável País		Sim	Sim
Observações		13.980	13.980
R2		0,090	0,074
Teste F		104,882	98,899
Valor-p		0,000	0,000

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

Legenda: *Tobin's Q* representa o Valor da Empresa; ROA e Margem Operacional representam as variáveis definidas para determinar a Performance Financeira; *Chairman* MULHER- *dummy*, que assume 1 quando é mulher e 0, caso contrário; CEO MULHER- *dummy*, que assume 1 quando é mulher e 0, caso contrário; CFO MULHER- *dummy*, que assume 1 quando é mulher e 0, caso contrário; País Governado por Mulheres - *dummy*, que assume 1 quando é o país é governado por mulher e 0, caso contrário; DIM – logaritmo natural do total de ativos da empresa; ALAV – razão entre o total de passivo e o total de ativos; CRESC – taxa de crescimento das vendas em t face a t-1; IDADE – logaritmo natural dos anos da empresa.

Analisando as variáveis de Performance Financeira, é possível verificar que para cada uma delas, ROA e Margem Operacional, os coeficientes apresentam-se positivos e estatisticamente significativos. Desta forma, é possível concluir a efetiva relação positiva entre uma maior Performance Financeira e o maior Valor da Empresa.

Com a análise às variáveis que indicam a presença de mulheres, é possível verificar que a variável CFO_{MULHER} apresenta-se com coeficiente positivo e significativa estatisticamente face ao Valor da Empresa. As restantes variáveis, *Chairman*_{MULHER} e CEO_{MULHER} também apresentam um coeficiente positivo, contudo não se verificam como estatisticamente significativas. Estes resultados sugerem que a presença de mulheres em posições executivas e não-executivas do *Board* influenciam positivamente o Valor da Empresa confirmando a questão 2 de investigação. Desta forma, é possível concluir que o facto de o *Tobin's Q* ser uma medida que compreende a influência do risco, esta permite assim ter em conta o mesmo e verificar que as mulheres acrescentam maior valor à empresa por unidade de risco (Singh et al, 2019).

No que concerne às variáveis de controlo, em linha com o esperado, a DIM é relacionada negativa e estatisticamente significativa com o Valor da Empresa. Este resultado pode ser explicado na medida em que empresas maiores tendem a apresentar maiores e mais complexas atividades que se tornam difíceis de serem monitorizadas pelos investidores.

A ALAV apresenta um coeficiente negativo e é estatisticamente significativa a um nível de significância de 1%. Desta forma, este resultado pode indicar que esta diminui o Valor da Empresa pois leva a que possíveis aplicações de dinheiro em investimentos sejam desviadas para as dívidas da empresa.

Da mesma forma, a IDADE é estatística e negativamente relacionada com o Valor da Empresa, sugerindo que empresas mais maduras são mais rígidas e menos eficientes a criar valor para a empresa.

A variável CRESC apesar de se verificar com coeficiente positivo, não se apresenta estatisticamente significativa.

A Tabela VII mostra os resultados das regressões lineares utilizadas para definir o Valor da Empresa, todas as variáveis da análise anterior se mantiveram e acresce a

variável País Governado por Mulheres para analisar o impacto do mesmo no Valor da Empresa.

Analisando as variáveis que definem a Performance Financeira, tanto o ROA como a Margem Operacional apresentam coeficientes positivos e estatisticamente significativos a um nível de significância de 1%, confirmando a influência positiva da Performance Financeira no Valor da Empresa.

As variáveis que definem a presença de mulheres em posições do *Board* mantêm as tendências verificadas anteriormente, ou seja, coeficiente positivo. Da mesma forma, apenas a variável CFO_{MULHER} se revela estatisticamente significativa.

A variável País Governado por Mulheres apresenta um coeficiente positivo e tem significância estatística com nível de significância de 1%, ou seja, as empresas que se encontram em países governados por mulheres tendem a apresentar um Valor da Empresa superior às restantes. Pode concluir-se que a presença de mulheres em altos cargos políticos influencia positivamente o Valor da Empresa, esta influência pode associar-se a formas diferentes de gestão pública que as mulheres praticam face aos homens, demonstrando que a inclusão de mulheres em cargos políticos de relevo pode impulsionar um maior sucesso das empresas do país assim como pode favorecer a introdução de mulheres no *Board* das empresas.

Relativamente às variáveis de controlo DIM, ALAV e IDADE , os coeficientes apresentam valores estatisticamente significativos e com impacto negativo no Valor da Empresa, ou seja, empresas maiores, com níveis de alavancagem maiores e idade maior, tendem a ter um Valor de Empresa inferior pela perceção que o investidor tem da sua capacidade de inovação, introdução de melhorias e aplicação dos seus ativos. A variável de controlo CRESC assume um coeficiente positivo, mas não é estatisticamente significativo.

Tabela VIII: Resultados dos modelos de regressão Valor da Empresa em Países Governados por Mulheres

Variáveis	Sinal Esperado	Tobin's Q (através da ROA)	Tobin's Q (através da Margem Operacional)
Performance Financeira	+	2,386*** (0,289)	0,028*** (0,008)
Chairman MULHER	+	0,424 (0,346)	0,409 (0,346)
CEO MULHER	+	0,118 (0,107)	0,095 (0,108)
CFO MULHER	+	0,351*** (0,062)	0,371*** (0,063)
País Governado por Mulheres	+	0,198*** (0,032)	0,212*** (0,033)
DIM	-	-0,086*** (0,009)	-0,056*** (0,009)
ALAV	-	-1,841*** (0,112)	-2,213*** (0,110)
CRESC	+	0,001 (0,001)	0,001 (0,001)
IDADE	-	-0,192*** (0,024)	-0,173*** (0,024)
Constante		4,292*** (0,296)	3,894*** (0,291)
Variável Ano		Sim	Sim
Variável Setor		Sim	Sim
Variável País		Sim	Sim
Observações		13.980	13.980
R2		0,092	0,076
Teste F		100.519	95,954
Valor-p		0,000	0,000

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

Legenda: Tobin's Q representa o Valor da Empresa; ROA e Margem Operacional representam as variáveis definidas para determinar a Performance Financeira; *Chairman MULHER-dummy*, que assume 1 quando é mulher e 0, caso contrário; *CEO MULHER-dummy*, que assume 1 quando é mulher e 0, caso contrário; *CFO MULHER-dummy*, que assume 1 quando é mulher e 0, caso contrário; País Governado por Mulheres - *dummy*, que assume 1 quando é o país é governado por mulher e 0, caso contrário; DIM – logaritmo natural do total de ativos da empresa; ALAV – razão entre o total de passivo e o total de ativos; CRESC – taxa de crescimento das vendas em t face a t-1; IDADE – logaritmo natural dos anos da empresa.

4.4. Análises Adicionais

Com o intuito de avaliar outros possíveis impactos no Valor da Empresa, foi adicionado de forma complementar variáveis *dummy* capazes de definir a presença de mulheres simultaneamente como *Shareholders* e com funções executivas e não-executivas, como CEO, CFO e *Chairman*.

Analisando os modelos testados, é possível observar o coeficiente negativo e estatisticamente significativo a um nível de significância de 5% para as variáveis de *Shareholder_Chairman*_{MULHER} e *Shareholder_CEO*_{MULHER}. Estes resultados podem indicar que apesar de se tratar de mulheres, o conflito de interesses entre a gestão por parte de um gestor com os seus próprios fundos, podendo afetar a independência do *Board*.

De forma oposta, é possível verificar que para a variável *Shareholder_CFO*_{MULHER} apresenta um coeficiente positivo apesar de não apresentar significância estatística.

As variáveis de género definidas apresentam-se consistentes com os modelos anteriores, mantendo o coeficiente positivo. É de realçar que apenas a variável *CFO*_{MULHER} é estatisticamente significativa.

As variáveis de controlo, DIM, ALAV e IDADE, apresentam coeficiente negativo e são estatisticamente significativas a um nível de significância de 1%. A variável de controlo CRESC apresenta coeficiente positivo apesar de não ser estatisticamente significativa.

Tabela IX: Resultados dos modelos do Valor da Empresa com Mulher como *Shareholder*

Variáveis	Sinal Esperado	<i>Tobin's Q</i> (através da ROA)	<i>Tobin's Q</i> (através da Margem Operacional)
Performance Financeira	+	2,399*** (0,290)	0,029*** (0,008)
<i>Chairman</i> _{MULHER}	+	0,576 (0,429)	0,565 (0,429)
CEO _{MULHER}	+	0,154 (0,123)	0,132 (0,124)
CFO _{MULHER}	+	0,307*** (0,063)	0,324*** (0,065)

<i>Shareholder_Chairman</i> MULHER	+	-0,881** (0,426)	-0,907** (0,425)
<i>Shareholder_CEO</i> MULHER	+	-0,338** (0,153)	-0,346** (0,157)
<i>Shareholder_CFO</i> MULHER	+	0,343 (0,335)	0,363 (0,374)
DIM	-	-0,088*** (0,010)	-0,058*** (0,009)
ALAV	-	-1,858*** (0,110)	-2,233*** (0,108)
CRESC	+	0,001 (0,001)	0,001 (0,001)
IDADE	-	-0,179*** (0,024)	-0,159*** (0,024)
Constante		4,352*** (0,299)	3,955*** (0,294)
Variável Ano		Sim	Sim
Variável Setor		Sim	Sim
Variável País		Sim	Sim
Observações		13.980	13.980
R2		0,092	0,075
Teste F		77,114	72,930
Valor-p		0,000	0,000

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

Legenda: *Tobin's Q* representa o Valor da Empresa; ROA e Margem Operacional representam as variáveis definidas para determinar a Performance Financeira; *Chairman* MULHER- *dummy*, que assume 1 quando é mulher e 0, caso contrário; *CEO* MULHER- *dummy*, que assume 1 quando é mulher e 0, caso contrário; *CFO* MULHER- *dummy*, que assume 1 quando é mulher e 0, caso contrário; *Shareholder_Chairman* MULHER – *dummy*, que assume 1 quando a mulher é simultaneamente *Chairman* e *Shareholder* e 0, caso contrário; *Shareholder_CEO* MULHER – *dummy*, que assume 1 quando a mulher é simultaneamente *CEO* e *Shareholder* e 0, caso contrário; *Shareholder_CFO* MULHER – *dummy*, que assume 1 quando a mulher é simultaneamente *CFO* e *Shareholder* e 0, caso contrário; DIM – logaritmo natural do total de ativos da empresa; ALAV – razão entre o total de passivo e o total de ativos; CRESC – taxa de crescimento das vendas em t face a t-1; IDADE – logaritmo natural dos anos da empresa.

Adicionalmente, testou-se o impacto da mudança de género para Mulher no *Board*, como *Chairman*, *CEO* e *CFO* através de variáveis *dummy*. Desta forma, espera-se ver qual o impacto que as alterações de género nestas funções executivas e não-executivas apresentam no Valor da Empresa.

Conforme apresentado na Tabela X, a mudança de género em *Chairman* apresenta um coeficiente positivo e é estatisticamente significativa a um nível de 10% quando a

Performance Financeira é medida através do ROA e sem significância estatística quando utilizada a Margem Operacional.

As variáveis que definem a mudança de género em CEO e CFO apresentam coeficiente negativo e não apresentam significância estatística. Desta forma, é possível verificar que a mudança de género em *Chairman* impacta positivamente o Valor da Empresa e em CEO e CFO afeta negativamente. Estes resultados levantam a questão da precaução que deve existir com a implementação das leis de quotização uma vez que, pode estar a fazer surgir alterações ou mudanças em empresas que já se apresentavam bem geridas. Desta forma, apesar de a diversidade de género proporcionar um maior potencial na tomada de decisões e um maior alinhamento com os acionistas, a introdução das mulheres deve ter em conta o estado em que a empresa já se encontra e um diverso conjunto de outros fatores, como o sector da empresa e até as características dos trabalhadores da empresa.

As variáveis *Chairman*_{MULHER}, CEO_{MULHER} e CFO_{MULHER} mantêm os coeficientes positivos verificados anteriormente e as significâncias estatísticas detalhadas nos modelos acima apresentados.

As variáveis DIM, ALAV e IDADE apresentam coeficientes negativos e significância estatística a 1%. A variável CRESC apresenta coeficiente positivo e não apresente significância estatística.

Tabela X: Resultados dos modelos do Valor da Empresa com Mudança de Género

Variáveis	Sinal Esperado	<i>Tobin's Q</i> (através da ROA)	<i>Tobin's Q</i> (através da Margem Operacional)
Performance Financeira	+	2,420*** (0,289)	0,030*** (0,009)
<i>Chairman</i> _{MULHER}	+	0,207 (0,266)	0,198 (0,265)
CEO _{MULHER}	+	0,129 (0,096)	0,103 (0,099)
CFO _{MULHER}	+	0,495*** (0,096)	0,502*** (0,158)
MudançaGénero_ <i>Chairman</i> _{MULHER}	+	0,635* (0,381)	0,603 (0,381)
MudançaGénero_CEO _{MULHER}	+	-0,062 (0,104)	-0,055 (0,107)

MudançaGénero_CFO_MULHER	+	-0,217 (0,206)	-0,201 (0,205)
DIM	-	-0,086*** (0,009)	-0,056*** (0,009)
ALAV	-	-1,857*** (0,108)	-2,236*** (0,107)
CRESC	+	0,001 (0,001)	0,001 (0,001)
IDADE	-	-0,180*** (0,023)	-0,160*** (0,023)
Constante		4,311*** (0,285)	3,911*** (0,279)
Variável Ano		Sim	Sim
Variável Setor		Sim	Sim
Variável País		Sim	Sim
Observações		13.980	13.980
R2		0,092	0,076
Teste F		77,683	73,237
Valor-p		0,000	0,000

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

Legenda: *Tobin's Q* representa o Valor da Empresa; ROA e Margem Operacional representam as variáveis definidas para determinar a Performance Financeira; *Chairman_MULHER-dummy*, que assume 1 quando é mulher e 0, caso contrário; *CEO_MULHER-dummy*, que assume 1 quando é mulher e 0, caso contrário; *CFO_MULHER-dummy*, que assume 1 quando é mulher e 0, caso contrário; *MudançaGénero_Chairman_MULHER-dummy*, que assume 1 quando existe uma mudança de género de homem para mulher de t-1 para t e 0, caso contrário; *MudançaGénero_CEO_MULHER-dummy*, que assume 1 quando existe uma mudança de género de homem para mulher de t-1 para t e 0, caso contrário; *MudançaGénero_CFO_MULHER-dummy*, que assume 1 quando existe uma mudança de género de homem para mulher de t-1 para t e 0, caso contrário; DIM – logaritmo natural do total de ativos da empresa; ALAV – razão entre o total de passivo e o total de ativos; CRESC – taxa de crescimento das vendas em t face a t-1; IDADE – logaritmo natural dos anos da empresa.

5. CONCLUSÃO

O estudo apresentado tem como principal objetivo analisar o impacto da presença de mulheres na Performance Financeira e no Valor da Empresa. Para a realização do estudo, foi utilizada uma amostra constituída por um conjunto 13.980 observações, pertencentes ao EU14, para um período temporal de oito anos, entre 2011 e 2018.

Os resultados obtidos sugerem que a presença de mulheres no *Board* apresenta uma influência negativa na Performance Financeira da empresa. Estes resultados apresentam-se desta forma uma vez que a aversão ao risco, característica do género feminino, leva a decisões menos arriscadas e que podem comprometer a Performance Financeira da empresa.

No que concerne ao Valor da Empresa, os resultados obtidos indicam a influência positiva da presença das mulheres no *Board* no Valor da Empresa, definido através do *Tobin's Q*, em conformidade com os estudos de Carter *et al.* (2003) e Abdelzaher & Abdelzaher (2009).

Adicionalmente, verificou-se que quando os países onde as empresas se situam são governados por mulheres, estas apresentam um maior Valor da Empresa, corroborando a hipótese de que existem outros fatores externos capazes de influenciar a perceção da aceitação da mulher, nomeadamente fatores políticos (Seierstad *et al.*, 2017).

As análises adicionais permitem constatar que, quando a mulher acumula uma posição no *Board* e a posição de *Shareholder*, o Valor da Empresa apenas cria impactos positivos quando a mulher é CFO, podendo indicar outro tipo de problemas de segregação de funções que se levantam na perceção dos investidores, independentemente do género do gestor.

Adicionalmente, quando se considera a variável que contempla a Mudança de Género, nem todas as alterações nas três posições do *Board* estudadas impactam positivamente o Valor da Empresa. Desta forma, é possível concluir que quando o *Chairman* altera do género masculino para o feminino, esta mudança impacta positivamente o Valor da Empresa o que revela que a mudança deve ser monitorizada e ajustada às necessidades efetivas da empresa.

O presente estudo contém limitações, entre elas, o período temporal, uma vez que, apenas são utilizados dados de 2011 a 2018, já que a base de dados *Orbis* não permite um intervalo temporal mais alargado. Ainda, a amostra utilizada apenas contempla os países pertencentes ao grupo EU14, sendo que no que respeita aos países governados por mulheres a sua representatividade na amostra se traduz em apenas 2 países. Outra limitação prende-se com o facto de os dados retirados não permitirem a análise da percentagem de mulheres existente no *Board*, sendo uma informação relevante para perceber a representatividade feminina já que existem estudos que demonstram que só quando esta é superior a um terço, a mulher tem maior capacidade de introduzir e aplicar as suas ideologias.

Sugere-se que em futuros estudos sejam efetuadas análises com uma amostra mais alargada e para um maior grupo de empresas cotadas na União Europeia. Podem ainda ser consideradas empresas não cotadas para que seja mais acentuada a diferença de dimensões, idades e até verificar possíveis impactos da legislação que existe para regular a presença de mulheres em empresas cotadas que não se verifica para empresas que não o sejam. Outro possível estudo adicional poderia analisar a presença de mulheres em determinadas posições no *Board* e a influência da respetiva percentagem de mulheres, uma vez que os impactos no Valor da Empresa podem sofrer alterações quanto maior for a presença de mulheres nas posições executivas e não-executivas.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Abdelzaher, A., & Abdelzaher, D. (2019). Women on Boards And Firm Performance In Egypt: Post The Arab Spring. *The Journal of Developing Areas*, 53(1), 225–241.

Adams, R. B., & Ferreira, D. (2009). Women in the boardroom and their impact on governance and performance. *Journal of Financial Economics*, 94(2), 291–309.

Ali, M., Kulik, C. T., & Metz, I. (2011). The gender diversity-performance relationship in services and manufacturing organizations. *International Journal of Human Resource Management*, 22(7), 1464–1485.

Baysinger, B. D., & Butler, H. N. (1985). Corporate Governance and the Board of Directors: Performance Effects of Changes in Board Composition. *Journal of Law, Economics, & Organization*, 1(1), 101–124. <http://www.jstor.org/stable/764908>

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.

Becker, G. (1964). Human capital: A theoretical and empirical analysis, with special reference to education. Chicago: University of Chicago Press.

Berggren, J., & Gonzalez, R. (2010). *Gender difference in financial decision making - A quantitative study of risk aversion and overconfidence between the genders*. 61.

Brockner, J., Flynn, F. J., Dolan, R. J., Ostfield, A., Pace, D., & Ziskin, I. V. (2006). Commentary on “radical HRM innovation and competitive advantage: The Moneyball story.” *Human Resource Management*, 45(1), 127–145.

Burke R.J. (2000) Company Size, Board Size and Numbers of Women Corporate Directors. In: Burke R.J., Mattis M.C. (eds) *Women on Corporate Boards of Directors. Issues in Business Ethics*, vol 14. Springer, Dordrecht.

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. A., D’Souza, F., Simkins, B. J., & Simpson, W. G. (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.

Carter, D. A., Simkins, B. J., & Simpson, W. G. (2003a). Corporate governance, board diversity, and firm value. *Financial Review*, 38(1), 33–53.

Carter, D. A., Simkins, B. J., & Simpson, W. G. (2003b). Corporate Governance,

Board Diversity, and Firm Value. *The Financial Review*, 38(1), 33–53.

Carter, M. E., Franco, F., & Gine, M. (2017). Executive Gender Pay Gaps: The Roles of Female Risk Aversion and Board Representation. *Contemporary Accounting Research*, 34(2), 1232–1264.

Dambrin, C., & Lambert, C. (2008). Mothering or auditing? the case of two Big Four in France. *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 21(4), 474–506.

Davies, L. of A. (2011). Women on boards February 2011. *Www.Gov.Uk/Government/Upload, February*, 1–40.

Doan, T., & Iskandar-Datta, M. (2020). Are female top executives more risk-averse or more ethical? Evidence from corporate cash holdings policy. *Journal of Empirical Finance*, 55(August 2019), 161–176.

Farhan Jedi, F., & Nayan, S. (2018). An empirical evidence on the effect of women board representation on firm performance of companies listed in Iraq stock exchange. *Business and Economic Horizons*, 14(1), 117–131.

Ferreira, D. (2010). Board diversity. In R. Anderson & H. K. Baker (Eds.), *Corporate governance: A synthesis of theory, research, and practice*: 225–242. Hoboken, NJ: John Wiley & Sons.

Ferreira, D. (2015). Board diversity: Should we trust research to inform policy? *Corporate Governance: An International Review*, 23(2), 108–111.

Gaio, C., Gonçalves, T., & Azevedo, R. (2020). EARNINGS MANAGEMENT: EVIDENCE OF LISTED AND UNLISTED COMPANIES IN EUROPE.. *Innovar*, 30(76), 77–90.

Gonçalves, T., Gaio, C., & Santos, T. (2019). Women on the board: Do they manage earnings? empirical evidence from european listed firms. *Revista Brasileira de Gestao de Negocios*, 21(3), 582–597.

Greene, T. C., & Jame, R. (2013). Company name fluency, investor recognition, and firm value. *Journal of Financial Economics*, 109(3), 813–834.

Greene, D., Intintoli, V. J., & Kahle, K. M. (2020). Do board gender quotas affect firm value? Evidence from California Senate Bill No. 826. *Journal of Corporate Finance*, 60(September 2019), 101526.

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

338.

Hewa Wellalage, N. (2011). Women on Board, Firm Financial Performance and Agency Costs. *SSRN Electronic Journal*.

Hillman, A. J., Cannella, A. A., & Harris, I. C. (2002). Women and Racial Minorities in the Boardroom: How Do Directors Differ? *Journal of Management*, 28(6), 747–763.

Hillman, A. J., Shropshire, C., & Cannella, A. A. (2007). Organizational Predictors of Women on Corporate Boards. *Academy of Management Journal*, 50(4), 941–952.

Isidro, H., & Sobral, M. (2014). The Effects of Women on Corporate Boards on Firm Value, Financial Performance, and Ethical and Social Compliance. *Journal of Business Ethics*, 132(1), 1–19.

Kakabadse, N. K., Figueira, C., Nicolopoulou, K., Hong Yang, J., Kakabadse, A. P., & Özbilgin, M. F. (2015). Gender Diversity and Board Performance: Women's Experiences and Perspectives. *Human Resource Management*, 54(2), 265–281.

Kesner, I. F. (1988). DIRECTORS' CHARACTERISTICS AND COMMITTEE MEMBERSHIP: AN INVESTIGATION OF TYPE, OCCUPATION, TENURE, AND GENDER. *Academy of Management Journal*, 31(1), 66–84.

Kim, B., Burns, M. L., & Prescott, J. E. (2009). The Strategic Role of the Board: The Impact of Board Structure on Top Management Team Strategic Action Capability. *Corporate Governance: An International Review*, 17(6), 728–743.

Konrad, A. M., & Kramer, V. W. (2006). How many women do boards need. *Harvard Business Review*, 84(12), 22.

Konrad, A. M., Ritchie, J. E., Lieb, P., & Corrigan, E. (2000). Sex Differences and Similarities in Job Attribute Preferences: A Meta-Analysis. *Psychological Bulletin*, 126(4), 593–641.

Lückerath-Rovers, M. (2013). Women on boards and firm performance. *Journal of Management & Governance*, 17(2), 491–509.

Natividad, B. I. (2010). *Effectiveness of Quotas ' . 2000*, 23–25.

Nguyen, H., & Faff, R. (2006). Impact of board size and board diversity on firm value: Australian evidence. *Corporate Ownership and Control*, 4(2 A), 24–32.

Nuhu, M., & Ahmad, S. Bin. (2017). Board composition and performance of listed firms in nigeria: Mediated and moderated model. *Journal of Business and Retail Management Research*, 11(3), 25–38.

Oakley, J. G. (2000). Gender-based Barriers to Senior Management Positions: Understanding the Scarcity of Female CEOs. *Journal of Business Ethics*, 27(4), 321–334.

Pereira, J. M. (2013). *O Impacto da Composição do Conselho de Administração nas Medidas de Performance Financeira nas Sociedades Portuguesas Cotadas em Bolsa*.

Rodrigues, M. S. (2017). *A representatividade das mulheres na liderança de topo: Análise das atuais empresas do PSI-20 (2005 a 2016)*. 20, 93.

Ryan, M. K., & Haslam, S. A. (2007). The glass cliff: Exploring the dynamics surrounding the appointment of women to precarious leadership positions. *Academy of Management Review*, 32(2), 549–572.

Seierstad, C., Warner-Søderholm, G., Torchia, M., & Huse, M. (2017). Increasing the Number of Women on Boards: The Role of Actors and Processes. *Journal of Business Ethics*, 141(2), 289–315.

Shaw, T., Das, A., & Dey, S. (2016). Role of gender in decision-making: a study of women attached in handloom weaving. *International Journal of Gender Studies in Developing Societies*, 1(3), 278.

Shehata, N., Salhin, A., & El-Helaly, M. (2017). Board diversity and firm performance: evidence from the U.K. SMEs. *Applied Economics*, 49(48), 4817–4832.

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

Short, H., & Keasey, K. (1999). Managerial ownership and the performance of firms: Evidence from the UK. *Journal of Corporate Finance*, 5(1), 79–101.

Singh, A. K., Singhania, S., & Sardana, V. (2019). Do Women on Boards affect Firm's Financial Performance? Evidence from Indian IPO Firms. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 13(2), 53–68.

Singh, V., Terjesen, S., & Vinnicombe, S. (2008). Newly appointed directors in the boardroom: *European Management Journal*, 26(1), 48–58. <https://doi.org/10.1016/j.emj.2007.10.002>

Terjesen, S., Couto, E. B., & Francisco, P. M. (2016). Does the presence of independent and female directors impact firm performance? A multi-country study of board diversity. *Journal of Management and Governance*, 20(3), 447–483.

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.

Tharenou, P., Latimer, S., & Conroy, D. (1994). How do you Make it to the Top? An Examination of Influences on Women's and Men's Managerial Advancement. *Academy of Management Journal*, 37(4), 899–931.

Walt, N., & Ingley, C. (2003). Board Dynamics and the Influence of Professional Background, Gender and Ethnic Diversity of Directors. *Corporate Governance*, 11(3), 218–234.

Wernerfelt, B., & Cynthia A. Montgomery. (1988). *Tobin 's q and the Importance of Focus in Firm Performance* Author (s): Birger Wernerfelt and Cynthia A . Montgomery Source : *The American Economic Review* , Mar . , 1988 , Vol . 78 , No . 1 (Mar . , 1988) , pp . 246- Published by : American Economic Asso. 78(1), 246–250.

Yermack, D. (1996). Higher Market Valuation for Firms with a Small Board of Directors. *Journal of Financial Economics*, 40(40), 185–211.