



UNIVERSIDADE DE
COIMBRA



Patrícia do Carmo Vaz Pereira

**A INFLUÊNCIA DA DIVERSIDADE DE GÉNERO DOS
CONSELHOS DE ADMINISTRAÇÃO E DO GÉNERO
DO CEO NOS RESULTADOS DAS EMPRESAS
CASO DA EUROPA**

Dissertação no âmbito do Mestrado em Contabilidade e Finanças orientada pela
Professora Doutora Liliana Marques Pimentel e apresentada à Faculdade de
Economia da Universidade de Coimbra

Setembro de 2018

Mestrado em Contabilidade e Finanças

A Influência da Diversidade de Género dos Conselhos de Administração e do Género do CEO nos Resultados das Empresas Caso da Europa

Patrícia do Carmo Vaz Pereira

Tese no âmbito do Mestrado em Contabilidade e Finanças orientada pela Professora Doutora
Liliana Marques Pimentel e apresentada à Faculdade de Economia da Universidade de
Coimbra

Setembro de 2018



UNIVERSIDADE D
COIMBRA

A stylized logo consisting of a horizontal bar above a large, bold, U-shaped element.

dedicatória

Ao meu pai, que tornou possível esta dissertação e todas as conquistas da minha vida.

agradecimentos

A presente dissertação de mestrado foi realizada sob a orientação da Professora Dra. Liliana Pimentel, a quem não posso deixar de agradecer por toda a confiança depositada, pelos conselhos e ensinamentos prestados e por todo o apoio ao longo deste trabalho.

À minha Família, em especial ao meu Pai, ao meu Irmão e aos meus Avós, um enorme obrigada por todo o carinho, apoio e paciência ao longo deste percurso.

À minha Madrinha, por toda a ajuda na revisão deste trabalho e pela disponibilidade em ouvir os meus desabafos.

Aos meus amigos, em especial à Tatiana Santos e ao Madeira, pelo companheirismo e pelo privilégio que tive em partilhar com eles esta etapa académica. À Joana, à Carina, à Dina, à Caty, ao João, ao Nuno, ao Sequeira, os meus amigos de sempre que nunca permitiram que desanimasse ao longo de toda esta etapa.

Aos meus colegas da sucursal do *Millennium BCP* da Portagem, pelo acompanhamento no início deste trabalho, e aos meus colegas da *Exogenus Therapeutics*, pelo acompanhamento no seu final.

Ao Centro Norton de Matos, pela cedência de espaço para trabalhar durante várias tardes, e às professoras Catarina e Rita, pela paciência em ouvir os meus desabafos.

Ao Mauro, pelo apoio incondicional e compreensão. Pelas palavras de encorajamento e pela dedicação e atenção sem limites. Um desmedido obrigada por todo o esforço para me manter motivada perante todos os desafios.

“Gender equality is more than a goal in itself. It is a precondition for meeting the challenge of reducing poverty, promoting sustainable development and building good governance.”

Kofi Annan, former Secretary-General of the United Nations, 2001

RESUMO

O objetivo desta dissertação é analisar a influência do género do CEO e da percentagem de mulheres nos Conselhos de Administração no desempenho das maiores empresas cotadas da União Europeia, no período 2010 a 2017. Estas empresas foram escolhidas devido à inexistência de estudos com base em empresas da União Europeia e porque os estudos relacionados com este tema apresentam resultados ambíguos, sendo encontradas relações positivas, negativas ou nenhuma relação entre a diversidade de género e o desempenho das empresas, que neste estudo é medido através de dois indicadores: ROA e Q de Tobin. Recorrendo a modelos de regressão e utilizando o método OLS, com base numa amostra de 308 empresas europeias, foi encontrada uma relação negativa entre o cargo de CEO de uma empresa ser ocupado por uma mulher e o indicador Q de Tobin. Esta relação é também negativa, mas não significativa, quando se analisa o ROA. Estes resultados sugerem que o facto de o cargo de CEO ser ocupado por uma mulher não tem influência na empresa quando são analisados os resultados contabilísticos (ROA) mas influencia negativamente o valor de mercado da empresa, podendo associar-se este resultado à discriminação de género, que continua presente na sociedade em geral e no mercado de trabalho. A relação entre a percentagem de mulheres no Conselho de Administração das empresas e os indicadores de desempenho é positiva, mas não significativa, o que sugere que a percentagem de mulheres nos Conselhos continua muito baixa para permitir às empresas tirar partido das vantagens da diversidade de género na empresa.

Palavras-chave: Género; CEO; Conselho de Administração; Desempenho; União Europeia.

ABSTRACT

The objective of this dissertation is to analyze the performance of the largest listed companies of the European Union between 2010 and 2017, and how they are affected by the gender influence of the CEO and the percentage of women on their Boards of Directors. These companies were chosen due to the lack of studies based on companies in the European Union and because the studies related to this subject have ambiguous results. Those ambiguities relate to the finding of positive, negative, or no relationship between gender diversity and company performance. This study is measured utilizing two indicators: ROA and Tobin's Q. Using a regression model based on a sample of 308 European companies, and the OLS method, a negative relationship was found between having a female CEO and the Tobin's Q. When the ROA is analyzed, this relationship is also negative, but not significant. These results suggest that the fact that the position of CEO is occupied by a woman, has no influence on the company when analyzing the accounting results (ROA). It also negatively influences the market value of the company which can be attributed to gender discrimination, an inequality that is still present in society in general, as well as the labor market. The ratio between the percentage of female board members and the performance indicators is positive, but not significant. This suggests that the percentage of women board members remains too low to allow companies to take advantage of the benefits of gender diversity.

Keywords: Gender; CEO; Board of directors; Performance; European Union.

Lista tabelas

Tabela 1 – Percentagem de mulheres nos Conselhos de Administração nas maiores empresas cotadas da União Europeia e as quotas de género aplicadas, em 2017 Nota: AR = Autorregulação.....	26
Tabela 2 – Amostra utilizada no estudo.....	41
Tabela 3 – Literatura na qual se baseou a escolha das variáveis de controlo utilizadas.....	48
Tabela 4 – Sinais previstos para as variáveis utilizadas no estudo.....	49
Tabela 5 – Hipóteses e explicação dos testes estatísticos.....	51
Tabela 6 – Resultados dos testes estatísticos aos modelos (1-4).....	52
Tabela 7 – Estatísticas descritivas.....	54
Tabela 9 – Resultados das regressões dos modelos 1e 3, com a variável dependente ROA.....	62
Tabela 10 – Resultados das regressões dos modelos 2 e 4, com a variável dependente QTOBIN.....	65
Tabela 11 – Resumo dos resultados das obtidos.....	66
Tabela 12 – Resultados das regressões dos modelos 1 a 4 com recurso a diferentes métodos de estimação.....	69
Tabela 13 – Resultados das regressões dos modelos 5 a 8, com a variável dependente FEMALECEO (modelo 5 e 7) e FEMALEONBOARD (modelo 6 e 8).....	71

Lista gráficos

Gráfico 1 – Percentagem de homens e mulheres com um grau académico superior nos países da União Europeia (2010-2017).....	8
Gráfico 2 – Percentagem de empregabilidade na União Europeia (2010-2017).....	9
Gráfico 3 – Evolução da percentagem de mulheres no cargo de CEOs nas maiores empresas cotadas da União Europeia (2010-2017)	11
Gráfico 4 – Percentagem de mulheres no cargo de CEO nas maiores empresas cotadas da União Europeia em 2017	12
Gráfico 5 – Evolução da percentagem de mulheres nos Conselhos de Administração das maiores empresas cotadas da União Europeia (2010-2017)	15
Gráfico 6 – Percentagem de mulheres nos Conselhos de Administração nas maiores empresas cotadas da União Europeia em 2017	16

Lista siglas

AR - Autorregulação
AT - Áustria
BE - Bélgica
BG - Bulgária
CA – Conselho de Administração
CEO – *Chief Executive Officer*
CY - Chipre
CZ - República Checa
DE - Alemanha
DK - Dinamarca
EE - Estónia
EL - Grécia
ES - Espanha
EU - União Europeia
FI - Finlândia
FR - França
EUA – Estados Unidos da América
HR - Croácia
HU - Hungria
IE - Irlanda
IT - Itália
LV - Letónia
LT - Lituânia
LU - Luxemburgo
MT - Malta
NL – Holanda
OLS – *Ordinary Least Squares*
PL - Polónia
PT - Portugal
TMT – *Top Management Teams*
RO - Roménia
ROA – *Return On Assets*
SE - Suíça
SI - Eslovénia
SK - Eslováquia
UK - Inglaterra

dedicatória	i
agradecimentos	iii
Resumo	vii
Abstract	ix
Lista tabelas	xi
Lista gráficos	xiii
Lista siglas	xv
Introdução	1
1.1 Relevância do tema	1
1.2 Questões de investigação	1
1.3 Objetivos do estudo	2
1.4 Organização da dissertação	2
Parte I: revisão da literatura	5
2. A diversidade de género: realidade ou utopia?	6
2.1 Evolução das mulheres no mercado de trabalho	7
2.2 O género do CEO	10
2.3 Conselho de Administração	13
2.3.1 Conceito	13
2.3.2 Mulheres nos Conselhos de Administração	13
2.3.3 Massa Crítica	17
2.4 O fenómeno do <i>glass ceiling</i>	19
2.5 Os efeitos das quotas de género nas empresas	21
2.5.1 Situação atual da União Europeia	23
2.6 Estudos empíricos/anteriores	27
2.6.1 Nos Estados Unidos da América	27
2.6.2 Na Europa	31

2.6.3	Resto do mundo	34
2.7	Hipóteses de estudo	38
Parte II: Amostra e Metodologia		39
3.	Descrição da Amostra	40
4.	Descrição das variáveis	42
4.1	Variáveis dependentes	42
4.1.1.	ROA	42
4.1.2.	Q de Tobin	43
4.2	Variáveis independentes	45
4.2.1.	FEMALECEO	45
4.2.2.	FEMALEONBOARD	46
4.3	Variáveis de controlo	47
4.4	Sinais previstos para as variáveis	49
4.5	Modelos de regressão	50
Parte III: Resultados		53
5.	Estatísticas Descritivas e Correlações	54
5.1.	Estatísticas Descritivas	54
5.2.	Correlações	57
6.	Discussão dos resultados	60
6.1.	ROA	60
6.2.	Q de Tobin	63
7.	Testes adicionais	67
Conclusões		74
Referências Bibliográficas		77
Anexos		81
Anexo 1 – Lista das empresas utilizadas na amostra		82

INTRODUÇÃO

1.1 Relevância do tema

A crescente presença de mulheres no mercado de trabalho e, conseqüentemente, nas empresas, deu origem a que o tema da diversidade de género assuma uma importância crescente na sociedade e se destaque cada vez mais no meio académico. A questão da representação das mulheres nos Conselhos de Administração das empresas e em cargos como o de CEO é frequentemente debatida e discutida entre os formuladores de políticas e pesquisadores, tendo aumentado consideravelmente nos últimos anos. Este interesse deve-se sobretudo à representação relativamente baixa de mulheres nos Conselhos de Administração e nos cargos de liderança, em comparação com a sua presença na população em geral e no mundo empresarial, fazendo do género um tópico relevante para estudos empíricos.

Apesar da UE promover ativamente a igualdade entre homens e mulheres, sendo a igualdade de género um direito fundamental e um dos princípios fundadores da UE, em 2017 apenas 25,3% dos membros dos Conselhos de Administração das maiores empresas cotadas da União Europeia, em média, eram mulheres e, apenas 5,5% das empresas possuíam uma mulher no cargo de CEO (European Commission, 2018).

Existem inúmeros fatores que contribuem para o desempenho das empresas, sendo que neste estudo se pretende descobrir se o género dos membros do Conselho de Administração é um destes fatores, assim como o género do CEO.

1.2 Questões de investigação

Este estudo procura responder a duas questões principais:

1. Serão os resultados das empresas influenciados, positiva ou negativamente, pelo género do CEO?
2. Serão os resultados das empresas influenciados, positiva ou negativamente, pela percentagem de mulheres nos Conselhos de Administração?

1.3 Objetivos do estudo

Os homens ocupam predominantemente os cargos de CEO das maiores empresas, assim como grande parte dos seus Conselhos de Administração, mas, nos últimos anos, algumas mulheres assumiram este cargo e tornaram-se membros deste Conselho e, assim, torna-se possível e necessário estudar o impacto financeiro e social nas empresas desta mudança.

Diversos estudos têm investigado a relação entre a diversidade de género e o desempenho das empresas, mas não obtêm, muitas vezes, resultados conclusivos e, quando obtêm, são contraditórios: muitos deles revelam uma influência positiva da participação das mulheres, enquanto outros revelam uma influência negativa, existindo ainda estudos que concluem que não existe qualquer influência. Apesar de existirem bastantes estudos sobre o tema da diversidade de género e o impacto no desempenho das empresas, existem muito poucos que abordam este tema com base em empresas da União Europeia e, no melhor do nosso conhecimento, não existe qualquer estudo que examine este tema com base no principal índice de ações de cada país.

Assim, o principal objetivo deste estudo é contribuir para a literatura, examinando a influência do género do CEO e da percentagem de mulheres dos Conselhos de Administração nos resultados das maiores empresas cotadas da União Europeia.

Os objetivos sintetizam o que vai ser alcançado com a pesquisa e, desta forma, os objetivos deste estudo são testar a existência da relação entre o género do CEO e os resultados da empresa, medidos por dois indicadores alternativos (ROA e Q de Tobin) e da relação entre a percentagem de mulheres no Conselho de Administração e os resultados da empresa, medidos pelos mesmos indicadores. Se essa relação existir, pretende-se também examinar se a influência é positiva ou negativa.

1.4 Organização da dissertação

A dissertação está dividida em três partes: a primeira parte é constituída pela revisão da literatura existente e inclui várias secções, em que são abordados a evolução das mulheres no mercado de trabalho, o género do CEO, o Conselho de Administração, que inclui a revisão da literatura acerca do seu conceito, da presença de mulheres neste e da teoria da massa crítica, o fenómeno do *glass ceiling*, os efeitos das quotas de género nas empresas,

nomeadamente a situação atual da União Europeia e analisam-se ainda alguns dos estudos anteriores realizados sobre o tema, com base em empresas dos EUA, da Europa e do resto do mundo. A primeira parte termina com a formulação das hipóteses do estudo.

Na segunda parte, são descritas a amostra e as variáveis utilizadas no estudo, analisando-se os sinais previstos para estas. São ainda construídos os modelos de regressão, explicando também a metodologia utilizada e os testes estatísticos realizados.

Na terceira parte, são analisadas as estatísticas descritivas e as correlações das variáveis presentes no estudo e procede-se à análise dos resultados obtidos, assim como à sua discussão. São ainda incluídos nesta parte testes de robustez adicionais.

Finalmente, é feita a conclusão do estudo e é fornecida a bibliografia utilizada ao longo da dissertação, assim como os anexos considerados.

PARTE I: REVISÃO DA LITERATURA

2. A diversidade de género: realidade ou utopia?

Como consequência da crise financeira de 2008, dos escândalos financeiros e da alta taxa de insucesso das empresas na última década, nos últimos anos verificou-se uma preocupação crescente em melhorar a eficácia dos Conselhos de Administração (Alvarado *et al.*, 2017). Uma das tendências mais relevantes para melhorar esta eficácia tem sido a inclusão de diferentes tipos de diversidade nos Conselhos, incluindo a diversidade de género. As empresas modernas são “conduzidas” em contextos incertos: enfrentam pressões competitivas internacionais crescentes, mercados instáveis, tecnologias novas e complexas e mudanças drásticas na sociedade em geral. Entre estes contextos de mudança, está a mudança na composição do Conselho de Administração das empresas, devido ao facto de as mulheres assumirem cargos de alta gestão (Shrader *et al.*, 1997). Para as empresas esta diversidade de género oferece novas oportunidades, mas também novos desafios.

Assim, a diversidade de género é um tema que se tem destacado no meio académico nos últimos anos, com estudos que têm como principal objetivo caracterizar e/ou verificar o impacto financeiro e social da maior ocupação de mulheres em cargos de liderança e de alta gestão nas empresas (Farrel e Hersch, 2004; Parente, 2013). Apesar de, nas últimas décadas, as mulheres terem conseguido alcançar conquistas sociais, profissionais, culturais e políticas, ainda são discriminadas no que toca às oportunidades de trabalho, decorrendo daí o contínuo interesse dos pesquisadores pelas diferenças de género nas empresas (Magro *et al.*, 2015).

O género é a questão mais debatida não só em termos de diversidade nos Conselhos de Administração, mas também em termos de participação feminina na atividade económica e na sociedade em geral (Campbell e Mínguez-Vera, 2008; Peni, 2014). Algumas empresas identificam explicitamente a diversidade de género como um objetivo da empresa (Farrel e Hersch, 2004). A diversidade de género também se tornou um critério importante para o investimento e para os índices de responsabilidade social (Adams e Ferreira, 2009; Green e Homroy, 2017).

Apesar desta mudança, persiste a discussão a respeito da baixa entrada das mulheres em cargos elevados das empresas (Madalozzo, 2011).

2.1 Evolução das mulheres no mercado de trabalho

Os movimentos da luta pelos direitos das mulheres ganharam uma proporção visível nos anos 60 (Carter *et al.*, 2003; Campbell e Mínguez-Vera, 2010). A partir daí, as mulheres começaram a entrar no mundo empresarial, mas muito poucas esperavam seguir uma carreira que as levasse aos cargos de topo das empresas (Oakley, 2000; Carter *et al.*, 2003). Apesar disso, nas últimas décadas, as mulheres fizeram avanços consideráveis nos domínios tradicionalmente dominados por homens, mas continuam significativamente sub-representadas no topo da hierarquia das empresas (Dezso e Ross, 2012), tanto nos Conselhos de Administração como em cargos de liderança, como o cargo de CEO. Estes avanços colocaram um foco crescente nas questões da participação feminina no mercado de trabalho, bem como na igualdade de género (Laible, 2013).

Além das implicações sociais e éticas, a escassez de mulheres no topo da hierarquia das empresas sugere que a representação feminina pode ter implicações importantes para a competitividade de uma empresa, não apenas como reflexo de um recrutamento e de um processo de promoção mais neutro, mas também pelos potenciais benefícios da própria diversidade de género (Dezso e Ross, 2012). Quando tentam obter cargos na alta administração, as mulheres podem ser confrontadas com uma seleção mais severa (devido à discriminação), tornando-as mais exclusivas e, portanto, em média, melhores em comparação com os homens na alta gestão (Kotiranta *et al.*, 2007).

A discriminação baseada no género nas últimas décadas deixou as mulheres sub-representadas nos níveis mais altos das empresas. Assim, apesar do aumento da participação feminina na força de trabalho, tal não impediu que permanecessem as diferenças nos salários e na igualdade de tratamento nas promoções em relação ao género (Madalozzo, 2011; Joshi *et al.*, 2015 *apud* Thams *et al.*, 2018). Segundo o *EuroStat*¹, as mulheres ganham, em média, menos 16% que os homens na generalidade das profissões, sendo que este valor se agrava para 23% quando são analisados os cargos de gestão das empresas e estando este cenário de desigualdade presente em todos os Estados-Membros (European Commission, 2018). Para que as mulheres possam ser membros dos Conselhos de Administração das empresas e possam ocupar cargos de liderança é necessário que tenham oportunidades educacionais e habilitações necessárias para competir com os colegas do sexo masculino (Campbell e Mínguez-Vera, 2010). Uma das razões, alegadas no passado, para a falta de mulheres no

¹ Gabinete de Estatísticas da União Europeia

mercado de trabalho era a pouca habilitação destas (Madalozzo, 2011) o que, no presente, já não representa uma razão válida, tendo em conta que, nos países da União Europeia, em 2017, 33,4% das mulheres possuíam um grau académico superior, contrastando com 29,5% dos homens, como se observa no gráfico 1. Esta maioria de mulheres com este nível de ensino verifica-se em quase todos os Estados Membros da União Europeia e a percentagem de mulheres com um grau académico superior aumenta de ano para ano, desde 2010 (European Commission, 2018).

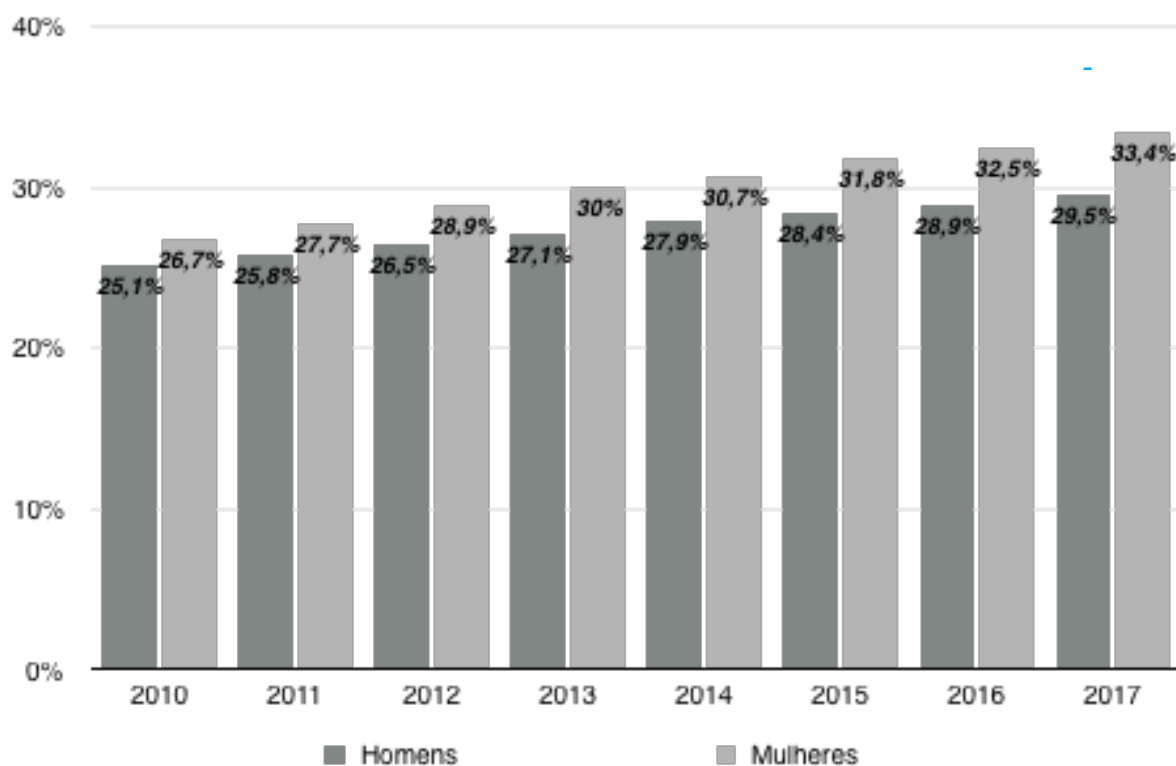


Gráfico 1 – Percentagem de homens e mulheres com um grau académico superior nos países da União Europeia (2010-2017)

Tem sido alcançado um progresso significativo, ao longo das últimas décadas, em termos de igualdade de género, dentro da União Europeia. Ainda assim, as mulheres continuam seriamente sub-representadas nas posições de tomada de decisão e liderança (Pereira, 2013). Em média, a taxa de emprego para os homens é maior do que para as mulheres e, quando empregados, os homens ocupam posições hierárquicas mais elevadas do que estas. No gráfico 2 observa-se a diferença, ainda grande, da percentagem de empregabilidade entre homens e mulheres na União Europeia (78% dos homens contra 66,5% das mulheres em 2017). O objetivo da UE é atingir uma taxa de emprego de 75%

para homens e mulheres até 2020 o que, no caso dos homens, já foi atingido, mas no caso das mulheres, e a continuar a aumentar lentamente à semelhança dos últimos anos, não será provável a sua concretização. Apesar dos progressos, as mulheres ainda estão longe de alcançar a independência económica plena e, em comparação com os homens, as mulheres ainda tendem a trabalhar em setores com salários mais baixos e a receberem menos promoções e mais lentas (European Commission, 2018).

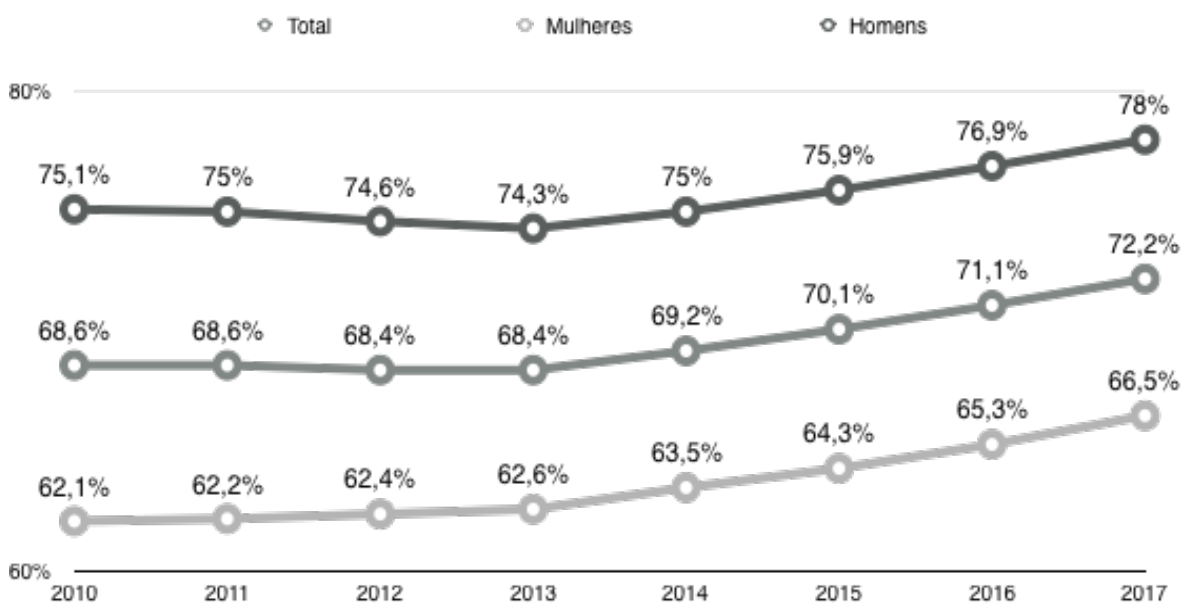


Gráfico 2 – Percentagem de empregabilidade na União Europeia (2010-2017)

Oportunidades de carreira neutras em relação ao género são - além de serem “justas” - também do melhor interesse das empresas (Kotiranta *et al.*, 2007). Os argumentos para uma maior representação feminina nos Conselhos de Administração podem ser divididos em duas categorias: ética e económica. Os primeiros argumentam que é imoral que as mulheres sejam excluídas dos cargos e posições de liderança das empresas com base no seu género e que as empresas devem contratar mulheres para estes cargos para alcançar a igualdade de género na sociedade. Os argumentos económicos, por outro lado, baseiam-se na noção de que as empresas que não selecionam os melhores candidatos, por excluírem as mulheres dos candidatos possíveis, podem estar a selecionar um candidato pior, em comparação, para estes cargos e, conseqüentemente, terão um pior desempenho financeiro (Campbell e Mínguez-Vera, 2010). As mulheres fizeram grandes progressos nos últimos anos ao subirem na hierarquia das empresas, mas o atual panorama sugere que os obstáculos ainda existem e que ainda existe muito a ser feito antes de a verdadeira igualdade de género ser alcançada (Perryman *et al.*, 2016).

2.2 O gênero do CEO

A influência de grandes empresas multinacionais, sobretudo americanas, num mundo globalizado como aquele em que vivemos, fez com que o termo CEO, abreviatura de *Chief Executive Officer*, se tornasse uma designação comum para o cargo de diretor executivo ou diretor geral de uma empresa. Assim, o termo CEO é a designação mais usual para referir a maior autoridade dentro da hierarquia de uma empresa, responsável pela supervisão, pelas estratégias e pela visão desta (Peni, 2014).

O cargo de CEO é o cargo que tem maior potencial para influenciar o desempenho financeiro a longo prazo das empresas (Jeong e Harrison, 2017), daí que a escolha do CEO seja uma decisão que deve ter conta as características inerentes a este cargo - a posição de CEO exige atributos de liderança únicos (Dezso e Ross, 2012), que devem ser considerados como determinantes para o sucesso de uma empresa (Peni, 2014).

As expectativas da sociedade sobre o que e onde é apropriado para as mulheres trabalharem podem afetar não apenas a decisão de uma mulher trabalhar, mas também a seleção, nem sempre justa, de homens e mulheres entre profissões, indústrias e empresas. Essas expectativas sociais também podem afetar as escolhas que as mulheres fazem em ocupações específicas, como o cargo de CEO (Faccio *et al.*, 2016).

O estereótipo cultural dos líderes é masculino e apresenta uma barreira para qualquer mulher que aspire a uma posição de liderança, especialmente, uma posição como a de CEO, onde a função simbólica da posição é particularmente importante (Oakley, 2000). Assim, e apesar do substancial progresso feminino nos últimos anos, a liderança empresarial permanece predominantemente masculina (Matsa e Miller, 2013). Uma das principais explicações para a falta de mulheres no cargo de CEO é um efeito de estereótipos, muitas vezes inconscientes, que associam o feminismo à incompetência (Oakley, 2000).

O Conselho de Administração é quem, normalmente, nomeia o CEO e requer que este represente ao máximo o seu próprio perfil de atuação e características, o que leva a que, sendo o Conselho maioritariamente masculino, a escolha de uma mulher para este cargo seja menos provável (Madalozzo, 2011). Isto faz com que as mulheres possuam uma ascensão mais restrita ao cargo de CEO (Madalozzo, 2011) e, por isso, a nomeação de um CEO do sexo feminino é um evento raro que provoca normalmente uma atenção exagerada por parte dos *media* (Jeong e Harrison, 2017).

As explicações para o número extremamente baixo de mulheres em posições de CEO vão para além de políticas e práticas empresariais (Oakley, 2000; Lam *et al.*, 2013). As mulheres continuam sub-representadas nos cargos de liderança, nomeadamente no cargo de CEO, apesar das numerosas ações destinadas a corrigir os desequilíbrios de género no processo de decisão. De acordo com o gráfico 3, a taxa de progresso nas empresas cotadas dos Estados-Membros da União Europeia é baixa no que toca à percentagem de mulheres no cargo de CEO, sendo que de 2010 a 2014 a percentagem de mulheres diminuiu e voltou à mesma percentagem e só a partir daí começou a aumentar. Apesar desse aumento, de 2016 a 2017 a percentagem de mulheres no cargo de CEO diminuiu 0,4%, o que pode ser um indicador de que são necessárias novas medidas para a promoção das mulheres para este cargo (European Commission, 2018).

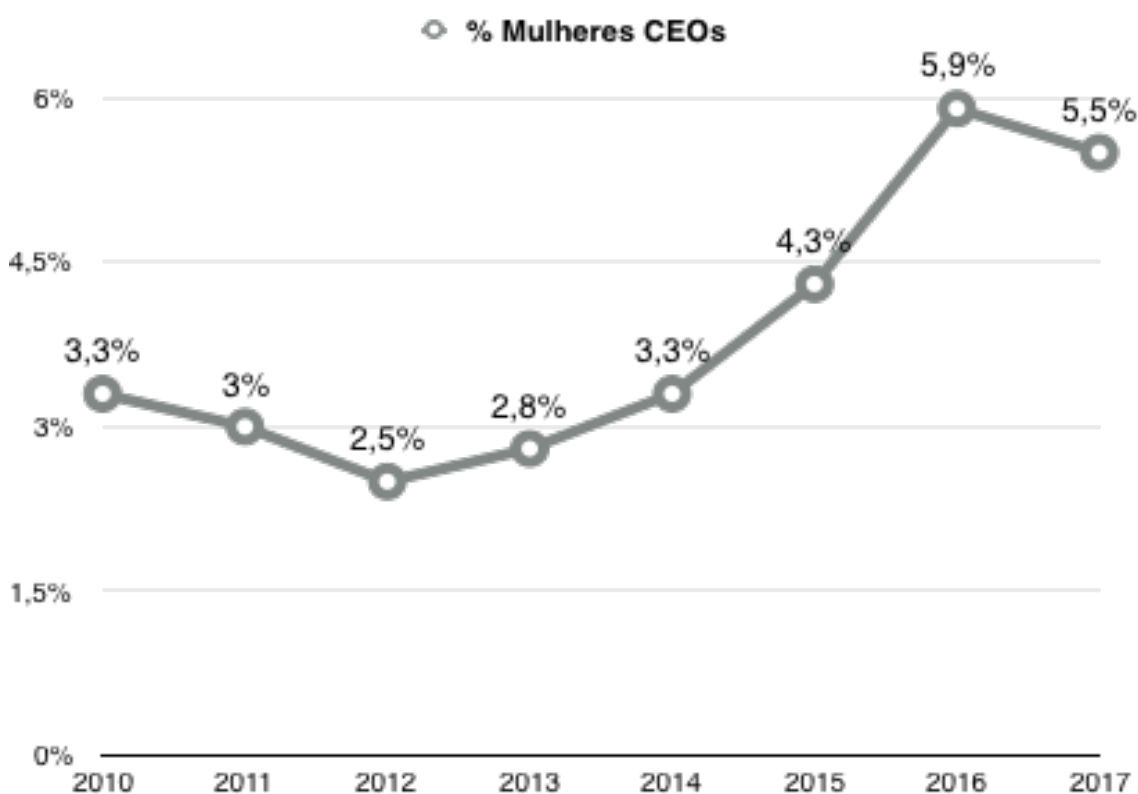


Gráfico 3 – Evolução da percentagem de mulheres no cargo de CEOs nas maiores empresas cotadas da União Europeia (2010-2017)

2.3 Conselho de Administração

2.3.1 Conceito

Os Conselhos de Administração, segundo Schwartz-Ziv (2013), são equipas que realizam tarefas complexas que exigem uma coordenação entre os membros destas e que surgiram da separação entre a propriedade e a gestão das empresas, permitindo aos acionistas regular e fiscalizar a gestão destas. Normalmente, são definidos como sendo um grupo relativamente pequeno de executivos influentes numa empresa - geralmente o CEO e aqueles que reportam diretamente a ele ou ela (Finkelstein *et al.*, 2009 *apud* Jeong e Harrison, 2017).

O Conselho de Administração atua como um mecanismo de governação interna e desempenha um papel fundamental na monitorização da gestão e no direcionamento estratégico das empresas (Shrader *et al.*, 1997), sendo o rumo dos negócios, ligados diretamente aos interesses da empresa, decidido através dele. (Campbell e Mínguez-Vera, 2010; Júnior e Martins, 2015). Assim, os membros dos Conselhos de Administração das empresas são responsáveis por influenciar as decisões estratégicas da empresa (Perryman *et al.*, 2015) e desempenham um papel importante no cumprimento dos objetivos desta (Krishnan e Park, 2005).

Devido às funções do Conselho de Administração, pode ser argumentado que qualquer coisa que melhore o desempenho das tarefas deste Conselho deve consequentemente melhorar o desempenho da empresa (Dezso e Ross, 2012).

2.3.2 Mulheres nos Conselhos de Administração

Os Conselhos de Administração são identificados por diversos autores (Shrader *et al.*, 1997; Carter *et al.*, 2003; Krishnan e Park, 2005; Campbell e Mínguez-Vera, 2010; Dezso e Ross, 2012; Schwartz-Ziv, 2013; Perryman *et al.*, 2015; Júnior e Martins, 2015; Jeong e Harrison, 2017) como sendo um dos mecanismos de controlo interno das empresas mais importante, dando particular importância à sua composição de género. Esta é, também, uma das questões governamentais mais significativas, com que se deparam atualmente gestores, diretores e acionistas das empresas (Carter *et al.*, 2003).

Do ponto de vista social, existe uma tendência para a existência de mais mulheres nos Conselhos de Administração, mas os donos das empresas e aqueles que representam os seus interesses comerciais devem preocupar-se com o papel das mulheres nestes Conselhos (Kotiranta *et al.*, 2007), não apenas de um ponto de vista social, mas também económico.

As composições de género dos cargos de liderança e dos Conselhos de Administração refletem, normalmente, a diversidade no emprego das empresas e também as suas bases de clientes (Kotiranta *et al.*, 2007), o que faz com que a diversidade de género influencie muitas vezes a reputação da empresa.

O aumento da representação de mulheres nos Conselhos de Administração pode ser provocado por um aumento na oferta (aumento das mulheres licenciadas e no mercado de trabalho, como se verifica nos gráficos 1 e 2) ou pode ser impulsionado pela procura. Possíveis explicações para o papel do género no processo de seleção do Conselho podem residir no facto dos Conselhos aumentarem o valor da empresa, das empresas responderem à pressão externa pela diversidade do Conselho ou das empresas terem desenvolvido preferências internas pela diversidade. Todas estas explicações podem ser responsáveis por uma maior procura por membros do Conselho femininos (Farrel e Hersch, 2004).

Segundo Campbell e Mínguez-Vera (2008), a mistura de homens e mulheres é a chave para Conselhos de Administração mais eficientes: se a diversidade de género afeta o funcionamento do Conselho, então, espera-se que as mulheres se comportem de forma diferente dos homens enquanto membros do Conselho de Administração, em pelo menos alguns aspetos (Adams e Ferreira, 2009). A diversidade de género nos Conselhos de Administração gerou um debate sobre a influência das mulheres na dinâmica da direção e no desempenho das empresas. Por um lado, a diversidade de género pode trazer perspetivas adicionais para a tomada de decisões. Por outro lado, as mulheres podem ter um impacto negativo se a decisão de as indicar para o Conselho for motivada apenas pela pressão social por uma maior igualdade entre os sexos (Campbell e Mínguez-Vera, 2010).

Existe um foco crescente na diversidade de género nos Conselhos de Administração. Embora a participação das mulheres nas grandes empresas tenha aumentado, este aumento não foi proporcional na composição de género dos Conselhos de Administração (Green e Homroy, 2017), como se pode observar no gráfico 5. Uma maior diversidade de género nos Conselhos de Administração das empresas é o tema central dos regulamentos do governo das sociedades (Green e Homroy, 2017) e o atual desequilíbrio de género nestes sugere que não existem oportunidades iguais de sucesso nos negócios para homens e mulheres (Kotiranta *et al.*, 2007).

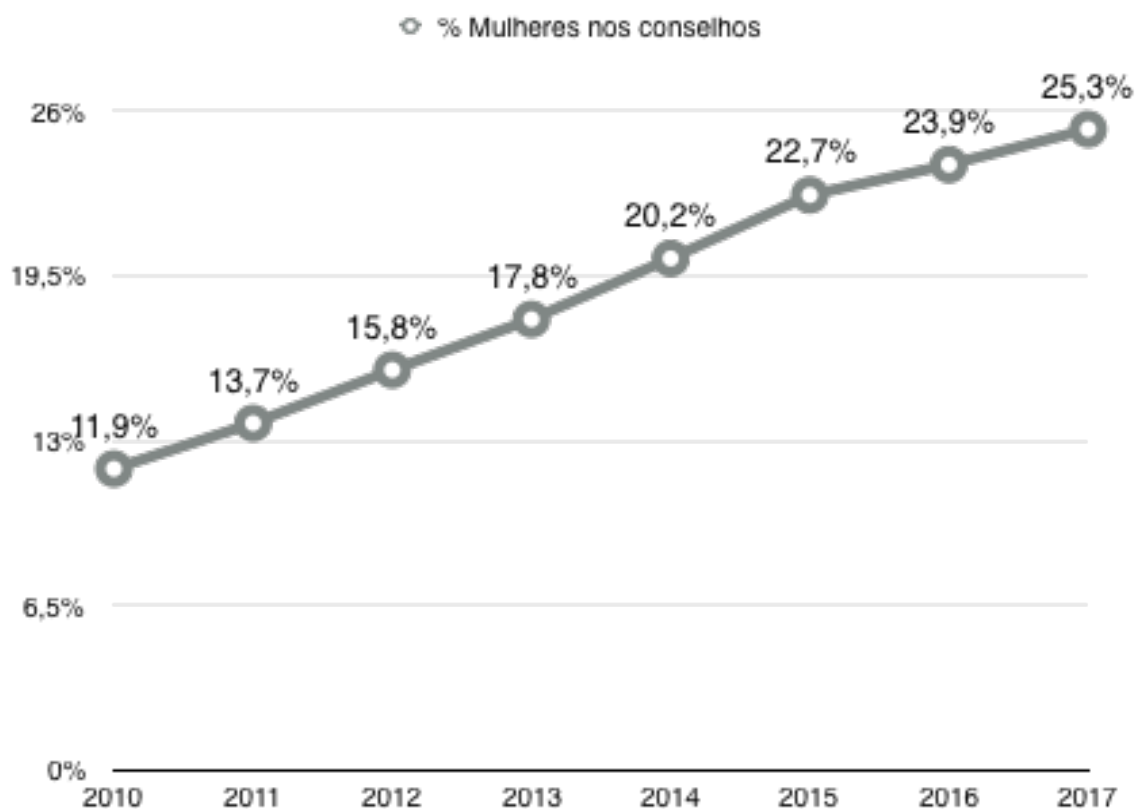


Gráfico 5 – Evolução da percentagem de mulheres nos Conselhos de Administração das maiores empresas cotadas da União Europeia (2010-2017)

Constata-se que menos de um terço (25,3%) dos membros dos Conselhos de Administração das maiores empresas cotadas da União Europeia, em 2017, pertencia a mulheres (Gráfico 5).

O gráfico 6 apresenta a percentagem de mulheres nos Conselhos de Administração nas maiores empresas cotadas da União Europeia em 2017. A percentagem de mulheres neste cargo não excedia 45% em nenhum dos Estados Membros: as maiores percentagens observaram-se em França (44,1%), na Suíça (35,8%), em Itália (35,5%), na Finlândia (33,8%), na Alemanha (33,1%), na Bélgica (30,9%), na Dinamarca (30,7%) e na Letónia (30,1%). As percentagens mais baixas observaram-se na Estónia (7,4%), na Roménia (8,2%), em Malta (8,4%) e na Grécia (9,8%).

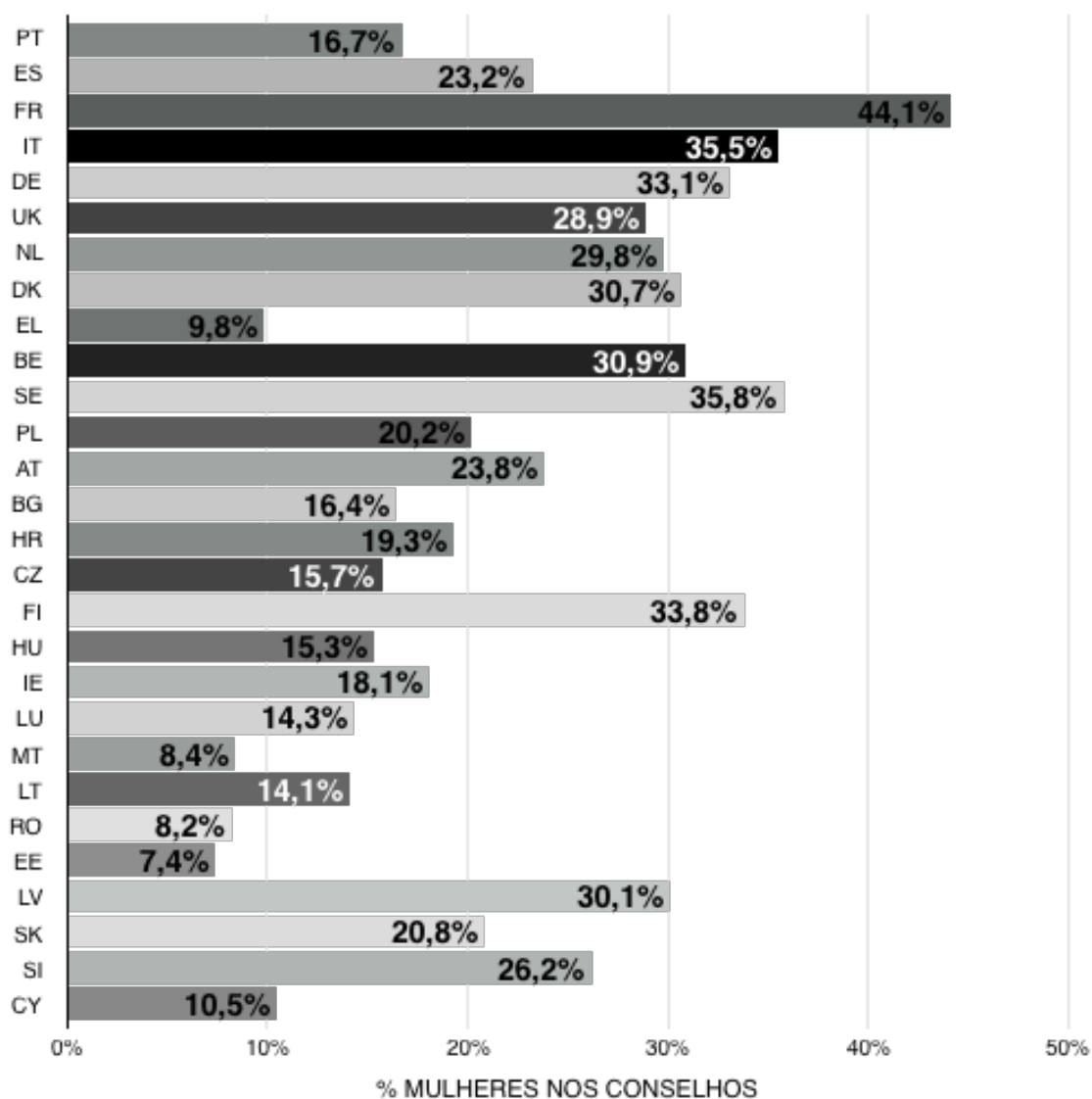


Gráfico 6 – Percentagem de mulheres nos Conselhos de Administração nas maiores empresas cotadas da União Europeia em 2017

Argumentos a favor do aumento da representação das mulheres nos Conselhos de Administração decorrem tradicionalmente de preocupações com a discriminação e com a justiça ética e social. A aparente incongruência da representação feminina nos Conselhos e a representação feminina na força de trabalho pode dever-se a restrições de oferta, a discriminação ou a uma combinação de ambos (Green e Homroy, 2017). Como se verifica nos gráficos 5 e 6, existem poucas mulheres em cargos de liderança e de alto nível nas empresas (Jeong e Harrison, 2017). Embora exista uma tendência crescente para aumentar a representação feminina, que levou as mulheres a ocuparem cargos no Conselho de Administração, estes ainda são desproporcionalmente compostos por membros do sexo masculino (Dezso e Ross, 2012; Alvarado *et al.*, 2017).

Como referido anteriormente, a diversidade de género dos Conselhos de Administração é considerada pela maioria dos autores uma mais-valia para as organizações. No entanto, estas tendem a subestimar os benefícios da diversidade de género, o que pode ser constatado pelo número de mulheres presentes nos Conselhos de Administração das empresas europeias e um pouco por todo o mundo, visível nos gráficos 5 e 6.

A diversidade de género nos Conselhos de Administração ajuda a melhorar a reputação da empresa e a qualidade das decisões destes e, portanto, é benéfica para a empresa no geral (Matsa e Miller, 2013; Liu *et al.*, 2014). Como base na suposição de que as mulheres aumentam o desempenho das empresas, pode argumentar-se que talvez não sejam as mulheres nas equipas da alta gestão em si que influenciam o desempenho organizacional; talvez os tipos de organizações que promovem a diversidade de género nos níveis superiores sejam mais bem-sucedidas porque promovem com base no mérito em vez de suposições estereotipadas de quem pode e não pode realizar (Krishnan e Park, 2005).

2.3.3 Massa Crítica

A teoria da massa crítica, introduzida por Kanter, é citada por vários autores (Oakley, 2000; Krishnan e Park, 2005; Adams e Ferreira, 2009; Campbell e Mínguez-Vera, 2010; Schwartz-Ziv, 2013; Lee e Marvel, 2014; Liu *et al.*, 2014; Alvarado *et al.*, 2017). Esta teoria defende que apenas quando as mulheres constituem, pelo menos, 35% de uma equipa (criando assim equipas mais equilibradas em termos de género), é que a diversidade de género aumenta o desempenho desta. Ou seja, só depois de alcançado um determinado número de mulheres, é que o grupo é capaz de reconhecer as diferentes competências e aptidões das mesmas.

Em grupos desequilibrados em termos de género, nos quais as mulheres constituem apenas uma pequena parte da equipa, estas servem apenas como *tokens*, conceito introduzido por Kanter (1977), o que significa que as mulheres são tratadas como representantes ou símbolos femininos e não como indivíduos. Como os *tokens* são mais visíveis, estão sob maior pressão, o que pode causar um desempenho pior do que os membros da maioria numérica, mas também pode levar a um melhor desempenho a nível individual pois têm de trabalhar mais para receber reconhecimento pelas suas realizações. Além disso, as mulheres que são consideradas “símbolos” e que, portanto, representam o seu género, podem ser motivadas a ter um bom desempenho, não apenas por si mesmas, mas também devido às consequências simbólicas desse desempenho. (Adams e Ferreira, 2009). Assim, existe a

possibilidade de uma maior diversidade de género poder afetar negativamente o desempenho de uma empresa se as mulheres forem nomeadas como *tokens* e não como tendo habilitações para os cargos (Campbell e Mínguez-Vera, 2010).

O *tokenismo* argumenta que a proporção numérica de mulheres nos Conselhos de Administração tem que ser suficiente para permitir que a “voz” feminina seja ouvida e verdadeiramente valorizada (Alvarado *et al.*, 2017): um membro do Conselho de Administração feminino é frequentemente descartado como um *token*; duas mulheres não são suficientes para serem levadas a sério; mas três dão ao Conselho a “massa crítica” necessária para o benefício dos talentos das mulheres (Rosener, 1995 apud Shrader *et al.*, 1997). Schwartz-Ziv (2013) argumenta que os Conselhos só são relativamente equilibrados em termos de género quando, pelo menos, três membros são homens e três são mulheres. O autor chama a este fenómeno “massa crítica dupla”.

Os estereótipos associados aos membros do Conselho de Administração femininos são muitas vezes inconsistentes com as perceções da sociedade sobre os líderes (Liu *et al.*, 2014). O facto de as mulheres serem vistas como *tokens* reforça estes estereótipos: as mulheres têm menos atributos necessários para tais cargos (Lee e Marvel, 2014) e, por serem tratadas como um mero “símbolo” por partes interessadas, internas e externas, o seu impacto nas decisões da empresa será provavelmente limitado (Liu *et al.*, 2014).

Existe uma maior possibilidade de uma mulher ocupar cargos de liderança se existirem outras mulheres presentes em níveis superiores da empresa (Matsa e Miller, 2011; Lam *et al.*, 2013) mas, para as mulheres que procuram uma promoção ou possivelmente aspiram a ascender ao cargo de CEO, a sua classificação como “minoría” dificulta muitas vezes o acesso a informações e a redes, criando mais um obstáculo no caminho para uma maior promoção (Oakley, 2000).

Implícito no argumento de que devem existir mais mulheres nos Conselhos de Administração está a sugestão de que as empresas não estão deliberadamente a contratar mulheres, embora o possam fazer (Adams, 2016).

Um dos obstáculos das mulheres nas empresas, sejam ou não consideradas *tokens*, é uma barreira invisível conhecida como *glass ceiling* (Campbell e Mínguez-Vera, 2010).

2.4 O fenómeno do *glass ceiling*

Apesar de, ao longo dos últimos anos, existirem várias medidas com o objetivo de promover a igualdade entre homens e mulheres, no sentido de existir um equilíbrio de géneros nos Conselhos de Administração das empresas, existem ainda “barreiras invisíveis” que impedem as mulheres de ter acesso a carreiras de topo e de liderança no mercado de trabalho. Estas barreiras são denominadas por *glass ceiling*, conceito introduzido na década de 1980 nos Estados Unidos para descrever uma barreira invisível que impossibilita a ascensão de mulheres aos cargos superiores das empresas (Madalozzo, 2011; Magro *et al.*, 2015).

O atual desequilíbrio entre os géneros nos cargos de topo das empresas indica a existência de um fenómeno chamado *glass ceiling* - a possibilidade de as mulheres numa empresa estarem acima de um certo nível hierárquico é prejudicada pela discriminação sexual. “Glass” refere-se à noção de que é um fenómeno não oficial e difícil de observar e “ceiling” refere-se à ideia de que a subida na hierarquia das empresas é impedida e/ou dificultada (Kotiranta *et al.*, 2007). As barreiras invisíveis que impedem que as mulheres possuam direitos iguais aos dos homens no mercado de trabalho (Magro *et al.*, 2015) e que impedem as mulheres de ascender a posições de topo em grandes empresas (Oakley, 2000), ou seja, a barreira transparente que impede as mulheres de progredirem na carreira para além de um certo ponto, são tudo consequências deste fenómeno, muitas vezes referido como um “efeito de teto de vidro” (Farrel e Hersch, 2004) e que consiste, resumidamente, num preconceito, dirigido às mulheres no mercado de trabalho, que impede o aumento dos salários, a progressão na carreira, a entrada em cargos superiores e a valorização profissional. (Madalozzo, 2011).

A existência do *glass ceiling* não está apenas relacionada com um suposto preconceito e com a discriminação em função do género (Madalozzo, 2011). Isto é particularmente verdadeiro no caso das grandes empresas, que nas últimas décadas, têm sofrido com o fenómeno do *glass ceiling*, decorrente das grandes barreiras físicas e psicológicas ao avanço das mulheres para os níveis mais altos da empresa (Krishnan e Park, 2005).

As políticas e práticas empresariais, o desenvolvimento profissional, a promoção e a remuneração são frequentemente identificadas como as principais componentes do *glass ceiling* (Oakley, 2000), o que faz com que todos os sistemas sejam tendenciosos, pois

derivam da discriminação baseada no gênero, sendo dada preferência à liderança masculina, presente também na sociedade em geral (Thams *et al.*, 2018).

Outro problema potencialmente enfrentado pelas mulheres é o chamado *glass cliff*, com o qual podem ser confrontadas quando alcançam posições de alta gestão (Campbell e Mínguez-Vera, 2010). Os defensores da existência do *glass cliff* afirmam que as mulheres são mais propensas a assegurar posições de liderança em empresas com pior desempenho. Um efeito de *glass cliff* demonstra que as mulheres tendem a ocupar posições de gestão com um maior risco de falhar, o que leva a que, para que o seu trabalho seja reconhecido, estas tenham de obter mais resultados do que os homens, fazendo com que as mulheres em posições de nível superior sejam testadas mais frequentemente em relação à sua competência do que os homens na mesma posição (Oakley, 2000).

A ocorrência de *glass ceiling* tem sido frequentemente citada como uma razão para a baixa participação das mulheres nos Conselhos de Administração (Oakley, 2000; Magro *et al.*, 2015), visível no gráfico 6. Esta baixa participação feminina pode ser devida a fatores culturais e sociais, sendo necessários esforços por parte do governo, das organizações e das mulheres para a superação desta barreira (Kellen *et al.*, 2013 *apud* Júnior e Martins, 2015). A ausência das mulheres em posições de alta administração e na posição de CEO é um sinal revelador de que todo o processo de seleção, recrutamento e promoção em grandes empresas precisa de uma grande reforma. (Oakley, 2000) A alocação de mais mulheres em posições de topo nas empresas presumivelmente teria um impacto direto nas percentagens de emprego por gênero, reduzindo o *glass ceiling* (Cardoso e Winter-Ebmer, 2007).

Assim, em vez de o foco estar na existência ou não de *glass ceiling*, deveria estar nos numerosos mecanismos e redes que favorecem os homens ou impedem as mulheres de subir na hierarquia empresarial (Kotiranta *et al.*, 2007), permitindo, desta forma, a “quebra” do “teto de vidro” pelas mulheres, que sinalizaria um fim, ou pelo menos o começo do fim, da exclusividade do gênero masculino na liderança das empresas (Jeong e Harrison, 2017).

O equilíbrio de gênero em cargos de liderança, nomeadamente nos Conselhos de Administração, é muitas vezes dificultado por fatores como a falta de transparência nas práticas de recrutamento e promoção e a persistência de estereótipos de gênero na cultura empresarial, que moldam a perceção de liderança e dos que detêm posições de poder, refletindo-se na cultura empresarial e levando a que as práticas formais e informais funcionem em benefício dos homens. Assim, torna-se necessária uma abordagem

abrangente, envolvendo todas as partes interessadas, para combater as causas profundas dos desequilíbrios de gênero. (European Commission, 2018). Talvez por este motivo, vários países europeus tenham vindo a introduzir na sua legislação a questão das quotas de gênero para mulheres nos Conselhos de Administração.

2.5 Os efeitos das quotas de gênero nas empresas

A diversidade de gênero dos Conselhos de Administração tem sido um tópico bastante discutido e tornou-se um tema importante para a formulação de políticas, devido ao recente movimento de imposição de quotas de gênero nestes Conselhos (Schwartz-Ziv, 2013; Adams, 2016).

As primeiras leis relacionadas com a diversidade de gênero nos Conselhos de Administração surgiram em 1993 em Israel, como por exemplo, a *Lei de Empresas do Governo de Israel*, que exigiu que os Conselhos das empresas que o governo detivesse, pelo menos, 50% das ações fossem compostos de forma a que “desse uma representação adequada às mulheres” (Schwartz-Ziv, 2013; Júnior e Martins, 2015).

Após esta, uma consciência crescente da sub-representação de mulheres em posições de topo no mundo empresarial levou muitas empresas a rever as suas políticas e práticas (Oakley, 2000) em relação à diversidade de gênero e, por isso, nos últimos anos vários países adotaram recomendações e/ou leis obrigatórias para aumentar a presença de mulheres nos Conselhos de Administração das empresas. No entanto, e apesar do avanço alcançado, a representação feminina nos Conselhos de Administração permanece longe dos níveis desejados (Alvarado *et al.*, 2017), como se verifica na tabela 1.

Nos últimos anos, as empresas têm enfrentado uma pressão crescente dos órgãos reguladores do governo para aumentar a diversidade de gênero nos Conselhos de Administração (Liu *et al.*, 2014), pois, embora os Conselhos possam ter um gosto interno para a diversidade de gênero, também parecem responder à pressão externa para introduzir mulheres no Conselho de Administração (Farrel e Hersch, 2004). Esta pressão deriva de preocupações crescentes sobre a igualdade de gênero, que levaram a que surgisse um grande número de regulamentos em todo o mundo que têm como objetivo aumentar a representação feminina nos Conselhos de Administração (Green e Homroy, 2017). As propostas legislativas enfatizam explicitamente a importância da diversidade de gênero nos Conselhos de Administração e a maioria destas baseia-se na visão de que a presença de mulheres nos

Conselhos de Administração pode afetar o desempenho das empresas de maneira significativa (Adams e Ferreira, 2009).

Estas iniciativas podem ter desvantagens associadas, pois a obrigatoriedade de representação feminina pode perder a integração real de mulheres nas decisões da empresa. Existindo falta de evidências consistentes sobre o impacto no desempenho da empresa da representação feminina nos Conselhos de Administração das empresas, as implicações económicas da diversidade de género no Conselho de Administração podem ser ambíguas se as decisões de aumentar a representação feminina nestes forem impulsionadas por pressões sociais e políticas que levantam preocupações com relação à representação simbólica, já referida anteriormente. Embora as pressões regulatórias e institucionais possam levar à indicação de mulheres para os Conselhos de Administração, estes não garantem a participação destas no mecanismo de decisão das empresas (Green e Homroy, 2017).

Ahern e Dittmar (2012) obtiveram resultados consistentes com a hipótese de que os Conselhos são escolhidos para maximizar o valor para os acionistas e que impor uma severa limitação na escolha dos membros (que é o caso das quotas de género) resulta em declínios económicos. Apesar de muitos líderes do governo defenderem o aumento da presença de mulheres nos Conselhos de Administração, não é evidente que este aumento melhore o desempenho das empresas (Post e Byron, 2015). Assegurar a representação das mulheres nos Conselhos de Administração através de quotas de género pode alterar os processos de seleção e recrutamento (Matsa e Miller, 2013), que pode levar a efeitos diretos na eficiência dos Conselhos. Para além disso, Green e Homroy (2017) sugerem que os esforços regulatórios focados exclusivamente numa maior representação feminina nos Conselhos de Administração não são suscetíveis de desbloquear os benefícios da diversidade de género.

Apesar disto, os esforços adicionais das empresas para melhorar a representação das mulheres são vistos como socialmente necessários e benéficos para a empresa como um todo (Perryman *et al.*, 2015), mas as decisões empresariais não respeitam a lógica da democracia ou a luta altruísta pela igualdade de género. Os donos de empresas e aqueles que representam os seus interesses estão obviamente preocupados com o assunto em nome da responsabilidade social, mas apesar de a igualdade de género poder ser considerada um objetivo da empresa, em última análise, apenas a sua relação com o sucesso financeiro garante o seu interesse (Kotiranta *et al.*, 2007).

A igualdade entre homens e mulheres não pode ser entendida apenas como boa prática, mas como produto de lei, de dever e de direito de todos. Embora no passado a legislação em matéria de igualdade de oportunidades e igualdade de tratamento tenha dominado as agendas políticas, a imposição de quotas de género substituiu-a. A promoção ou a contratação de mais mulheres para cargos de liderança pretende ter um impacto direto no emprego feminino, mas também indireto, já que as mulheres que tomam decisões têm mais predisposição para contratarem outras mulheres (Cardoso e Winter-Ebmer, 2007).

2.5.1 Situação atual da União Europeia

A igualdade de tratamento entre mulheres e homens é um valor fundamental da União Europeia e implica que as mulheres beneficiem das mesmas oportunidades que os homens para alcançar posições de liderança. (European Commission, 2018). No entanto, e tal como se observa na tabela 1, apenas 25,3% dos membros dos Conselhos de Administração das maiores empresas cotadas em bolsa registadas nos Estados-Membros da UE-28 eram mulheres em 2017.

França (44,1%) foi o único Estado-Membro que, em 2017, possuía, pelo menos, 40% de cada género nos Conselhos de Administração, número alcançado com a introdução de uma quota de género em 2011, que exigia que as empresas atingissem uma meta de 40% até janeiro de 2017. Outros dez países possuíam, pelo menos, 25% de mulheres nos Conselhos de Administração (IT, DE, UK, NL, DK, BE, SE, FI, LV e SI). Em quase metade dos Estados-Membros, os homens continuam a ser em número superior às mulheres nos Conselhos de Administração das grandes empresas numa proporção de 4 para 1 (ou seja, menos de 20% de mulheres), sendo que em quatro destes Estados-Membros os Conselhos de Administração possuem menos de 10% de mulheres (EL, MT, RO e EE).

Os progressos que se verificaram, apesar de se registarem apenas em alguns Estados-Membros, resultaram principalmente de medidas legislativas ou outras formas positivas de promoção do equilíbrio entre homens e mulheres.

Algumas regulamentações, quando adotadas, contêm apenas objetivos ou obrigações de “melhores esforços” para melhorar o equilíbrio de género na empresa, sem estipular quaisquer obrigações legais específicas ou sanções por incumprimento. Estas podem ser qualificadas como abordagens brandas de regulamentação pública. Outros Estados introduziram quotas obrigatórias na sua legislação, com o incumprimento das quotas

possivelmente sancionado. Estas podem ser qualificadas como abordagens rígidas de regulamentação pública.

Vários Estados-Membros já implementaram quotas legislativas obrigatórias aplicáveis aos Conselhos de Administração, nomeadamente a Bélgica (pelo menos um terço de cada género, 33%), a Alemanha (30%), França (40%) e Itália (33%). Como se observa na tabela 1, França, Alemanha e Itália já cumpriram as suas metas, mas a Bélgica - onde o prazo para atingir a meta de 33% é o ano financeiro de 2017/2018 - ainda não está em cumprimento (30,9%). Em 2017, a Áustria (AT) e Portugal (PT) também adotaram legislação em matéria de quotas de género (European Commission, 2018).

Alguns Estados-Membros, apesar de não possuírem legislação relativa a quotas de género, desenvolveram planos de ação ou adotaram outras medidas políticas. Em doze dos Estados-Membros, os códigos de governo das sociedades contêm cláusulas sobre o equilíbrio de género nos Conselhos de Administração das empresas (ES, UK, NL, DK, EL, SE, PL, BG, FI, IE, LU E SI). Como estes são estabelecidos por órgãos públicos e partes interessadas em conjunto, podem ser qualificados como abordagens de autorregulação. Em algumas destas abordagens, as empresas também são obrigadas ou incentivadas a definir os seus próprios objetivos, como se observa na tabela 1, em que se apresenta uma síntese, com indicação, por Estado-Membro, da existência ou não de quotas e, se sim, qual o objetivo a atingir e quando.

Assim, verifica-se que, nos vinte e oito Estados-Membros da União Europeia, apenas seis possuem quotas legislativas obrigatórias, cinco possuem medidas de autorregulação com objetivos definidos, sete possuem-nas, mas sem objetivos definidos, quatro estão em processo de desenvolvimento destas medidas de autorregulação e seis não possuem qualquer quota ou medida.

Muitos países incorporaram, recentemente, recomendações para a igualdade de género, tanto nos códigos de governo das sociedades, como nos regulamentos de divulgação (Ahern e Dittmar, 2012). Os formuladores de políticas públicas na Europa começaram a acelerar o aumento das mulheres na liderança empresarial ao imporem quotas de género para os Conselhos de Administração das empresas (Matsa e Miller, 2013).

A UE tem várias iniciativas com o objetivo de aumentar a igualdade de género entre homens e mulheres, nomeadamente planos para combater as disparidades salariais entre homens e mulheres e a adoção de uma diretiva, proposta a 14 de Novembro de 2012 pela

Comissão Europeia para “acelerar os progressos no sentido de um melhor equilíbrio de género nos Conselhos de Administração das empresas europeias”. A proposta visa atingir os 40% de presença, do sexo menos representado, entre os administradores não-executivos das empresas cotadas em bolsa. Este objetivo deverá ser atingido até 2018 para as empresas públicas e até 2020 para as restantes empresas (European Commission, 2018).

Esta diretiva não tem como objetivo dissociar os conceitos de competência e nomeação, isto é, não deverão ser nomeadas mulheres pelo simples facto de serem mulheres, pelo contrário, pretende antes garantir que as mulheres tenham uma oportunidade de se candidatarem – a nomeação deve ser sempre feita com base nas qualificações de cada candidato. No caso de igual qualificação, deverá então ser dada preferência ao sexo sub-representado (European Commission, 2018).

Os resultados do estudo de Alvarado *et al.*, 2017 confirmam o poder das leis obrigatórias no aumento da presença de mulheres nos Conselhos. A promoção de leis obrigatórias pelos governos é um fator chave que contribui para equilibrar a efetiva igualdade entre homens e mulheres nos Conselhos de Administração e, portanto, é um mecanismo que deve ser instituído em países onde a presença de mulheres nos Conselhos de Administração permanece baixa.

Muitos países europeus não estão a cumprir as quotas de género que eles próprios promulgaram. Portanto, continua a existir a necessidade de demonstrar à sociedade e ao setor empresarial que a presença de mulheres não deve ser necessariamente imposta por uma regulamentação legal, mas que deve ser uma prática comum justificada pelas capacidades profissionais destas (Alvarado *et al.*, 2017), ou seja, as empresas devem aumentar a percentagem de mulheres, tanto numa perspetiva económica, como numa perspetiva ética.

As mulheres podem ser a chave para uma economia mais equilibrada, mas é necessário que existam mais pesquisas e estudos que permitam entender os benefícios da diversidade dos Conselhos de Administração (Adams, 2016).

	% mulheres nos CA em 2017	Quotas de Género?
Portugal (PT)	16,7%	Sim, 33% até 2020
Espanha (ES)	23,2%	AR com 30% como objetivo
França (FR)	44,1%	Sim, 40% até 2017
Itália (IT)	35,5%	Sim, 33% até 2015
Alemanha (DE)	33,1%	Sim, 30% até 2016
Inglaterra (UK)	28,9%	AR
Holanda (NL)	29,8%	AR
Dinamarca (DK)	30,7%	AR
Grécia (EL)	9,8%	AR com 33% como objetivo
Bélgica (BE)	30,9%	Sim, 33% até 2018
Suíça (SE)	35,8%	AR
Polónia (PL)	20,2%	AR
Áustria (AT)	23,8%	Sim, 35% até 2018
Bulgária (BG)	16,4%	AR
Croácia (HR)	19,3%	AR em desenvolvimento
República Checa (CZ)	15,7%	AR em desenvolvimento
Finlândia (FI)	33,8%	AR com 40% como objetivo
Hungria (HU)	15,3%	Não
Irlanda (IE)	18,1%	AR
Luxemburgo (LU)	14,3%	AR com 40% como objetivo
Malta (MT)	8,4%	AR em desenvolvimento
Lituânia (LT)	14,1%	Não
Roménia (RO)	8,2%	Não
Estónia (EE)	7,4%	Não
Letónia (LV)	30,1%	Não
Eslováquia (SK)	20,8%	AR em desenvolvimento
Eslovénia (SI)	26,2%	AR com 40% como objetivo
Chipre (CY)	10,5%	Não

Tabela 1 – Percentagem de mulheres nos Conselhos de Administração nas maiores empresas cotadas da União Europeia e as quotas de género aplicadas, em 2017 Nota: AR = Autorregulação

2.6 Estudos empíricos/anteriores

Como referido anteriormente, a diversidade de género é um tema que se tem destacado no meio académico nos últimos anos, devido principalmente à persistente sub-representação das mulheres em cargos de liderança e de alta administração (Dezso e Ross, 2012). Os estudos realizados procuram verificar e caracterizar o impacto financeiro e social desta representação nas empresas e, face às crescentes preocupações e avanços legislativos no sentido de aumentar a diversidade de género nos Conselhos de Administração, estes estudos têm-se debruçado sobre o efeito deste aumento na melhoria do desempenho das empresas.

A literatura sobre o efeito da diversidade de género no desempenho das empresas não é conclusiva. Alguns estudos concluem a existência de uma relação positiva, enquanto que outros relatam uma relação negativa ou mesmo inexistente entre a diversidade de género e o desempenho (Laible, 2013; Schwartz-Ziv, 2013; Bennouri *et al.*, 2018).

Apesar destes resultados empíricos pouco claros (Carter *et al.*, 2003), existem vários argumentos que apoiam a diversidade de género e que permitem concluir uma influência positiva nos resultados económicos das empresas (Alvarado *et al.*, 2017) e, dada a magnitude e popularidade das recentes intervenções políticas relacionadas com a diversidade de género dos Conselhos de Administração e com as expectativas colocadas sobre as mulheres, é importante rever as evidências científicas sobre este assunto - uma melhor compreensão da literatura pode ajudar a informar a política e a moldar as expectativas sobre o impacto das políticas de diversidade de género nos resultados económicos das empresas (Adams, 2016).

De seguida, apresentam-se os vários estudos analisados, que permitiram obter uma visão clara do estado da arte deste tema, desde 1997 até 2018, permitindo também, desta forma, observar a evolução de conclusões ao longo de 20 anos. Os estudos estão divididos em “amostras”, ou seja, primeiramente são apresentados os estudos em que a amostra é constituída por empresas pertencentes aos Estados Unidos da América, de seguida, os estudos em que esta amostra é constituída por empresas pertencentes à Europa e, finalmente, estudos que incidem nos restantes países do Mundo.

2.6.1 Nos Estados Unidos da América

- **Shrader, Blackburn e Iles (1997)** investigaram a relação entre a percentagem de mulheres na gestão, na gestão de topo e no Conselho de Administração e duas medidas contabilísticas de desempenho financeiro (ROA e ROE), utilizando dados

das 200 empresas norte-americanas com maior valor de mercado, reportado pelo *Wall Street Journal*, em 1994. Os autores encontraram uma **relação negativa** significativa entre a percentagem de mulheres nos Conselhos de Administração e os indicadores de desempenho financeiro.

- **Oakley (2000)**, no seu estudo, examina as várias explicações para o porquê de as mulheres não serem promovidas para cargos de nível superior da hierarquia das empresas, como por exemplo, o cargo de CEO. As explicações incluíam a falta de experiência, as oportunidades de carreira não adequadas, as diferenças de género na linguagem e na socialização, os estereótipos baseados no género, a rede do “*old boys club*” e o *tokeismo*. Com base numa análise da literatura, conclui que os estereótipos baseados no género e o círculo fechado da rede “*old boys club*” são forças sociais fortes que possuem uma mudança muito lenta e que a ausência de mulheres em cargos de alta administração e no cargo de CEO são indicativos de que todo o processo de seleção, recrutamento e promoção nas grandes empresas precisa de uma grande mudança.
- **Erhardt, Werbel e Shrader (2003)** examinam a relação entre a diversidade de género do Conselho de Administração e o desempenho financeiro das empresas, medido pelo ROA e pelo ROI. Utilizando dados das 127 maiores empresas norte-americanas, entre 1993 e 1998, concluem que a diversidade do Conselho de Administração está **positivamente** associada aos dois indicadores de desempenho utilizados.
- **Carter, Simkins e Simpson (2003)** examinam a relação entre a diversidade de género nos Conselhos de Administração e o valor da empresa, utilizando as empresas da *Fortune 1000*. Os autores concluem a existência de uma **relação positiva** entre a presença de mulheres nos Conselhos de Administração e o valor da empresa, medido pelo Q de Tobin.
- **Farrell e Hersch (2005)** elaboram um estudo em que tentam provar que o género tem impacto na seleção dos membros do Conselho e que é mais provável observar uma mulher entrar no Conselho se o número de mulheres neste for baixo. Foram analisadas as empresas da *Fortune 500* de 1990 a 2000. Concluem que o género influencia a escolha dos membros do Conselho: a probabilidade de uma empresa contratar uma mulher para o Conselho num determinado ano é negativamente afetada

pela quantidade de mulheres já existentes no Conselho. Apesar disso, há evidência de que as mulheres tendem a trabalhar em empresas com melhor desempenho mas não há evidência de que a diversidade de género nos Conselhos de Administração seja, em média, uma estratégia para um melhor desempenho.

- **Krishnan e Park (2005)** estudam o impacto direto da representação das mulheres nas TMT (*Top Management Teams*) no desempenho, medido pelo ROA, de 679 empresas da lista *Fortune 1000*, em 1998. Os resultados mostram uma **relação positiva** desta representação, concluindo-se que as empresas com uma maior representação de mulheres na TMT têm maior probabilidade de ter um melhor desempenho financeiro.
- **Adams e Ferreira (2009)** realizam um estudo em que pretendem dar resposta a várias questões, nomeadamente: A assiduidade dos diretores e a nomeação destes varia com a diversidade de género? A composição do Conselho de Administração afeta as medidas do governo das sociedades? O efeito da diversidade de género na governação é suficientemente significativo para afetar o desempenho da empresa? Utilizando empresas dos EUA de 1996 a 2003, concluíram que as mulheres têm um impacto significativo nos Conselhos e no desempenho das empresas, mas que este impacto é **negativo**, sugerindo que as quotas de género podem reduzir o valor de empresas com um bom governo das sociedades.
- **Dezso e Ross (2012)** realizam um estudo em que o objetivo é responder à questão: A representação feminina na gestão de topo tem um efeito positivo no desempenho da empresa? Se sim, o efeito é geral ou só se aplica a contextos particulares? Foram utilizados dados da *Standard & Poor's 1,500* e analisados durante 15 anos (1992 a 2006). O estudo revela que a representação feminina na gestão de topo leva a um desempenho, medido pelo Q de Tobin, **superior**, mas apenas quando a empresa está focada na inovação como parte da sua estratégia.
- **Jalbert, Jalbert e Furumo (2013)** examinam a relação entre o género do CEO e o desempenho das empresas pertencentes à lista *Forbes Compensation*, entre 1997 e 2006. Os resultados do estudo mostram que o género do CEO está relacionado com o desempenho das empresas, nomeadamente que as mulheres CEO têm um **efeito positivo** no ROA, ROI e nas vendas.

- **Khan e Vieito (2013)** elaboram um estudo baseado numa amostra de empresas dos EUA (*S&P1500 Indexes*), entre 1992 e 2004, com o objetivo de avaliar se as empresas geridas por CEOs mulher exibem o mesmo desempenho, medido pelo ROA e por outras duas variáveis, que as empresas geridas por CEOs homens. Os autores concluem que as empresas com um CEO mulher estão associadas a um **melhor desempenho** quando comparadas com empresas com um CEO homem. Assim, conclui-se que o género do CEO influencia o desempenho da empresa.
- **Peni (2014)** realiza um estudo focado na relação entre as características do CEO e o desempenho de 305 empresas pertencentes à *S&P 500*, entre 2006 e 2010. A autora conclui que as empresas controladas por mulheres têm um **melhor desempenho**, medido pelo ROA e pelo Q de Tobin, do que as empresas controladas por homens.
- **Borghesi, Chang e Mehran (2016)** realizam um estudo com o objetivo de analisar se a diversidade no Conselho de Administração e no género do CEO (o CEO pertencer a uma minoria, onde se inclui ser do género feminino) aumenta o valor das empresas. Utilizando dados de 3065 empresas americanas entre 2003 e 2009, concluíram que quando a diversidade se encontra apenas no Conselho de Administração, o valor da empresa é maior, mas que isso não se verifica quando, simultaneamente, existe diversidade no Conselho e no cargo de CEO.
- **Perryman, Fernando e Tripathy (2016)** investigam o impacto da diversidade de género nas equipas de gestão de topo (TMT) no desempenho e risco das empresas, examinando simultaneamente o efeito moderador da diversidade de género nos salários dos executivos de 2566 empresas americanas entre 1992 a 2012. O estudo sugere que aumentar a diversidade de género reduz o risco da empresa e **aumenta o desempenho** desta, medido pelo Q de Tobin, e ainda que diminui a diferença salarial entre homens e mulheres executivos(as).
- **Conyon e He (2017)** investigam a relação entre o desempenho da empresa e a diversidade de género nos Conselhos de Administração, utilizando dados de 3000 empresas americanas entre 2007 e 2014. Concluem que, em geral, a presença de mulheres no Conselho de Administração tem um **impacto positivo** no desempenho da empresa. Demonstrou-se que o efeito positivo da presença de mulheres no Conselho é heterogéneo, sendo que nas empresas de baixa *performance* este efeito positivo é mais baixo do que em empresas de alta *performance*.

2.6.2 Na Europa

- **Du Rietz e Henrekson (2000)** testam a evidência de que as mulheres têm um desempenho inferior relativamente aos homens, utilizando dados da Suíça de 4200 empreendedores, em que 405 são mulheres. Testam a hipótese de que, mantendo tudo o resto igual, as mulheres empreendedoras tendem a ter menos sucesso do que os homens em termos de indicadores de desempenho (as vendas, a produtividade, o emprego e as encomendas). O estudo não suporta a hipótese de que as mulheres têm efetivamente um pior desempenho em relação aos homens, apesar de comprovar a existência dessa tendência.
- **Smith, Smith e Verner (2005)** analisam a presença das mulheres nos Conselhos de Administração e se têm um efeito significativo no desempenho da empresa medido por quatro indicadores de desempenhos, utilizando as 2500 maiores empresas dinamarquesas, entre 1992 e 2001. Concluem que a proporção de mulheres na gestão de topo tende a ter um **efeito positivo** no desempenho da empresa, mesmo após controlarem inúmeras características da empresa.
- **Kotiranta, Kovalainen e Rouvien (2007)**, analisando empresas finlandesas em 2003, concluem que empresas com uma mulher na posição de CEO são ligeiramente **mais lucrativas** (ROA, ROI e margem operacional) do que empresas com um homem nesta posição e que a percentagem de mulheres no Conselho de Administração tem um efeito similar, ou seja, **positivo**.
- **Campbell e Mínguez-Vera (2008)** investigam a relação entre a diversidade de género do Conselho de Administração de empresas espanholas e o seu desempenho financeiro entre 1995 e 2000. Os resultados mostram que a diversidade de género tem um **efeito positivo** no valor da empresa e que os investidores em Espanha não penalizam as empresas que aumentam o número de mulheres nos Conselhos, o que faz com que uma maior diversidade de género possa gerar ganhos económicos. Os mesmos autores realizam, **em 2010**, outro estudo em que analisam os efeitos a curto e a longo prazo da entrada de mulheres nos Conselhos das empresas espanholas entre 1989 e 2001. Concluíram que o mercado de ações reage, a curto prazo, positivamente ao anúncio de entrada de mulheres nos Conselhos, sugerindo que os investidores, em média, acreditam que as mulheres acrescentam valor à empresa.

- **Cardoso e Winter-Ebmer (2010)** exploram se o género do CEO afeta a diferença de salários entre homens e mulheres nas empresas portuguesas entre 1987 e 2000. Concluem que as mulheres beneficiam de maiores salários quando as empresas são lideradas por mulheres e que esta diferença de salário entre homens e mulheres é reduzida em 1,5%, independentemente da composição de género da força de trabalho.
- **Luckerath-Rovers (2011)** investigam o desempenho financeiro de 99 empresas holandesas, de 2005 a 2007, analisando as diferenças entre empresas com mulheres nos seus Conselhos de Administração e empresas sem mulheres nestes. Concluem que as empresas com mulheres como membros do Conselho têm um **melhor desempenho**, medido por vários indicadores, incluindo o ROE, o ROS e o ROIC, do que as empresas sem mulheres neste.
- **Ahern e Dittmar (2012)** examinam o impacto das quotas de género no valor das empresas norueguesas, analisando 248 empresas públicas de 2001 a 2009. Os resultados mostraram que existe um **impacto negativo** das quotas de género no valor das empresas, nomeadamente no Q de Tobin.
- **Kolev (2012)** realiza um estudo que pretende provar que as mulheres na posição de CEO têm um pior desempenho do que os homens na mesma posição. Os resultados mostram que os CEOs mulher têm um **desempenho pior** do que os CEOs homem em termos de retorno dos acionistas. A relação encontrada é negativa e significativa. Apesar disso, têm-se em conta que se os acionistas acreditam que as mulheres são menos eficientes do que os homens e que este pior desempenho pode ser considerado uma “profecia que se auto-concretiza”.
- **Parente (2013)** realiza um estudo focado no impacto que a diversidade de género nos Conselhos de Administração das empresas cotadas na *Euronext Lisbon* tem no desempenho financeiro destas, entre 2007 e 2011. A conclusão do estudo é de que a diversidade de género **não tem impacto** no desempenho financeiro da empresa, medido pelo ROA, ROE e Q de Tobin.
- **Pereira (2013)** estuda a relação entre a participação das mulheres nos Conselhos de Administração e o desempenho das empresas portuguesas cotadas na bolsa entre 2005 e 2011. A conclusão do estudo é ambígua, dependendo da medida de performance em análise. O estudo sugere que existe uma **relação negativa** entre a

participação de mulheres no Conselho de Administração e o desempenho da empresa quando medida pelo Q de Tobin (medida de mercado). Quando a performance é medida pelo ROA (medida contabilística), a sugestão do modelo é que **não há qualquer impacto**.

- **Matsa e Miller (2013)** analisam o impacto das quotas de género nas decisões dos Conselhos, analisando a introdução destas na Noruega, comparando empresas afetadas e não-afetadas pelas quotas. Concluem que as empresas afetadas pela quota demonstraram uma redução dos lucros no curto prazo, ou seja, que o efeito das quotas de género é **negativo** no desempenho financeiro das empresas.
- **Laible (2013)** explora os efeitos da diversidade de género na gestão de topo no desempenho de 7673 empresas na Alemanha, entre 2007 e 2009. O estudo sugere que existe uma **relação negativa** entre a diversidade de género e o desempenho das empresas privadas alemãs.
- **Isidro e Sobral (2015)** analisam os efeitos diretos e indiretos das mulheres nos conselhos de administração no valor das empresas, nomeadamente no desempenho financeiro e no cumprimento dos códigos éticos e sociais adotados. Foram analisadas as 500 maiores empresas europeias segundo o *Financial Times 2011*, de 2010 a 2012. Não foram encontradas evidências de que uma maior percentagem de mulheres nos conselhos de administração afete o valor das empresas, mas concluíram a existência de efeitos indiretos positivos da percentagem de mulheres nestes conselhos no desempenho financeiro e no cumprimento de códigos éticos e sociais.
- **Flabbi et al. (2016)** estudam a hipótese de a liderança feminina ter impacto no desempenho das empresas. Foram estudadas empresas italianas de 1982 a 1997. A análise empírica sugere que a liderança feminina marca a diferença nas empresas. De acordo com as conclusões do estudo, a interação entre a liderança feminina e a proporção de mulheres na empresa tem um **impacto positivo** no desempenho desta e que o impacto da liderança feminina nos salários das mulheres é heterogéneo: positivo no topo da distribuição salarial e negativo na parte inferior desta distribuição. Os autores concluem que a não representação feminina nas empresas pode ter um custo elevado em termos de produtividade da empresa.
- **Alvarado, Fuentes e Laffarga (2017)** examinam a relação entre a diversidade de género nos Conselhos de Administração de 125 empresas não-financeiras cotadas na

bolsa de Madrid, de 2005 a 2009, com os resultados económicos destas e, ainda, o impacto das quotas de género nos Conselhos. Concluem que as quotas de género obrigatórias aumentaram em 98% o número de mulheres nos Conselhos e que este aumento levou a **melhores resultados económicos**, o que sugere que a diversidade nos Conselhos de Administração deveria ser implementada, sendo as quotas de género uma importante “ferramenta” para que isso aconteça.

- **Green e Homroy (2018)** examinam o impacto, no desempenho das empresas, da presença de mulheres como membros dos Conselhos de Administração, que lhes permite avaliar o impacto das mulheres no desempenho da empresa quando estas estão numa posição em que podem influenciar os mecanismos de governação da empresa. São utilizadas empresas da *EuroTop 100* (100 maiores empresas em termos de capitalização de mercado da Europa) entre 2004 e 2015. A conclusão é de que a representação de mulheres nos Conselhos tem um **efeito positivo** e economicamente significativo no desempenho das empresas.
- **Bennouri et al. (2018)** estudam a relação entre a percentagem de mulheres no Conselho de Administração e os resultados contabilísticos e de mercado de 394 empresas francesas entre 2001 e 2010. Concluem que as medidas contabilísticas (ROA e ROE) **aumentam** a medida que aumenta o número de mulheres no Conselho da empresa, enquanto que a medida de mercado (Q de Tobin) diminui à medida que diminui o número destas, mas que este **efeito negativo desaparece** quando são adicionados ao estudo características e atributos das mulheres.

2.6.3 Resto do mundo

- **Madalozzo (2011)** investiga a existência do *glass ceiling* na promoção ao cargo de CEO das mulheres no Brasil, examinando 370 empresas no ano de 2007. Os resultados mostram que existe uma relação positiva entre a dificuldade de promoção das mulheres e a existência de um Conselho de Administração e que esta relação se deve ao facto deste escolher um CEO que represente ao máximo o Conselho e, sendo este maioritariamente masculino, as mulheres terão mais dificuldade de promoção a este cargo.
- **Schwartz-Ziv (2013)** examina 11 Conselhos de Administração de empresas israelitas, que são obrigadas a ter um Conselho relativamente equilibrado em termos de género desde 1993, de 2007 a 2009. A autora conclui que empresas com

Conselhos de Administração equilibrados em termos de género exibem um **maior desempenho financeiro** e que Conselhos com, pelo menos, 3 mulheres exibem um maior ROE e uma maior margem de lucro.

- **Lam, McGuinness e Vieito (2013)** examinam a relação entre o género do CEO e o desempenho das empresas cotadas da China entre 2000 e 2008. Os resultados **não são conclusivos** em relação à existência de uma relação entre o género do CEO e o desempenho das empresas, medido pelo ROA e pelo ROE.
- **Lee e Marvel (2014)** realizam um estudo utilizando 4540 empresas coreanas em 2002, investigando se as empresas criadas por mulheres apresentam pior desempenho financeiro do que as criadas por homens, em relação a três características das empresas: recursos, indústria e localização. Os resultados indicam que o género não é determinante no desempenho, apesar de as empresas criadas por homens apresentarem um melhor desempenho.
- **Liu, Wei e Xie (2014)** examinam o efeito da diversidade de género nos Conselhos de Administração no desempenho das empresas cotadas na China, entre 1999 e 2011. Os resultados sugerem uma **relação positiva** e significativa entre a diversidade de género nos Conselhos e o desempenho das empresas, medido pelo ROA.
- **Júnior e Martins (2015)** analisam a influência da participação feminina nos Conselhos de Administração sobre o desempenho das empresas listadas na *BMF&BOVESPA*, de 2010 a 2013. Observou-se que as empresas que possuem mulheres nos seus Conselhos de Administração apresentam um **melhor desempenho**, medido pelo Q de Tobin e pelo ROA. Observou-se ainda que a relação entre o género do CEO e o desempenho financeiro foi positiva, mas sem significância estatística.
- **Post e Byron (2015)** realizam uma análise a 140 estudos de todo o Mundo sobre a relação entre as mulheres nos Conselhos de Administração e o desempenho financeiro das empresas. Os resultados desta análise foram que a representação feminina nos Conselhos está **positivamente** relacionada com medidas contabilísticas das empresas e que esta relação é mais positiva em países com uma proteção dos acionistas mais elevada.
- **Magro et al. (2015)** realizam um estudo com o objetivo de identificar a influência do *glass ceiling* no Conselho de Administração no desempenho de 61 empresas

brasileiras listadas no índice *IBrX100* da *BM&FBOVESPA*. Concluem que os investidores não criam barreiras à valorização das empresas que promovem a igualdade de género no Conselho de Administração e que, quando não ocorre *glass ceiling* nos cargos do Conselho de Administração, as empresas analisadas apresentam **melhor desempenho financeiro** quando comparadas com aquelas que não possuem mulheres nesses cargos.

- **Faccio, Marchica e Mura (2016)** investigam como é que o género do CEO se relaciona com o nível de risco das escolhas da empresa, utilizando dados da AMADEUS de 1999 a 2009 de 18 países diferentes. A conclusão é de que as empresas lideradas por um CEO mulher tendem a fazer escolhas financeiras e de investimento com menos risco do que empresas similares lideradas por um CEO homem. Esta aversão ao risco das mulheres tem implicações na eficiência do processo de alocação de capital e, assim, as mulheres no cargo de CEO não parecem alocar o capital tão eficientemente como os homens neste cargo.
- **Adams (2016)** caracteriza a influência das mulheres, tentando entender o que as mulheres trazem para os Conselhos de Administração e como a diversidade afeta os resultados da empresa. Através da análise da literatura existente e depois de serem analisados todos os problemas inerentes a este tipo de estudo (endogeneidade, causalidade reversa, estereótipos negativos, qualidade da amostra e inferência casual), conclui que, numa perspetiva teórica, um Conselho de Administração com diversidade de género pode gerar um **desempenho maior** da empresa.
- **Jeong e Harrison (2017)** realizam uma síntese abrangente da literatura sobre como a representação feminina nas equipas de alta gestão e no cargo de CEO podem afetar o desempenho das empresas. Utilizaram 146 estudos conduzidos em 33 países diferentes e concluíram que a representação feminina nos escalões superiores está, em geral, **positivamente** relacionada com os retornos do mercado de ações a curto prazo.

Apesar de existirem vários estudos que examinam a relação entre as mulheres nos cargos de liderança e nos Conselhos de Administração e o desempenho financeiro das empresas (Post e Byron, 2015), os resultados não são conclusivos e, assim, os estudos empíricos não permitem retirar uma conclusão inequívoca quanto ao potencial impacto do aumento do número de mulheres no valor das empresas. Esta ambiguidade de resultados

pode resultar da heterogeneidade das amostras utilizadas, de diferenças nas metodologias empíricas, nas medidas de desempenho, nos modelos estatísticos, nos horizontes de tempo, nas variáveis omitidas, entre outras, tal como de previsões teóricas incertas e de diferentes métodos de estimação (Smith *et al.*, 2005; Laible, 2013; Conyon e He, 2017). Apesar dos diferentes resultados dos vários estudos, é possível concluir que o género está ligado aos resultados financeiros da empresa (Carter *et al.*, 2003; Madalozzo, 2011), apesar de ainda não ser claro se a diversidade de género tem um impacto significativo no desempenho dos Conselhos de Administração e da empresa e como é que esse impacto pode ser medido (Schwartz-Ziv, 2013).

A literatura enfrenta vários desafios neste tipo de estudo, nomeadamente limitações dos dados, qualidade da amostra, endogeneidade, causalidade reversa e inferência casual (Adams, 2016). Reconhecer e lidar com esses desafios é importante para o desenvolvimento de pesquisas e políticas informadas.

Conclui-se, assim, que apesar de existirem bastantes estudos sobre o tema e, devido principalmente à sua complexidade, estes não obtiveram resultados conclusivos, existindo bastantes contradições.

A pesquisa deve trabalhar no sentido de compreender os limites das diferenças entre homens e mulheres e como isso afeta os resultados ao nível da empresa, do grupo e do indivíduo em relação à diversidade de género (Perryman *et al.*, 2016).

2.7 Hipóteses de estudo

As hipóteses que se pretende testar são baseadas na literatura analisada anteriormente e nos objetivos deste estudo já enunciados:

Hipótese 1: O cargo de CEO ser ocupado por uma mulher está relacionado positivamente com o desempenho da empresa;

H1a: O cargo de CEO ser ocupado por uma mulher está relacionado positivamente com o desempenho da empresa, medido pelo ROA;

H1b: O cargo de CEO ser ocupado por uma mulher está relacionado positivamente com o desempenho da empresa, medido pelo Q de Tobin;

Hipótese 2: O cargo de CEO ser ocupado por uma mulher não tem impacto no desempenho da empresa;

H2a: O cargo de CEO ser ocupado por uma mulher não tem impacto no desempenho da empresa, medido pelo ROA;

H2b: O cargo de CEO ser ocupado por uma mulher não tem impacto no desempenho da empresa, medido pelo Q de Tobin;

Hipótese 3: A percentagem de mulheres no Conselho de Administração está relacionada positivamente com o desempenho da empresa;

H3a: A percentagem de mulheres no Conselho de Administração está relacionada positivamente com o desempenho da empresa, medido pelo ROA;

H3b: A percentagem de mulheres no Conselho de Administração está relacionada positivamente com o desempenho da empresa, medido pelo Q de Tobin;

Hipótese 4: A percentagem de mulheres no Conselho de Administração não tem impacto no desempenho da empresa;

H4a: A percentagem de mulheres no Conselho de Administração não tem impacto no desempenho da empresa, medido pelo ROA;

H4b: A percentagem de mulheres no Conselho de Administração não tem impacto no desempenho da empresa, medido pelo Q de Tobin.

PARTE II: AMOSTRA E METODOLOGIA

3. Descrição da Amostra

A amostra foi recolhida da base de dados *Thomson Reuter's Datastream*. Trata-se de uma base de dados que disponibiliza dados históricos e globais relativos a futuros, moeda, opções, mercado de capitais, dados financeiros e dados económicos das empresas. Toda a informação utilizada neste estudo foi retirada desta base de dados, à exceção da variável FEMALECEO, que foi retirada através de outro método, explicado na secção seguinte.

Começou por se retirar os dados de todas as empresas cotadas dos 28 países da União Europeia. Devido ao tamanho da amostra, que era muito grande para o estudo em questão, seleccionou-se em cada país o principal índice de capitais e as empresas que os constituem.

Depois desta seleção, dentro de cada índice foram excluídas todas as empresas que, segundo a *Datastream*, pertenciam a outro mercado que não o do país (por exemplo, no índice FTSE100 pertencente a Inglaterra, as empresas que pertencessem ao mercado da Alemanha), que fossem consideradas fundos de investimento, que pertencessem ao setor dos bancos, dos seguros vida e não-vida, ao setor financeiro, aos REIT (Real Estate Investment Trusts) e aos REIS (Real Estate Investment and Services).

Foram ainda retiradas as empresas que não apresentavam dados para uma das variáveis independentes, FEMALEONBOARD, por se considerar a sua análise inútil para o estudo em questão. Nesta exclusão foram excluídos, por esta falta de dados, 10 países, nomeadamente Bulgária, Croácia, Malta, Lituânia, Roménia, Estónia, Letónia, Eslováquia, Eslovénia e Chipre, apresentados na tabela 2 a sombreado.

Assim, a nossa amostra final consiste em 2464 observações de 308 empresas, divididas por 18 países (Portugal, Espanha, França, Itália, Alemanha, Inglaterra, Holanda, Dinamarca, Grécia, Bélgica, Suíça, Polónia, Áustria, República Checa, Finlândia, Hungria, Irlanda e Luxemburgo) pertencentes à União Europeia, durante um período de 7 anos, de 2010 a 2017, como demonstrado na tabela 2. A lista de empresas utilizadas encontra-se no Anexo 1.

AMOSTRA	Índice utilizado	N.º médio de constituintes (2010-2017)	Empresas excluídas	N.º de empresas incluídas no estudo
Portugal	PSI 20	18	2	16
Espanha	IBEX 35	35	11	24
França	CAC 40	40	9	31
Itália	FTSE MIB	40	21	19
Alemanha	DAX 30	30	9	21
Inglaterra	FTSE 100	101	27	74
Holanda	AEX	25	7	18
Dinamarca	OMX Copenhagen 20	20	4	16
Grécia	FTSE/ATHEX Large Cap	26	18	8
Bélgica	BEL 20	20	13	7
Suíça	OMX Stockholm 30	31	12	19
Polónia	WIG 20	20	7	13
Áustria	ATX	20	13	7
Bulgária	SOFIX	15	15	0
Croácia	CROBEX	19	19	0
República Checa	PX-GLOB	23	20	3
Finlândia	OMX Helsinki 25	25	5	20
Hungria	BUX	17	14	3
Irlanda	ISEQ 20	20	13	7
Luxemburgo	LuxX	10	8	2
Malta	MSE	22	22	0
Lituânia	OMX Vilnius_GI	20	20	0
Roménia	BET	13	13	0
Estónia	OMX Tallinn_GI	16	16	0
Letónia	OMX Riga_GI	24	24	0
Eslováquia	SAX	10	10	0
Eslovénia	SBITOP	20	20	0
Chipre	FTSE/CySE 20	20	20	0
TOTAL		700	392	308

Tabela 2 – Amostra utilizada no estudo

4. Descrição das variáveis

4.1 Variáveis dependentes

O conceito de desempenho financeiro pode ser definido como a capacidade de criação de valor nas empresas ou como a forma de avaliação do uso dos seus ativos.

O desempenho financeiro das empresas é uma das perspectivas mais importantes na avaliação do seu desempenho, uma vez que sintetiza o impacto de todas as decisões de gestão na capacidade de criação de valor. Esta avaliação do desempenho faz-se normalmente através de indicadores financeiros e permite, assim, comparar empresas entre si.

A avaliação do desempenho pode ser feita de duas formas: medida com base no desempenho contabilístico e medida com base no desempenho de mercado (Peni, 2014), sendo ambas as formas utilizadas neste estudo através de dois indicadores: o ROA (medida contabilística) e o Q de Tobin (medida de mercado).

4.1.1. ROA

O ROA, ou taxa de retorno sobre o ativo, é um rácio financeiro que demonstra a capacidade dos ativos da empresa gerarem resultados e, de uma forma global, o desempenho da empresa (Carter *et al.*, 2003). O ROA está disponível na base de dados *DataStream* em forma de percentagem através da seguinte expressão:

$$ROA = \frac{(netincome - bottomline) + (interestexpense on debt - interest capitalized) \times (1 - Taxrate)}{\text{average of last's years and current year's total assets} \times 100}$$

O ROA é visto por muitos pesquisadores como uma variável estável e indicativa do uso eficiente dos ativos de uma empresa (Keck, 1997 *apud* Krishman e Park, 2005), ou seja, indica quão eficiente é a gestão da empresa.

O valor do ROA é medido em percentagem e quanto maior for, maior será o retorno obtido por cada unidade monetária investida na empresa.

A escolha deste indicador como medida de desempenho é consistente com vários estudos que investigam o efeito do género nos resultados das empresas, nomeadamente Shrader *et al.* (1997), Erhardt *et al.* (2003), Farrel e Hersch (2004), Krishman e Park (2005), Kotiranta *et al.* (2007), Khan e Vieito (2013), Jalbert *et al.* (2013), Lam *et al.* (2013), Matsa e Miller (2013), Liu *et al.* (2014) e Magro *et al.* (2015).

4.1.2. Q de Tobin

O Q de Tobin é definido como a relação entre o valor de mercado dos ativos de uma empresa e o seu valor de reposição (Tobin, 1969 *apud* Dezso e Ross, 2012) e está subjacente à ideia de que empresas melhores criam mais valor económico a partir de uma dada quantidade de ativos. É uma medida prospetiva que captura o valor de uma empresa como um todo e não como a soma das suas partes e inclui implicitamente o valor esperado dos fluxos de caixa futuros, que são capitalizados ao valor de mercado dos ativos da empresa (Dezso e Ross, 2012).

O Q de Tobin é também um bom indicador em relação à vantagem competitiva da empresa, pois indica a previsão de ganhos futuros do mercado. Um alto valor do Q de Tobin está associado à existência de maior “capital intelectual”, o que aumenta o desempenho financeiro das empresas. (Alvarado *et al.*, 2017).

Por estas razões, numerosos estudos utilizam o Q de Tobin como uma medida de desempenho geral da empresa em várias áreas como a administração, a economia e as finanças e, assim, estudos recentes utilizam o Q de Tobin, que ganhou aceitação como uma medida que ajuda a explicar uma ampla variedade de fenómenos económicos (Campbell e Mínguez-Vera, 2008).

O valor do Q de Tobin indica se as empresas são eficientes nos seus investimentos e, assim, quando este valor é menor do que 1, os ativos da empresa valem menos do que o seu valor de reposição e é improvável que a empresa invista novamente nesses ativos. Contrariamente, quando o Q de Tobin é superior a 1, os ativos da empresa valem mais do que o seu valor de reposição, indicando que as empresas são eficientes nos seus investimentos e que estão a obter lucros extraordinários.

Vários estudos discutem as vantagens de utilizar o Q de Tobin para avaliar o desempenho das empresas, tais como Cartet *et al.* (2003), Campbell e Mínguez-Vera (2008), Campbell e Mínguez-Vera (2010), Ahern e Dittmar (2012), Dezso e Ross (2012), Perryman *et al.* (2016) e Alvarado *et al.* (2017). Estes estudos utilizam na sua generalidade o valor do Q de Tobin como variável dependente, com o objetivo de encontrar relações de causalidade entre o valor das empresas e outras variáveis, como o género do CEO e a percentagem de mulheres nos Conselhos de Administração.

O indicador Q de Tobin não estava disponível na base de dados *DataStream*, razão pela qual foi construído a partir de três variáveis: *Market Capitalization*, *Total Liabilities* e *Total Assets*. A variável *Market Capitalization* corresponde ao valor de mercado no final de cada ano multiplicado pelas ações em circulação, ou seja:

$$\text{Market Capitalization} = \text{market price year end} \times \text{common shares outstanding}$$

A variável *Total Liabilities* corresponde a todas as obrigações, a curto e longo prazo, que se espera que sejam satisfeitas pela empresa e a variável *Total Assets* corresponde ao somatório do total de ativos correntes, recebimentos a longo prazo, investimentos em subsidiárias não consolidadas, outros investimentos, propriedades líquidas, equipamentos e outros ativos da empresa.

Assim, neste estudo, o Q de Tobin é definido pela seguinte expressão (Campbell e Mínguez-Vera, 2008):

$$Q \text{ de Tobin} = \frac{\text{Market Capitalization} + \text{Total Liabilities}}{\text{Total Assets}}$$

O Q de Tobin tem em conta o risco das empresas e, ao contrário das medidas contabilísticas, como o ROA, é menos afetado por convenções contabilísticas e por manipulação estratégica de resultados (Dechow *et al.*, 1996 *apud* Bennouri *et al.*, 2018). O ROA calcula os resultados com base em eventos que já ocorreram e, assim, oferece uma visão do desempenho passado, enquanto o Q da Tobin se concentra nas expectativas de desempenho futuro (Campbell e Mínguez-Vera, 2008).

Devido a estas características de ambos os indicadores, diversos estudos utilizam-nos simultaneamente como medidas de desempenho, tais como Adams e Ferreira (2009), Parente (2013), Pereira (2013), Peni (2014), Post e Byron (2015), Júnior e Martins (2015), Borghesi *et al.*, (2016), Faccio *et al.*, (2016), Jeong e Harrison (2017), Conyon e He (2017), Green e Homroy (2017) e Bennouri *et al.*, (2018).

4.2 Variáveis independentes

O principal objetivo deste estudo é relacionar o desempenho das empresas com a diversidade de género destas, nomeadamente com o género do CEO e com a percentagem de mulheres nos Conselhos de Administração. O género é uma variável demográfica mais complexa e, portanto, mais rica do que as outras variáveis demográficas (Krishnan e Park, 2005). Assim, as duas variáveis independentes ou explicativas que são utilizadas neste estudo e que procuram explicar o desempenho das empresas são a variável FEMALECEO e a variável FEMALEONBOARD. Adicionalmente são utilizadas variáveis de controlo, com o objetivo de controlar efeitos, já testados e documentados na literatura e que podem exercer influência sobre o desempenho das empresas.

4.2.1. FEMALECEO

Por serem, em vários aspetos, a figura mais poderosa e visível da empresa os CEOs são alvos importantes de pesquisa quando é examinado o desempenho de uma empresa. (Peni, 2014).

O género do CEO é uma medida importante de diversidade de género e de liderança feminina e tem sido utilizado na literatura anterior em estudos como o de Smith *et al.* (2005), Kotiranta *et al.* (2007), Adams e Ferreira (2009), Cardoso e Winter-Ebmer (2010), Ahern e Dittmar (2012), Kolev (2012), Jalbert *et al.* (2013), Khan e Vieito (2013), Lam *et al.* (2013), Peni (2014), Liu *et al.* (2014), Júnior e Martins (2015), Borghesi *et al.* (2016), Flabbi *et al.* (2016), Faccio *et al.* (2016), Perryman *et al.* (2016), Jeong e Harrison (2017), Conyon e He (2017) e Bennouri *et al.* (2018).

Esta variável não está disponível na base de dados *DataStream* e foi por isso construída como uma variável *dummy* que assume o valor de 1 quando o CEO da empresa é mulher e 0 quando o CEO da empresa é homem.

A atribuição desta variável a cada empresa foi feita de acordo com o seguinte processo:

2. Primeiramente, pesquisou-se o nome dos atuais CEOs das 308 empresas presentes neste estudo, tendo como referência o final do ano de 2017, nos sites oficiais das empresas. Quando o nome do CEO era suficientemente elucidativo acerca do seu género, a pesquisa dava-se por concluída para esta empresa; quando o nome do CEO não era suficientemente elucidativo acerca do seu género, pesquisou-se fotos e/ou textos que contivessem pronomes (em

inglês, “his” ou “her”) em que fosse possível concluir o gênero. Desta forma foi possível concluir o gênero de todos os CEOs em 2017.

3. Para os restantes anos, aquando da pesquisa anterior, retirou-se o ano em que o “atual” CEO iniciou as suas funções neste cargo. Se o ano de início de funções fosse anterior ou igual a 2010, a pesquisa dava-se por concluída para a empresa para todos os anos do estudo; se não fosse, pesquisou-se, mais uma vez utilizando o processo do ponto 1, para os anos em falta (2010 a 2016) o gênero do CEO.
4. Em empresas em que havia dúvidas acerca da mudança de CEO a meio do período em estudo (2010-2017), foram consultadas notícias e/ou entrevistas dos anos em falta, de modo a perceber em que mês ocorreu realmente a mudança: se um CEO abandonasse o seu cargo antes de Julho do respetivo ano, considerou-se que o CEO para esse ano seria o novo CEO; caso contrário, considerou-se que o CEO para esse ano seria o antigo.

Com este processo foi possível concluir o gênero de todos os CEOs das 308 empresas analisadas em todo o período do estudo.

4.2.2. FEMALEONBOARD

A percentagem de mulheres no Conselho de Administração é uma das variáveis mais utilizadas na literatura que estuda a relação entre a diversidade de gênero e o desempenho das empresas, tais como no estudo de Shrader *et al.* (1997), Erhardt *et al.* (2003), Farrel e Hersch (2005), Krishnan e Park (2005), Kotiranta *et al.* (2007), Campbell e Mínguez-Vera (2008), Adams e Ferreira (2009), Campbell e Mínguez-Vera (2010), Luckerath-Rovers (2011), Dezso e Ross (2012), Parente (2013), Pereira (2013), Laible (2013), Liu *et al.* (2014), Júnior e Martins (2015), Magro *et al.* (2015), Perryman *et al.* (2016), Jeong e Harrison (2017), Conyon e He (2017), Alvarado *et al.* (2017), Green e Homroy (2018) e Bennouri *et al.* (2018).

Esta variável é automaticamente calculada na *DataStream* como a percentagem total de mulheres nos Conselhos de Administração de cada empresa e é a variável que definiu a amostra do estudo: apenas as empresas que possuíam dados relativos à percentagem de mulheres nos Conselhos de Administração em um ou mais anos do período de estudo foram incluídas na amostra, tal como explicado anteriormente.

4.3 Variáveis de controlo

O modelo inclui outras variáveis, consideradas variáveis de controlo que, seguindo a literatura, são suscetíveis de afetar o desempenho da empresa ou de estar relacionadas com este. Estas variáveis foram retiradas da *DataStream* e estão divididas em dois grupos: características do Conselho e características da empresa.

Relativamente ao primeiro grupo foram utilizadas como variáveis de controlo a variável **BOARDSIZE**, que é definida pelo número total de membros do Conselho no final de cada ano, a variável **CEOBOARDMEMBER**, que é uma variável *dummy* que assume o valor de 1 se o CEO for um membro do Conselho de Administração e 0 se não for (esta variável, na *DataStream*, é gerada de forma diferente, sendo que se o CEO for um membro do Conselho de Administração é gerada a letra Y, caso contrário, é gerada a letra N, tendo sido alterada para facilitar a análise de dados), a variável **INDEPENDENTBOARDMEMBERS**, que é definida pela percentagem de membros do Conselho que são independentes da empresa e a variável **BOARDSPECIFICSKILLS**, que é definida como a percentagem de membros do Conselho que possuem estudos superiores específicos da indústria ou estudos superiores na área financeira.

Em relação ao segundo grupo, foram utilizadas como variáveis de controlo a variável **WOMENMANAGERS**, que é definida pela percentagem de mulheres gestoras na empresa, em relação ao total de gestores existentes na empresa, a variável **WOMENEMPLOYEES**, que é definida pela percentagem de mulheres trabalhadores em relação ao total de trabalhadores da empresa, a variável **LEVERAGE**², que é definida pela divisão entre o total das dívidas da empresa (dívidas a curto prazo, dívidas correntes e dívidas a longo prazo) pelo total de ativos da mesma, a variável **FIRMSIZE**, que é definida pelo logaritmo do total dos ativos da empresa e a variável **LOCATION**, que é uma variável *dummy* que assume o valor de 1 quando a empresa se encontra num país pertencente ao Sul da Europa e 0 quando pertence ao Norte da Europa.

Na tabela 3, apresenta-se a literatura que utiliza estas variáveis como variáveis de controlo e na qual se baseou a escolha destas.

² Este rácio financeiro, quando menor que 0,5, significa que a maioria dos ativos da empresa são financiados através de capital próprio. Se for maior que 0,5 significa que a maioria dos ativos da empresa são financiados através de dívida.

FIRMSIZE	BOARDSIZE	LEVERAGE	CEOBOARDMEMBER
Shrader <i>et al.</i> (1997)	Shrader <i>et al.</i> (1997)	Campbell e Mínguez-Vera (2008)	Carter <i>et al.</i> (2003)
Du Rietz e Henrekson (2000)	Erhardt <i>et al.</i> (2003)	Campbell e Mínguez-Vera (2010)	Kotiranta <i>et al.</i> (2007)
Carter <i>et al.</i> (2003)	Carter <i>et al.</i> (2003)	Ahern e Dittmar (2012)	Campbell e Mínguez-Vera (2010)
Farrel e Hersch (2005)	Farrel e Hersch (2005)	Dezso e Ross (2012)	Lam <i>et al.</i> (2013)
Smith <i>et al.</i> (2005)	Kotiranta <i>et al.</i> (2007)	Pereira (2013)	Peni (2014)
Campbell e Mínguez-Vera (2008)	Campbell e Mínguez-Vera (2008)	Jalbert <i>et al.</i> (2013)	Conyon e He (2017)
Cardoso e Winter-Ebmer (2010)	Adams e Ferreira (2009)	Peni (2014)	Green e Homroy (2018)
Campbell e Mínguez-Vera (2010)	Campbell e Mínguez-Vera (2010)	Liu <i>et al.</i> (2014)	Bennouri <i>et al.</i> (2018)
Luckerath-Rovers (2011)	Luckerath-Rovers (2011)	Júnior Martins (2015)	WOMEN MANAGERS
Dezso e Ross (2012)	Ahern e Dittmar (2012)	Borghesi <i>et al.</i> (2016)	Shrader <i>et al.</i> (1997)
Khan e Vieito (2013)	Dezso e Ross (2012)	Faccio <i>et al.</i> (2016)	Dezso e Ross (2012)
Lam <i>et al.</i> (2013)	Pereira (2013)	Perryman <i>et al.</i> (2016)	Pereira (2013)
Peni (2014)	Matsa e Miller (2013)	INDEPENDENTBOARD MEMBERS	Liu <i>et al.</i> (2014)
Júnior e Martins (2015)	Liu <i>et al.</i> (2014)	Carter <i>et al.</i> (2003)	Flabbi <i>et al.</i> (2016)
Magro <i>et al.</i> (2015)	Júnior e Martins (2015)	Adams e Ferreira (2009)	Conyon e He (2017)
Borghesi <i>et al.</i> (2016)	Magro <i>et al.</i> (2015)	Ahern e Dittmar (2012)	BOARDSPECIFIC SKILLS
Flabbi <i>et al.</i> (2016)	Conyon e He (2017)	Liu <i>et al.</i> (2014)	Cardoso e Winter-Ebmer (2010)
Faccio <i>et al.</i> (2016)	Alvarado <i>et al.</i> (2017)	Conyon e He (2017)	Parente (2013)
Perryman <i>et al.</i> (2016)	Green e Homroy (2018)	Green e Homroy (2018)	Lam <i>et al.</i> (2013)
Alvarado <i>et al.</i> (2017)	Bennouri <i>et al.</i> (2018)	WOMEN EMPLOYEES	Bennouri <i>et al.</i> (2018)
Bennouri <i>et al.</i> (2018)		Flabbi <i>et al.</i> (2016)	

Tabela 3 – Literatura na qual se baseou a escolha das variáveis de controlo utilizadas

4.4 Sinais previstos para as variáveis

De acordo com a literatura analisada, os sinais previstos para as variáveis são os apresentados na tabela 4:

Variável	Sinal previsto ROA	Sinal previsto Q de Tobin
FEMALECEO	+ / -	+ / -
FEMALEONBOARD	+ / -	+ / -
BOARDSIZE	-	-
CEOBOARDMEMBER	+ / -	+ / -
INDEPENDENTBOARDMEMBER	-	-
BOARDSPECIFICSKILLS	+	+
WOMENMANAGERS	+ / -	+ / -
WOMENEMPLOYEES	+ / -	+ / -
LEVERAGE	-	-
FIRMSIZE	+	+
LOCATION	+ / -	+ / -

Tabela 4 – Sinais previstos para as variáveis utilizadas no estudo

Espera-se que o tamanho do Conselho de Administração, a percentagem de membros independentes neste e o endividamento influenciem negativamente o desempenho da empresa, medido pelo ROA e pelo Q de Tobin. Por outro lado, é esperada uma influência positiva no desempenho da empresa da percentagem de membros com conhecimentos da indústria e/ou financeiros e do tamanho da empresa.

O sinal das restantes variáveis não foi possível de concluir através da literatura analisada, devido à grande ambiguidade de resultados presentes nos diversos estudos, nomeadamente relativos às variáveis de diversidade de género (FEMALECEO, FEMALEONBOARD, WOMENMANAGERS e WOMENEMPLOYEES), à presença do CEO no Conselho de Administração como membro deste e à localização da empresa, entre o Norte e o Sul da Europa.

4.5 Modelos de regressão

Para testar a influência das variáveis explicativas no desempenho das empresas construíram-se os modelos que foram estimados através do software GRETL (*Gnu Regression, Econometrics and Time-series Library*) e efetuou-se a estimação desses modelos recorrendo a dados em painel.

A utilização de dados em painel tem várias vantagens, como permitir a utilização de um maior número de observações, que providencia uma maior quantidade de informação, uma maior variabilidade dos dados, uma menor colinearidade entre as variáveis, maior número de graus de liberdade e uma maior eficiência na estimação. Permite ainda conjugar a diversidade de comportamentos individuais, permitindo, desta forma, quantificar determinados aspetos que são de difícil quantificação utilizando só dados em séries temporais ou só dados seccionais (Marques, 2000).

Nos modelos em painel podemos considerar três casos particulares: a *pooled regression*, o modelo de efeitos fixos e o modelo de efeitos aleatórios (Marques, 2000).

Os modelos *pooling* são estimados pela aplicação do método dos mínimos quadrados ordinários (ou *Ordinary Least Squares* – OLS) uma vez que se cumprem as hipóteses clássicas do modelo de regressão linear, pelo que é conhecido como *pooled OLS* e é representado da seguinte forma:

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 X_{it} + \sum_{j=2}^N \beta_j VC_{jit} + \varepsilon_{it}$$

Em que Y_{it} representa a variável dependente, que será alternativamente o ROA e o Q de Tobin, da empresa i no ano t , com $i=1,2,3,\dots,308$ e $t=1,2,3,\dots,8$; β_0 representa o valor da variável dependente quando todas as variáveis independentes são iguais a 0, ou seja, representa uma constante; β_j representa o coeficiente a ser estimado para cada variável independente $j=1,2,3,\dots,10$; X_{it} representa as variáveis independentes explicativas, que será alternativamente a variável FEMALECEO e a variável FEMALEONBOARD; VC_{jit} representa as variáveis de controlo do modelo, sendo $j=2,3,4,\dots,10$ a variável de controlo na empresa $i=1,2,3,\dots,308$ no ano $t=1,2,3,\dots,8$; ε_{it} represente o termo de erro no modelo, ou seja, representa os efeitos que não são explicados por nenhuma das variáveis independentes.

Os modelos de efeitos fixos, ou modelos de variáveis *dummy* individuais, são estimados pelo método LSDV (*Least Squares Dummy Variable*), enquanto que os modelos de efeitos aleatórios são estimados pelo método dos mínimos quadrados generalizados (ou *Generalised Least Squares* - GLS). Ambos são representados da seguinte forma:

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 X_{it} + \sum_{j=2}^N \beta_j VC_{jit} + (\alpha_i + \varepsilon_{it})$$

α_i representa os efeitos fixos de cada empresa $i=1,2,3,\dots,308$, que se mantêm constantes ao longo do tempo e por isso só é considerada neste modelo.

É realizada uma estimação pelo modelo de efeitos fixos sempre que a heterogeneidade não observável está correlacionada com a variável explicativa, enquanto que, sempre que os efeitos não estão correlacionados com a variável explicativa, é realizada uma estimação pelo modelo de efeitos aleatórios.

Para cada modelo do estudo foi selecionada a abordagem de estimativa mais conveniente, entre o *pooled*, o modelo de efeitos aleatórios e o modelo de efeitos fixos, utilizando para isso o teste de estatística F, o teste de *Breusch-Pagan* e o teste de *Hausman*, que são testes estatísticos que consistem em testar duas hipóteses alternativas. A tabela seguinte, tabela 5, resume as hipóteses referentes aos testes, assim como os resultados de cada um.

Testes	Hipótese nula	Hipótese alternativa	Resultado: p-value menor que 0,05	Resultado: p-value maior que 0,05
Teste de estatística F	O modelo OLS “pooled” é o mais adequado.	O modelo de efeitos fixos é o mais adequado.	Valida-se a hipótese alternativa.	Valida-se a hipótese nula.
Teste Breusch-Pagan	O modelo OLS “pooled” é o mais adequado.	O modelo de efeitos aleatórios é o mais adequado.	Valida-se a hipótese alternativa.	Valida-se a hipótese nula.
Teste de Hausman	O modelo de efeitos aleatórios é o mais adequado.	O modelo de efeitos fixos é o mais adequado.	Valida-se a hipótese alternativa.	Valida-se a hipótese nula.

Tabela 5 – Hipóteses e explicação dos testes estatísticos

Desta forma, estimaram-se os quatro modelos no software *GRET*, utilizando dados em painel com 308 unidades de secção cruzada observadas durante 8 períodos e realizaram-se os três testes estatísticos, de modo a aferir qual o método de estimação mais adequado para cada um. Os resultados dos testes realizados encontram-se na tabela 6.

$$\text{Modelo 1: } ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 FEMALECEO_{it} + \sum_{j=2}^{10} \beta_j VC_{jit} + \varepsilon_{it};$$

$$\text{Modelo 2: } QTOBIN_{it} = \beta_0 + \beta_1 FEMALECEO_{it} + \sum_{j=2}^{10} \beta_j VC_{jit} + \varepsilon_{it}$$

$$\text{Modelo 3: } ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 FEMALEONBOARD_{it} + \sum_{j=2}^{10} \beta_j VC_{jit} + \varepsilon_{it}$$

$$\text{Modelo 4: } QTOBIN_{it} = \beta_0 + \beta_1 FEMALEONBOARD_{it} + \sum_{j=2}^{10} \beta_j VC_{jit} + \varepsilon_{it}$$

$$\text{Em que } \sum_{j=2}^{10} \beta_j VC_{jit} = \beta_2 BOARDSIZE_{it} + \beta_3 CEOBOARDMEMBER_{it} + \beta_4 INDEPENDENTBOARDMEMBERS_{it} + \beta_5 BOARDSPECIFICSKILLS + \beta_6 WOMENMANAGERS_{it} + \beta_7 WOMENEMPLOYEES_{it} + \beta_8 LEVERAGE_{it} + \beta_9 FIRMSIZE_{it} + \beta_{10} LOCATION_{it};$$

Testes	Modelo 1 (p-value)	Modelo 2 (p-value)	Modelo 3 (p-value)	Modelo 4 (p-value)
Teste de estatística F	OLS “pooled” (0,882199)	OLS “pooled” (0,96893)	OLS “pooled” (0,84285)	OLS “pooled” (0,933671)
Teste Breusch-Pagan	OLS “pooled” (0,865505)	OLS “pooled” (0,365496)	OLS “pooled” (0,996271)	OLS “pooled” (0,558878)
Teste de Hausman	Efeitos aleatórios (0,0754837)	Efeitos aleatórios (0,0591602)	Efeitos fixos (0,0339456)	Efeitos fixos (0,0273218)
Modelo mais adequado para a estimação do modelo	OLS “pooled”	OLS “pooled”	OLS “pooled”	OLS “pooled”

Tabela 6 – Resultados dos testes estatísticos aos modelos (1-4)

Conclui-se, desta forma, que o método mais adequado para estimar os modelos será o método dos mínimos quadrados ordinários, utilizando-se assim o modelo OLS *pooled*. Esta conclusão vai ao encontro da literatura, uma vez que a maioria dos estudos que relacionam a diversidade de género com o desempenho das empresas utiliza este método.

PARTE III: RESULTADOS

5. Estatísticas Descritivas e Correlações

5.1. Estatísticas Descritivas

Na tabela 7 encontram-se as estatísticas descritivas das variáveis utilizadas neste estudo. De notar que as variáveis FEMALECEO, CEOBOARDMEMBER e LOCATION são variáveis *dummy*, daí que o mínimo será sempre 0 e o máximo 1 e que as variáveis FEMALEONBOARD, ROA, INDEPENDENTBOARDMEMBER, BOARDSPECIFICSKILLS, WMANAGERS e WEMPLOYEES são medidas em percentagem.

Variável	N.º observações	Média	Desvio padrão	Mínimo	Máximo
FEMALECEO	2464	0,034497	0,18254	0	1
FEMALEONBOARD	2150	20,514	12,057	0	63,64
ROA	2414	6,9083	11,758	-417,73	128,42
QTOBIN	2387	1,8065	1,2973	0,60448	19,966
BOARDSIZE	2085	11,868	3,882	5	26
CEOBOARDMEMBER	1919	0,70245	0,4573	0	1
INDEPENDENTBOARDMEMBER	2089	51,62	25,169	0	100
BOARDSPECIFICSKILLS	2073	40,524	19,672	0	100
WOMENMANAGERS	1368	25,066	12,695	0	82,63
WOMENEMPLOYEES	1799	32,464	15,892	5	94,82
LEVERAGE	2446	0,5791	0,2262	0	3,7137
FIRMSIZE	2446	7,1177	0,69413	4,5222	9,6946
LOCATION	2464	0,47727	0,49958	0	1

Tabela 7 – Estatísticas descritivas

Nota: FEMALECEO – *dummy* do género do CEO; FEMALEONBOARD – percentagem de mulheres nos Conselhos de Administração; BOARDSIZE – tamanho do Conselho de Administração; CEOBOARDMEMBER – *dummy* para a presença do CEO no Conselho de Administração; INDEPENDENTBOARDMEMBERS – percentagem de membros independentes no Conselho de Administração; BOARDSPECIFICSKILLS – percentagem de membros do Conselho de Administração com estudos específicos ou de negócios; WOMENMANAGERS – percentagem de mulheres gestoras na empresa; WOMENEMPLOYEES – percentagem de mulheres trabalhadoras na empresa; LEVERAGE – rácio de endividamento; FIRMSIZE – tamanho da empresa; LOCATION – *dummy* da localização do país da empresa.

Verifica-se que as variáveis dependentes, QTOBIN e ROA, apresentam uma média de 1,8065 e de 6,9083%, respetivamente.

Segundo as definições já apresentadas, um Q de Tobin igual a 1,8065 indica um potencial de valorização da empresa favorável em 80,65% em relação ao total do investimento, ou seja, a média das empresas europeias em relação a este indicador é considerada favorável em relação à probabilidade de investimento, o que já seria de esperar tendo em conta que são grandes empresas cotadas em bolsa. Apesar disso, observa-se uma grande amplitude nesta variável, tendo em conta que o mínimo é igual a 0,60448 (o que sugere que existem empresas em que os seus ativos valem menos do que o seu valor de reposição) e o máximo igual a 19,966.

Um ROA igual a 6,9083% significa que por cada 100 unidades monetárias investidas, em média, as empresas europeias analisadas geram aproximadamente 6,91 unidades monetárias de resultados. Também nesta variável se verifica uma grande amplitude de resultados, observando-se um mínimo de -417,73% e um máximo de 128,42%.

Quanto às variáveis independentes relacionadas com a diversidade de género, observa-se uma sub-representação das mulheres em ambas, tendo a variável FEMALECEO uma média igual a 0,034497, que equivale a uma média de 3,4497% de mulheres no cargo de CEO nas empresas analisadas. Esta média está um pouco abaixo da média da União Europeia no período em estudo (2010-2017), que foi de 3,825%, apesar de a diferença não ser significativa e ser justificável pelo facto de terem sido retiradas bastantes empresas que poderiam influenciar esta média.

Em relação à variável FEMALEONBOARD, observa-se uma média de 20,514% que, estando ainda bastante longe do objetivo (40%), se compara à média da Europa (25,3%), apesar de um pouco mais baixa, que pode ser justificada pela seleção da amostra, em que foram retiradas várias empresas que poderiam eventualmente influenciar esta média. Verifica-se nesta variável uma grande amplitude, sendo que existe pelo menos uma empresa que não possui nenhuma mulher no seu Conselho, enquanto que existe pelo menos uma empresa com uma percentagem de mulheres no Conselho igual a 63,64%.

Em relação às variáveis de controlo, verifica-se que as variáveis relacionadas com a percentagem de mulheres, gestoras e trabalhadoras, da empresa (WOMENMANAGERS e WOMENEMPLOYEES) possuem médias superiores à variável FEMALEONBOARD, respetivamente, 25,066% e 32,464%, o que poderá ser um indicador de que a percentagem

de mulheres nos Conselhos de Administração e no cargo de CEO vai aumentar nos próximos anos. Mais uma vez, existe pelo menos uma empresa que não possui qualquer mulher gestora e pelo menos uma empresa que não possui qualquer mulher trabalhadora. Contrariamente, existe pelo menos uma empresa que possui 82,64% de mulheres gestoras e pelo menos uma empresa com 94,82% de mulheres trabalhadoras.

O tamanho do Conselho (BOARDSIZE) varia entre os 5 e os 26 membros, sendo que a média de membros é igual a 11,868. Em relação à variável CEOBOARDMEMBER, observa-se que em 70,245% das empresas analisadas o CEO faz parte do Conselho de Administração.

Em média, os Conselhos de Administração das empresas europeias analisadas possuem 51,62% de membros independentes (INDEPENDENTBOARDMEMBER), sendo que pelo menos uma empresa não possui qualquer membro independente e pelo menos uma empresa possui um Conselho com 100% de membros independentes.

Relativamente à variável BOARDSPECIFICSKILLS, observa-se que, em média, apenas 40,524% dos membros dos Conselhos possuem conhecimentos específicos da indústria ou conhecimentos da área financeira. De notar que existe pelo menos uma empresa que não possui qualquer membro com estes conhecimentos no seu Conselho e que existe pelo menos uma empresa em que todos os membros possuem estes conhecimentos.

Em relação ao endividamento (LEVERAGE) verifica-se que a média é de 0,5791, sugerindo que, em média, empresas presentes na amostra possuem 57,91% dos seus ativos financiados através de dívida. Ainda assim, existe pelo menos uma empresa que não possui qualquer tipo de dívida, pois o mínimo da variável é igual a 0.

O tamanho das empresas, medido pela variável FIRMSIZE, que, por sua vez, é medida pelo logaritmo natural dos ativos, é em média de 7,1177, tendo um mínimo de 4,5222 e um máximo de 9,6946.

Em relação à variável LOCATION, observa-se que 47,727% das empresas que fazem parte deste estudo encontram-se no Sul da Europa e as restantes no Norte, sugerindo uma divisão equilibrada na localização dos países presentes no estudo.

5.2. Correlações

Antes de se proceder à regressão dos modelos, analisou-se a matriz de correlação de *Pearson* entre as variáveis, com o objetivo de testar a existência de multicolinearidade. A correlação de *Pearson* avalia a relação linear entre duas variáveis e os valores da matriz estão compreendidos entre -1 (correlação negativa perfeita) e 1 (correlação positiva perfeita). A existência de multicolinearidade existe se este valor for alto (superior a 0,8). Quando o valor da matriz é positivo, significa que as duas variáveis aumentam ou diminuem em conjunto, enquanto que se este valor for negativo, se uma variável aumenta a outra diminui e vice-versa.

Observando a matriz de correlação podemos concluir que existem bastantes correlações significantes entre as variáveis, mas no geral todas apresentam um valor baixo e, por isso, rejeita-se a hipótese de existência de multicolinearidade. Assim, podemos incluir todas as variáveis nos modelos de regressão.

A relação mais significativa (0,759) verifica-se entre a variável WOMENMANAGERS e WOMENEMPLOYEES, o que faz sentido, uma vez que as mulheres gestoras de uma empresa são também trabalhadoras da mesma e, assim, quanto maior for a percentagem de mulheres gestoras, maior será também a percentagem de mulheres trabalhadoras da empresa.

A única relação entre variáveis na qual não existe qualquer relação linear é entre a variável CEOBOARDMEMBER e a variável FIRMSIZE, concluindo-se que estas variáveis não estão de forma alguma relacionadas entre si.

Em relação às variáveis dependentes, o ROA está positivamente correlacionado com o QTOBIN o que, sendo ambas variáveis que medem o desempenho das empresas, é uma relação esperada. Ambas estão positivamente relacionadas com a variável FEMALEONBOARD, que é um bom indicador de que uma percentagem de mulheres no Conselho de Administração aumenta o desempenho das empresas. Estão também ambas correlacionadas positivamente com as variáveis WOMENMANAGERS e WOMENEMPLOYEES, o que reforça a ideia anterior de que o aumento de mulheres, desta vez na empresa em geral, aumenta o desempenho das empresas.

Em relação às correlações negativas, de destacar a correlação entre ambas (ROA e QTOBIN) e as variáveis BOARDSIZE, LEVERAGE, FIRMSIZE e LOCATION, o que permite concluir que as empresas com melhor desempenho possuem um Conselho mais

pequeno, possuem menos dívida, são mais pequenas e localizam-se no Norte da Europa. Em relação à variável FEMALECEO, esta está positivamente correlacionada com o ROA, ainda que esta correlação não seja significativa e negativamente correlacionada com o QTOBIN.

Em relação às variáveis independentes FEMALECEO e FEMALEONBOARD, de realçar a correlação positiva e significativa a 1% entre estas, o que sugere que a as mulheres no cargo de CEO aumentam à medida que a percentagem de mulheres nos Conselhos de Administração aumenta.

A variável FEMALECEO está negativamente correlacionada, a 1%, com as variáveis BOARDSIZE e LOCALIZATION e positivamente correlacionada com as variáveis INDEPENDENTBOARDMEMBERS, a 5% e com BOARDSPECIFICSKILLS, a 1%.

A variável FEMALEONBOARD está positivamente correlacionada, a 1%, com as variáveis INDEPENDENTBOARDMEMBERS, WOMENMANAGERS e FIRMSIZE e a 5% com a variável BOARDSIZE, o que sugere que quanto maior for o Conselho de Administração, maior percentagem de mulheres este terá. Esta variável está negativamente correlacionada a 1% com a variável LOCATION, o que permite concluir que as empresas com maior percentagem de mulheres no Conselho de Administração se encontram no Norte da Europa.

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1 - FEMALECEO	1												
2 - FEMALEONBOARD	0,137**	1											
3 - ROA	0,017	0,089*	1										
4 - QTOBIN	-0,030	0,104**	0,400**	1									
5 - BOARDSIZE	-0,086**	0,095*	-0,187**	-0,213**	1								
6 - CEOBOARDMEMBER	0,008	-0,087*	-0,027	-0,102**	0,161**	1							
7 - INDEPENDENTBOARDMEMBERS	0,086*	0,253**	0,083*	0,084*	-0,447**	0,078*	1						
8 - BOARDSPECIFICSKILLS	0,144**	-0,013	0,098*	0,076	-0,115**	0,315**	0,279**	1					
9 - WOMENMANAGERS	-0,014	0,209**	0,204**	0,312**	0,075*	-0,016	0,144*	-0,068	1				
10 - WOMENEMPLOYEES	0,053	0,064	0,173**	0,311**	-0,003	0,048	-0,110*	0,098	0,759**	1			
11 - LEVERAGE	-0,018	-0,009	-0,072**	-0,216**	0,122**	0,104**	0,009	0,075	-0,119**	-0,070*	1		
12 - FIRMSIZE	-0,034	0,158**	-0,058**	-0,229**	0,422**	0	-0,233**	-0,192**	-0,017	-0,130**	0,049*	1	
13 - LOCATION	-0,087**	-0,142**	-0,101**	-0,164**	0,306**	0,245**	-0,173**	-0,225**	0,116**	0,033	0,089**	0,087**	1

Tabela 8 – Matriz de correlação de Pearson

Nota: * e ** indica a significância estatística ao nível de 5% e 1%, respetivamente. FEMALECEO – *dummy* do género do CEO; FEMALEONBOARD – percentagem de mulheres nos conselhos de administração; BOARDSIZE – tamanho do conselho de administração; CEOBOARDMEMBER – *dummy* para a presença do CEO no conselho de administração; INDEPENDENTBOARDMEMBERS – percentagem de membros independentes no conselho de administração; BOARDSPECIFICSKILLS – percentagem de membros do conselho de administração com estudos específicos ou de negócios; WOMENMANAGERS – percentagem de mulheres gestoras na empresa; WOMENEMPLOYEES – percentagem de mulheres trabalhadoras na empresa; LEVERAGE – rácio de endividamento; FIRMSIZE – tamanho da empresa; LOCATION – *dummy* da localização do país da empresa.

6. Discussão dos resultados

Os resultados apresentados apresentam os coeficientes com erros padrão robustos, para controlar a possível heterocedasticidade existente nos modelos. A regressão dos modelos foi efetuada no software *GRET*, os dados foram organizados em painel, não-balanceado, com secções cruzadas empilhadas e os modelos foram estimados pelo modelo *pooled* OLS ou Método dos Mínimos Quadrados.

6.1. ROA

A tabela 9 apresenta os resultados da regressão *pooled* OLS para os modelos 1 e 3, que têm como variável dependente o ROA. O efeito da diversidade de género é capturado alternativamente por uma variável *dummy*, que é igual a 1 se o CEO da empresa for uma mulher e 0 se não for designada por FEMALECEO (modelo 1) e pela percentagem de mulheres no Conselho de Administração, designada por FEMALEONBOARD (modelo 3).

Desde logo destaca-se o coeficiente negativo, apesar de não significativo, entre o ROA e a variável FEMALECEO, sugerindo que a presença de uma mulher no cargo de CEO tem um impacto negativo, mas não significativo, no ROA, sugerindo assim que não existe qualquer impacto no desempenho financeiro da empresa. Este resultado está de acordo com o estudo de Jalbert *et al.* (2013) e Faccio *et al.* (2016), apesar de neste último a relação ser significativa, mas contradiz bastantes estudos analisados, como o estudo de Peni (2014), Khan e Vieito (2013), Liu *et al.* (2014), Lam *et al.* (2013), que relatam uma relação positiva e significativa.

Em relação à percentagem de mulheres no Conselho de Administração, a relação é positiva, mas continua a não ser significativa, sugerindo que não há, também, qualquer impacto no desempenho da empresa. Estes resultados estão de acordo com os obtidos no estudo de Parente (2013), Magro *et al.* (2015) e Jeong e Harrison (2017). Muitos dos estudos analisados obtiveram uma relação positiva e significativa, tais como Erhardt *et al.* (2003), Krishman e Park (2005), Adams e Ferreira (2009), Liu *et al.* (2014), Green e Homroy (2018) e Bennouri *et al.* (2018), o que sugere que talvez a amostra utilizada neste estudo não tenha mulheres no Conselho de Administração suficientes para que a relação seja significativa. Em relação às restantes variáveis independentes, que funcionam como variáveis de controlo, de destacar a relação negativa entre o ROA e a variável BOARDSIZE, significativa a 1%, sugerindo que quanto maior for o tamanho do Conselho de Administração, pior será o

desempenho financeiro da empresa, verificando-se esta relação em ambos os modelos. Esta relação foi encontrada em vários estudos analisados, tais como Adams e Ferreira (2009), Liu *et al.* (2014), Conyon e He (2017) e Green e Homroy (2018).

A variável WOMENMANAGERS, pelo contrário, possui uma relação positiva e significativa a 1%, o que sugere que quanto mais mulheres gestoras existirem na empresa, melhor será o seu desempenho financeiro medido pelo ROA, relação mais uma vez verificada em ambos os modelos e de acordo com os resultados encontrados por Shrader *et al.* (1997). Esta relação poderá ser um bom indicador do potencial impacto positivo das mulheres no desempenho da empresa, uma vez que as relações não significativas observadas nas duas variáveis de diversidade (FEMALECEO e FEMALEONBOARD) poderão não ser significativas devido à quantidade, ainda reduzida, de mulheres nestes cargos.

De destacar ainda a relação negativa e significativa a 1% entre a variável dependente ROA e as variáveis LEVERAGE e FIRMSIZE, sugerindo que quando mais endividada estiver uma empresa e quanto maior for, pior desempenho financeiro terá. Estes resultados estão de acordo com vários estudos, sendo que a relação negativa e significativa entre o ROA e a variável LEVERAGE pode ser encontrada no estudo de Liu *et al.* (2014), Peni (2014), Faccio *et al.* (2016), Conyon e He (2017) e Bennouri *et al.* (2018) e esta relação com a variável FIRMSIZE pode ser encontrada no estudo de Faccio *et al.* (2016).

Os resultados obtidos permitem validar a hipótese 2a, no caso do modelo 1, e a hipótese 4a, no caso do modelo 3, invalidando, desta forma, as hipóteses 1a e 3a.

Os R^2 ajustados observados nestes dois modelos são bastantes reduzidos, o que significa que as variáveis independentes têm um fraco poder explicativo do desempenho das empresas, quando este é medido pelo ROA, nomeadamente o modelo 1 tem um poder explicativo de aproximadamente 11,8% e o modelo 3 de aproximadamente 11,9%. No entanto, é frequente acontecer neste tipo de estudos, em que são utilizadas regressões com índices de desempenho. De qualquer forma, considera-se que ambos os modelos são válidos para explicar o desempenho das empresas, uma vez que o valor-p do teste F é aproximadamente 0 e se rejeita a hipótese de nulidade conjunta das variáveis independentes.

Variáveis	Modelo 1	Modelo 3
FEMALECEO	-1,09191 (-1,043)	-
FEMALEONBOARD	-	0,03004836 (1,359)
BOARDSIZE	-0,297233*** (-5,936)	-0,285385*** (-5,862)
CEOBOARDMEMBER	-0,641834 (-0,8549)	-0,574531 (-0,7608)
INDEPENDENTBOARDMEMBERS	-0,000653648 (-0,07975)	-0,00315917 (-0,3687)
BOARDSPECIFICSKILLS	0,0149599 (0,8115)	0,0148544 (0,8229)
WOMENMANAGERS	0,111989*** (4,159)	0,104741*** (3,91)
WOMENEMPLOYEES	0,00587266 (0,2643)	0,0070627 (0,3236)
LEVERAGE	-0,073513*** (-4,031)	-0,0724289*** (-3,994)
FIRMSIZE	-1,33717*** (-3,694)	-1,40128** (-3,966)
LOCATION	-0,622995 (-1,039)	-0,589278 (-0,9835)
constante	19,8091*** (6,574)	19,5651*** (6,413)
R ² ajustado	0,117994	0,119087
N	1174	1174

Tabela 9 – Resultados das regressões dos modelos 1e 3, com a variável dependente ROA

Nota: *** indica a significância estatística ao nível de 1%. A estatística do teste *t* encontra-se em parêntesis e os valores sem parêntesis correspondem aos coeficientes. FEMALECEO – *dummy* do género do CEO; FEMALEONBOARD – percentagem de mulheres nos Conselhos de Administração; BOARDSIZE – tamanho do Conselho de Administração; CEOBOARDMEMBER – *dummy* para a presença do CEO no Conselho de Administração; INDEPENDENTBOARDMEMBERS – percentagem de membros independentes no Conselho de Administração; BOARDSPECIFICSKILLS – percentagem de membros do Conselho de Administração com estudos específicos ou de negócios; WOMENMANAGERS – percentagem de mulheres gestoras na empresa; WOMENEMPLOYEES – percentagem de mulheres trabalhadoras na empresa; LEVERAGE – rácio de endividamento; FIRMSIZE – tamanho da empresa; LOCATION – *dummy* da localização do país da empresa.

6.2. Q de Tobin

A tabela 10 apresenta os resultados da regressão *pooled* OLS para os modelos 2 e 4, que têm como variável dependente o Q de Tobin. O efeito da diversidade de género é capturado de igual forma como nos modelos 1 e 3, sendo o modelo 2 relativo à presença de uma mulher no cargo de CEO e o modelo 4 relativo à percentagem de mulheres no Conselho de Administração.

Os resultados encontrados são similares aos encontrados com a variável ROA. A diferença mais relevante é a relação negativa e significativa a 1% entre o Q de Tobin e a variável FEMALECEO, o que sugere que uma mulher ocupar o cargo de CEO tem um impacto negativo no desempenho da empresa. Este resultado está de acordo com o estudo de Conyon e He (2017) e Bennouri *et al.* (2018), apesar de a relação encontrada nestes estudos não ser significativa, mas contradiz vários estudos, tais como o estudo de Borghesi *et al.* (2016) e de Júnior e Martins (2015), que encontram uma relação positiva, mas não significativa e o estudo de Peni (2014), que encontra uma relação positiva e significativa.

Tal como com a variável ROA, a variável FEMALEONBOARD está positivamente relacionada com o Q de Tobin, não sendo esta relação significativa, o que sugere que a percentagem de mulheres no Conselho de Administração não tem impacto no desempenho da empresa. Este resultado está de acordo com o estudo de Parente (2013), Júnior e Martins (2015), Jeong e Harrison (2017) e Bennouri *et al.* (2018). Vários estudos encontram uma relação positiva, mas significativa, tais como Carter *et al.* (2003), Campbell e Vera (2008), Adams e Ferreira (2009), Campbell e Mínguez-Vera (2010), Dezsó e Ross (2012), Borghesi *et al.* (2016), Perryman *et al.* (2016), Conyon e He (2017) e Alvarado *et al.* (2017). Esta diferença pode dever-se, mais uma vez, ao tamanho da amostra.

Em relação às variáveis de controlo, as relações encontradas são iguais às encontradas com o ROA: a variável BOARDIZE está negativa e significativamente relacionada com o Q de Tobin, a 1%, o que sugere mais uma vez que o tamanho do Conselho de Administração tem um impacto negativo no desempenho da empresa, estando este resultado de acordo como estudo de Carter *et al.* (2003), Adams e Ferreira, (2009), Campbell e Mínguez-Vera (2010), Conyon e He (2017) e Bennouri *et al.* (2018); a variável WOMENMANAGERS está positiva e significativamente relacionada com o Q de Tobin, a 1%, sugerindo mais uma vez que quanto mais mulheres gestoras existirem na empresa, melhor será o seu desempenho e apresentando-se como um bom indicador do impacto

positivo das mulheres no desempenho da empresa; em relação à variável LEVERAGE, verifica-se uma relação negativa e significativa a 1%, o que sugere que o endividamento tem um impacto negativo no desempenho da empresa, conclusão esta que está de acordo com o estudo de Campbell e Mínguez-Vera (2008), Campbell e Mínguez-Vera (2010), Dezsó e Ross (2012), Júnior e Martins (2015), Conyon e He (2017) e Bennouri *et al.* (2018); finalmente, em relação à variável FIRMSIZE, está negativa e significativamente relacionada com o Q de Tobin, a 1%, o que sugere mais uma vez que o tamanho da empresa tem um impacto negativo no desempenho da empresa e que neste estudo as empresas mais pequenas são as empresas com melhor desempenho, estando este resultado de acordo com o estudo de Campbell e Mínguez-Vera (2008), Campbell e Mínguez-Vera (2010), Dezsó e Ross (2012), Peni (2014), Júnior e Martins (2015) e Perryman *et al.* (2016). Estes resultados são iguais para os modelos (2) e (4).

Os resultados obtidos não permitem validar qualquer hipótese, no caso do modelo 2, uma vez que os resultados obtidos contrariam a hipótese 1b e invalidam a hipótese 2b. Em relação ao modelo 4, a hipótese 4b é validada através dos resultados obtidos, invalidando-se dessa forma a hipótese 3b.

De forma similar aos modelos 1 e 3, os R^2 ajustados observados nos modelos 2 e 4 são bastantes reduzidos, o que significa que as variáveis independentes têm um fraco poder explicativo do desempenho das empresas, quando este é medido pelo Q de Tobin, apesar de este poder explicativo ser maior do que nos modelos em que a variável dependente é o ROA. O modelo 3 tem um poder explicativo de aproximadamente 20% e o modelo 4 de aproximadamente 19,94%. De igual forma, considera-se que ambos os modelos são válidos para explicar o desempenho das empresas, uma vez que o valor-p do teste F é aproximadamente 0 e se rejeita a hipótese de nulidade conjunta das variáveis independentes, novamente.

Em todos os modelos estimados, os sinais dos coeficientes foram similares aos previstos no capítulo X: a variável FEMALECEO apresenta sempre sinal negativo e a variável FEMALEONBOARD apresenta sempre sinal positivo; a variável CEOBOARDMEMBER e LOCATION apresentam sinal negativo em todos os modelos e as variáveis WOMENMANAGERS e WOMENEMPLOYEES sinal positivo; a única variável contrária ao sinal previsto é a variável FIRMSIZE, o que indica que, na amostra utilizada, as pequenas empresas possuem um melhor desempenho do que as grandes empresas.

Variáveis	Modelo 2	Modelo 4
FEMALECEO	-0,670064*** (-6,069)	-
FEMALEONBOARD	-	0,00559900 (1,616)
BOARDSIZE	-0,0548511*** (-7,392)	-0,0502839*** (-6,786)
CEOBOARDMEMBER	-0,202999 (-1,512)	-0,182489 (-1,364)
INDEPENDENTBOARDMEMBERS	-0,000797929 (-0,7461)	-0,00135114 (-1,254)
BOARDSPECIFICSKILLS	0,00106649 (0,3044)	0,000406541 (0,1161)
WOMENMANAGERS	0,0244368*** (5,514)	0,0232316*** (5,344)
WOMENEMPLOYEES	0,00521418 (1,440)	0,00511613 (1,428)
LEVERAGE	-0,0104104*** (-3,460)	-0,0102314*** (-3,322)
FIRMSIZE	-0,282229*** (-4,775)	-0,298500*** (-5,132)
LOCATION	-0141899 (-1,239)	-0,129497 (-1,116)
constante	4,29099*** (8,694)	4,26079*** (8,312)
R ² ajustado	0,200847	0,193596
N	1179	1179

Tabela 10 – Resultados das regressões dos modelos 2 e 4, com a variável dependente QTOBIN

Nota: *** indica a significância estatística ao nível de 1%. A estatística do teste *t* encontra-se em parêntesis e os valores sem parêntesis correspondem aos coeficientes. FEMALECEO – *dummy* do género do CEO; FEMALEONBOARD – percentagem de mulheres nos Conselhos de Administração; BOARDSIZE – tamanho do Conselho de Administração; CEOBOARDMEMBER – *dummy* para a presença do CEO no Conselho de Administração; INDEPENDENTBOARDMEMBERS – percentagem de membros independentes no Conselho de Administração; BOARDSPECIFICSKILLS – percentagem de membros do Conselho de Administração com estudos específicos ou de negócios; WOMENMANAGERS – percentagem de mulheres gestoras na empresa; WOMENEMPLOYEES – percentagem de mulheres trabalhadoras na empresa; LEVERAGE – rácio de endividamento; FIRMSIZE – tamanho da empresa; LOCATION – *dummy* da localização do país da empresa.

De seguida, apresenta-se o resumo dos resultados obtidos nas relações entre as variáveis que medem a diversidade de género e as variáveis que medem o desempenho das empresas, por modelo (tabela 11):

	FEMALECEO	FEMALEONBOARD
ROA	Relação negativa mas não significativa	Relação positiva mas não significativa
Q de Tobin	Relação negativa e significativa a 1%	Relação positiva mas não significativa

Tabela 11 – Resumo dos resultados das obtidos

FEMALECEO – *dummy* do género do CEO; FEMALEONBOARD – percentagem de mulheres nos Conselhos de Administração; ROA – retorno dos ativos; QTOBIN – rácio do Q de Tobin.

Conclui-se que a influência da percentagem de mulheres nos Conselhos de Administração é positiva no desempenho das empresas analisadas, apesar de não ser significativa. Esta não significância pode dever-se à baixa representação das mulheres nestes Conselhos na amostra utilizada, mas o facto de a relação entre as variáveis de desempenho e esta percentagem ser positiva é um bom indicador das potenciais vantagens da diversidade de género nos Conselhos de Administração.

Em relação à influência do cargo de CEO das empresas ser ocupado por uma mulher no desempenho destas, esta revela-se negativa e, no caso do desempenho ser medido pelo Q de Tobin, a influência é negativa e significativa, sugerindo que uma mulher no cargo de CEO influencia negativamente e de forma significativa o valor de mercado da empresa. Apesar de negativa, a influência no desempenho quando este é medido pelo ROA não é significativa, sugerindo que este resultado (a influência negativa e significativa no valor de mercado) deriva principalmente da discriminação feita pelos intervenientes no mercado (acionistas, investidores, entre outros) em relação à ocupação do cargo de CEO por uma mulher, fazendo com que o valor de mercado seja mais baixo, não sendo, assim, o desempenho da empresa influenciado diretamente pela liderança feminina mas sim pela reação do mercado a esta.

Os resultados, no geral, sugerem que a percentagem de mulheres no Conselho de Administração das empresas não tem influência no desempenho, contabilístico e de mercado destas, mas que o facto de o cargo de CEO ser ocupado por uma mulher, apesar de não ter influência no desempenho contabilístico, influencia negativamente o desempenho de mercado, ou valor de mercado, das empresas.

7. Testes adicionais

A causalidade reversa e a endogeneidade são problemas que devem ser considerados quando se examina a relação diversidade-desempenho de um conjunto de empresas em determinado período de tempo. Os problemas podem ser facilmente superados pelo uso de dados em painel, o que elimina parcialmente as preocupações de endogeneidade causadas por variáveis omitidas, como características não observáveis da empresa ou do Conselho de Administração e pela troca das variáveis dependentes, de modo a eliminar a potencial causalidade reversa existente no estudo. Assim, para testar a robustez dos resultados, foram efetuados dois testes adicionais.

O primeiro teste consiste em fazer a regressão dos modelos 1 a 4 e, para cada modelo, selecionou-se a abordagem de estimativa mais conveniente, entre o modelo de efeitos fixos ou efeitos aleatórios, de acordo com o teste de *Hausman* realizado no capítulo 4.5. Este teste permite obter dados mais confiáveis, uma vez que os dados em painel permitem controlar variáveis omitidas, evitando assim a heterogeneidade não observável. A regressão dos modelos com recurso a outro modelo e utilizando outro método permite testar a robustez dos resultados obtidos, uma vez que, segundo Marques (2000) a aplicação de OLS em *pooled* não é verdadeiramente um método de estimação em painel, por ignorar a existência de heterogeneidade nos dados.

Analisando a tabela 12, observa-se que não existe qualquer diferença em termos de significância estatística na estimação pelo método OLS *pooled* e pelo método dos efeitos aleatórios para o modelo 1. No modelo 2, pelo contrário, existem duas variáveis que, ao ser estimado pelo método dos efeitos aleatórios, se tornam significantes: CEOBOARDMEMBER e LOCATION, com um nível de significância de 5% e a 10%, respetivamente. Assim, de acordo com este resultado, conclui-se que se o CEO de uma empresa pertencer ao Conselho de Administração, o Q de Tobin desta será menor, ou seja, que esta presença influencia negativamente o desempenho da empresa quando medido por este indicador. Conclui-se ainda que o facto de uma empresa se localizar no Sul da Europa influencia, também negativamente, o desempenho da empresa, sugerindo que as empresas com melhor desempenho se localizam no Norte da Europa.

No modelo 3 estimado pelo método dos efeitos fixos existem duas diferenças relativamente à estimação pelo método OLS *pooled*: a variável FIRMSIZE passa a ser significativa a um nível de 5%, em vez de 1%, e a variável FEMALEONBOARD passa a ser

significante, a 5%, sugerindo este resultado que a percentagem de mulheres nos Conselhos de Administração influencia positivamente o ROA das empresas, ou seja, quanto maior for esta percentagem, melhor será o desempenho da empresa. Este resultado contraria o obtido no nosso estudo, pois o resultado obtido foi que, apesar do sinal positivo, esta influência significativa não existia e, portanto, não está provada a robustez dos resultados obtidos através deste teste. O modelo 4 estimado através do método dos efeitos fixos é o que apresenta mais diferenças em relação aos resultados obtidos com a estimação através do método OLS *pooled*: à semelhança do modelo 2, a variável CEOBOARDMEMBER passa a ser estatisticamente significativa, mas a um nível de significância de 10%; a variável INDEPENDENTBOARDMEMBERS passa a ser significativa a 10%, o que sugere que a percentagem de membros independentes no Conselho de Administração influencia negativamente o valor do Q de Tobin e, assim, tem uma influência negativa no desempenho da empresa; a variável FEMALEONBOARD passa também a apresentar significância estatística, à semelhança do modelo 3, retirando-se as mesmas conclusões, mas relativamente ao Q de Tobin, concluindo-se assim que a percentagem de mulheres no Conselho de Administração influencia positivamente os resultados da empresa e que não se prova, novamente, a robustez dos resultados obtidos através da estimação pelo método OLS *pooled*.

Assim, e contrariamente aos resultados obtidos, validam-se as hipóteses 3a e 3b, através dos modelos 3 e 4, respetivamente. O modelo 1 valida a hipótese 2a, tal como nos resultados obtidos, assim como o modelo 2, que não permite validar qualquer hipótese, uma vez que os resultados obtidos contrariam a hipótese 1b e invalidam a hipótese 2b.

Em relação aos sinais previstos para os coeficientes, estes mantêm-se inalterados, retirando-se as mesmas conclusões.

Variáveis	Modelo 1 c/efeitos aleatórios	Modelo 2 c/efeitos aleatórios	Modelo 3 c/efeitos fixos	Modelo 4 c/efeitos fixos
FEMALECEO	-1,09191 (-0,9481)	-0,670064*** (-3,735)	-	-
FEMALEONBOARD	-	-	0,0501628** (2,161)	0,00791162** (2,189)
BOARDSIZE	-0,297233*** (-4,087)	-0,0548511*** (-4,909)	-0,427490*** (-4,956)	-0,0690663*** (-5,154)
CEOBOARDMEMBER	-0,641834 (-1,162)	-0,202999** (-2,391)	-0,155228 (-0,2479)	-0,190524* (-1,959)
INDEPENDENT BOARDMEMBERS	-0,000653648 (-0,06426)	-0,000797929 (-0,5093)	-0,0125615 (-1,069)	-0,00342769* (-1,873)
BOARDSPECIFIC SKILLS	0,0149599 (1,152)	0,00106649 (0,5340)	0,0154643 (1,025)	0,00251935 (1,077)
WOMENMANAGERS	0,111989*** (3,980)	0,0244368*** (5,686)	0,126214*** (3,730)	0,0277051*** (5,317)
WOMENEMPLOYEES	0,00587266 (0,2553)	0,00521418 (1,481)	0,0105781 (0,3857)	0,00135948 (0,3215)
LEVERAGE	-0,073513*** (-4,978)	-0,0104104*** (-4,588)	-0,0806034*** (-4,441)	-0,0103452*** (-3,674)
FIRMSIZE	-1,33717*** (-3,384)	-0,282229*** (-4,636)	-1,03461** (-2,132)	-0,243363*** (-3,241)
LOCATION	-0,622995 (-1,219)	-0,141899* (-1,802)	-0,134935 (-0,2355)	-0,0506535 (-0,5674)
constante	19,8091*** (6,582)	4,29099*** (9,264)	17,7256*** (4,784)	4,04371*** (7,068)
N	1174	1179	1174	1179

Tabela 12 – Resultados das regressões dos modelos 1 a 4 com recurso a diferentes métodos de estimação

Nota: ***, ** e * indica a significância estatística ao nível de 1%, 5% e 10%, respetivamente. A estatística do teste *t* encontra-se em parêntesis e os valores sem parêntesis correspondem aos coeficientes. FEMALECEO – *dummy* do género do CEO; FEMALEONBOARD – percentagem de mulheres nos Conselhos de Administração; BOARDSIZE – tamanho do Conselho de Administração; CEOBOARDMEMBER – *dummy* para a presença do CEO no Conselho de Administração; INDEPENDENTBOARDMEMBERS – percentagem de membros independentes no Conselho de Administração; BOARDSPECIFICSKILLS – percentagem de membros do Conselho de Administração com estudos específicos ou de negócios; WOMENMANAGERS – percentagem de mulheres gestoras na empresa; WOMENEMPLOYEES – percentagem de mulheres trabalhadoras na empresa; LEVERAGE – rácio de endividamento; FIRMSIZE – tamanho da empresa; LOCATION – *dummy* da localização do país da empresa

O segundo teste lida com o segundo problema comum neste tipo de estudos, a causalidade reversa. Os modelos estatísticos servem para concluir que X causa Y, mas quando há causalidade reversa, é possível concluir que Y causa X, ou seja, existe uma inversão da direção causa-efeito no estudo. Assim, existe confusão entre o que é a causa e o que é o efeito no estudo: neste estudo, pode acontecer que as melhores empresas não sejam melhores por terem uma maior percentagem de mulheres no Conselho (ou uma mulher no cargo de CEO) mas porque as mulheres são contratadas pelas melhores empresas ou estas escolhem trabalhar para as empresas com maior desempenho e, assim, a causa-efeito ocorre no sentido inverso do estudado. Para ultrapassar este problema, realizou-se a regressão dos modelos, trocando as variáveis dependentes pelas variáveis independentes principais (FEMALECEO e FEMALEONBOARD). Assim, os novos modelos são:

$$\text{Modelo 5: } FEMALECEO_{it} = \beta_0 + \beta_1 ROA_{it} + \sum_{j=2}^{10} \beta_j VC_{jit} + \varepsilon_{it};$$

$$\text{Modelo 6: } FEMALEONBOARD_{it} = \beta_0 + \beta_1 ROA_{it} + \sum_{j=2}^{10} \beta_j VC_{jit} + \varepsilon_{it};$$

$$\text{Modelo 7: } FEMALEONCEO_{it} = \beta_0 + \beta_1 QTOBIN_{it} + \sum_{j=2}^{10} \beta_j VC_{jit} + \varepsilon_{it};$$

$$\text{Modelo 8: } FEMALEONBOARD_{it} = \beta_0 + \beta_1 QTOBIN_{it} + \sum_{j=2}^{10} \beta_j VC_{jit} + \varepsilon_{it};$$

$$\text{Em que } \sum_{j=2}^{10} \beta_j VC_{jit} = \beta_2 BOARDSIZE_{it} + \beta_3 CEOBOARDMEMBER_{it} + \beta_4 INDEPENDENTBOARDMEMBERS_{it} + \beta_5 BOARDSPECIFICSKILLS + \beta_6 WOMENMANAGERS_{it} + \beta_7 WOMENEMPLOYEES_{it} + \beta_8 LEVERAGE_{it} + \beta_9 FIRMSIZE_{it} + \beta_{10} LOCATION_{it};$$

As regressões dos novos modelos são apresentadas na tabela 12. Para estimar os novos modelos, foram novamente realizados os testes estatísticos apresentados no capítulo 4.5, concluindo-se que o método de estimação adequado aos quatro modelos é o método OLS *pooled*. Assim, mais uma vez, a regressão dos modelos foi feita no software *GRET*, os dados foram organizados em painel, não-balanceado, com secções cruzadas empilhadas e os modelos foram estimados pelo modelo *pooled* OLS ou Método dos Mínimos Quadrados. Os resultados apresentados apresentam os coeficientes com erros padrão robustos, para controlar a possível heterocedasticidade existente nos modelos.

	Modelo 5	Modelo 6	Modelo 7	Modelo 8
ROA	-0,000707269 (-1,003)	0,0659367 (1,579)	-	-
QTOBIN	-	-	-0,0176102*** (-4,311)	0,506050 (1,433)
BOARDSIZE	-0,00534301*** (-3,290)	-0,185461* (-1,762)	-0,00600749*** (-3,664)	-0,179124* (-1,708)
CEOBOARDMEMBER	-0,0173578 (-0,9652)	-1,56077** (-2,108)	-0,0214405 (-1,211)	-1,403* (-1,889)
INDEPENDENT BOARDMEMBERS	0,000203612 (0,6835)	0,0749347*** (4,916)	0,000181883 (0,6176)	0,0755468*** (4,947)
BOARDSPECIFIC SKILLS	0,00142399*** (3,895)	-0,0480915*** (-2,678)	0,00141109*** (3,885)	-0,0508075*** (-2,795)
WOMENMANAGERS	-0,000103542 (-0,1314)	0,236915*** (4,855)	0,000221903 (0,2816)	0,228062*** (4,708)
WOMENEMPLOYEEES	0,000659649 (0,8762)	0,0628764* (-1,722)	0,000785237 (1,080)	-0,0688645* (-1,914)
LEVERAGE	0,00000185770 (0,04298)	-0,0332434 (-1,591)	-0,00011521 (-0,2684)	-0,0349312* (-1,691)
FIRMSIZE	0,00781448 (1,209)	1,87778*** (3,526)	0,00501933 (0,8251)	1,84256*** (3,425)
LOCATION	-0,0177034 (-1,118)	-0,447434 (-0,6233)	-0,0173963 (-1,123)	-0,344062 (-0,4748)
constante	-0,0120402 (-0,2189)	7,62794* (1,885)	0,0381069 (0,7120)	7,74537* (1,838)
R ² ajustado	0,039984	0,095620	0,050276	0,094265
N	1174	1174	1179	1179

Tabela 13 – Resultados das regressões dos modelos 5 a 8, com a variável dependente

FEMALECEO (modelo 5 e 7) e FEMALEONBOARD (modelo 6 e 8)

Nota: ***, ** e * indica a significância estatística ao nível de 1%, 5% e 10%, respetivamente. A estatística do teste *t* encontra-se em parêntesis e os valores sem parêntesis correspondem aos coeficientes. ROA – retorno dos ativos; QTOBIN – rácio do Q de Tobin; BOARDSIZE – tamanho do Conselho de Administração; CEOBOARDMEMBER – *dummy* para a presença do CEO no Conselho de Administração; INDEPENDENTBOARDMEMBERS – percentagem de membros independentes no Conselho de Administração; BOARDSPECIFICSKILLS – percentagem de membros do Conselho de Administração com estudos específicos ou de negócios; WOMENMANAGERS – percentagem de mulheres gestoras na empresa; WOMENEMPLOYEEES – percentagem de mulheres trabalhadoras na empresa; LEVERAGE – rácio de endividamento; FIRMSIZE – tamanho da empresa; LOCATION – *dummy* da localização do país da empresa.

Os resultados, apresentados na tabela 13, permitem concluir que, em relação à percentagem de mulheres no Conselho de Administração e aos indicadores de desempenho, não existe causalidade reversa, pois os coeficientes, apesar de positivos, não são significantes. Em relação ao cargo de CEO ser ocupado por uma mulher, apesar de não existir qualquer indício de que exista causalidade reversa em relação ao indicador ROA, existe em relação ao Q de Tobin, uma vez que o modelo 7 apresenta significância estatística, a 1%, entre a variável FEMALECEO e QTOBIN, o que leva à conclusão de que um valor de Q de Tobin elevado influencia negativamente a possibilidade de o cargo do CEO ser ocupado por uma mulher. Estes resultados provam, assim, a potencial existência do fenómeno *glass cliff*, ou seja, as mulheres possuem mais probabilidade de garantir posições de liderança em empresas com pior desempenho. O facto de se verificar este coeficiente significativo indica uma potencial existência de causalidade reversa no estudo realizado e, assim, não é possível provar a robustez dos resultados.

Através das regressões dos novos modelos é ainda possível retirar algumas conclusões acerca da influência das variáveis de controlo na percentagem de mulheres no Conselho de Administração (FEMALEONBOARD) e no cargo de CEO ser ocupado por uma mulher (FEMALECEO).

O tamanho do Conselho de Administração influencia negativamente ambas as variáveis, sendo que esta influência é estatisticamente significativa a 1%, quando analisada a percentagem de mulheres no Conselho de Administração e 10% quando é analisado o cargo de CEO ser ocupado por uma mulher. Conclui-se, assim, que quanto maior for o Conselho de Administração, menor a percentagem de mulheres no Conselho de Administração e menor a possibilidade do cargo de CEO ser ocupado por uma mulher.

O facto de o CEO pertencer ao Conselho de Administração influencia negativamente a percentagem de mulheres neste, sendo esta influência estatisticamente significativa a 5% (modelo 6) e 1% (modelo 8). A percentagem de membros do Conselho de Administração independentes influencia positivamente a percentagem de mulheres neste Conselho, a um nível de significância estatística de 1%, o que sugere que quanto mais independente for o Conselho, mais mulheres farão parte dele.

A variável BOARDSPECIFICSKILLS é estatisticamente significativa em todos os modelos, a 1%, apesar de nos modelos 5 e 7, relativos à variável FEMALECEO, a influência ser positiva, o que sugere que quanto maior a percentagem de membros do Conselho de

Administração com conhecimentos acerca da indústria e/ou de negócios, maior a probabilidade de ser uma mulher a ocupar o cargo de CEO e nos modelos 6 e 8, relativos à variável FEMALEONBOARD, a influência ser negativa, o que sugere que quanto maior a percentagem de membros com estes conhecimentos, menor a percentagem de mulheres neste Conselho.

Em relação às variáveis relativas às percentagens de mulheres nas mulheres, WOMENMANAGERS e WOMENEMPLOYEES, verifica-se uma relação estatisticamente significativa apenas nos modelos relacionados com a percentagem de mulheres nos Conselhos de Administração (modelos 6 e 8). Esta relação é positiva e significativa a 1% no caso da percentagem de mulheres gestoras, sugerindo que quanto maior for esta percentagem, maior será também a percentagem de mulheres nos Conselhos de Administração. Por outro lado, esta relação revela-se negativa e significativa a 10% no caso da percentagem de mulheres trabalhadoras, sugerindo que quanto maior for a percentagem de mulheres trabalhadoras numa empresa, menor será a percentagem de mulheres no Conselho de Administração.

Relativamente à variável LEVERAGE, esta é apenas estatisticamente significativa, a 10%, no modelo 8, sugerindo que o endividamento influencia negativamente a percentagem de mulheres no Conselho de Administração de uma empresa. Finalmente, a variável FIRMSIZE é positiva e estatisticamente significativa a 1% nos modelos 6 e 8, o que sugere que quanto maior for a empresa, maior será a percentagem de mulheres no Conselho de Administração desta.

À semelhança das regressões do estudo, os R^2 ajustados observados nos modelos 5 a 8 são bastantes reduzidos, o que significa que as variáveis independentes têm um fraco poder explicativo da diversidade de género das empresas, quando este é medido pela ocupação do cargo de CEO por uma mulher e pela percentagem de mulheres no Conselho de Administração.

CONCLUSÕES

Nos últimos anos, as mulheres começaram a ter um papel mais importante na economia dos países, o que levou a que se tornasse necessário compreender o impacto destas na sociedade. O impacto da diversidade de género no desempenho das empresas tornou-se, assim, num tema bastante discutido e estudado, com bastante literatura com resultados contraditórios.

Neste contexto, este estudo analisa a influência da diversidade de género, medida pela percentagem de mulheres nos Conselhos de Administração e pelo género do CEO, no desempenho, contabilístico e de mercado, medido pelo ROA e pelo Q de Tobin, respetivamente, de 308 empresas europeias cotadas na bolsa e presentes no principal índice de ações de cada estado-membro da UE.

Este estudo revela-se importante porque utiliza as maiores empresas cotadas da UE, o que significa que as empresas analisadas no estudo apresentam um bom desempenho e são uma grande fonte de empregabilidade, cujos Conselhos de Administração são fundamentais para o seu desempenho e que a presença de mulheres nestes poderá influenciar o seu funcionamento e as suas decisões.

As principais conclusões a retirar deste estudo são que, apesar de não existir influência do cargo de CEO ser ocupado por uma mulher nos resultados contabilísticos, uma mulher neste cargo influencia negativamente o valor de mercado da empresa. O facto de a influência do cargo de CEO ser ocupado por uma mulher só ser significativa quando é analisado o Q de Tobin sugere que esta “perda de valor” se deve à discriminação, feita por acionistas e investidores, quando é uma mulher a assumir este cargo, fazendo com que o valor de mercado da empresa diminua, apesar de os resultados contabilísticos (neste caso, o ROA) se manterem inalterados.

Em relação à percentagem de mulheres no Conselho de Administração das empresas, os resultados sugerem que não existe qualquer influência desta no desempenho das empresas, seja em relação ao desempenho contabilístico (ROA) ou ao valor de mercado (Q de Tobin). Esta inexistente relação sugere que a influência das mulheres no desempenho das empresas, enquanto membros do Conselho de Administração, é condicionada pelo seu envolvimento na tomada de decisões empresarias, ou seja, se as mulheres não forem tratadas como membros iguais dentro do Conselho, é improvável que sua representação tenha

impacto no desempenho da empresa, sugerindo mais uma vez que este resultado é originado pela discriminação.

Tendo em conta que os resultados derivam de formas de discriminação de género, é necessário que as empresas e os governos continuem a aplicar medidas que permitam erradicar esta discriminação, tanto na sociedade em geral como no mundo empresarial, o que permitirá às empresas beneficiar das vantagens da diversidade de género, sugeridas pelo sinal positivo entre a percentagem de mulheres nos Conselhos de Administração e os indicadores de desempenho. O facto de estas relações não serem significativas pode dever-se à baixa representação das mulheres nestes Conselhos, que não permite às empresas beneficiar da diversidade de género.

As restantes relações significativas encontradas sugerem que quanto maiores forem os Conselhos de Administração das empresas, pior será o seu desempenho, medido por ambos os indicadores e que a percentagem de mulheres gestoras presentes na empresa tem um impacto positivo no desempenho desta, medido por ambos os indicadores, o que poderá ser um bom indicador do potencial impacto positivo das mulheres em cargos superiores no futuro. O endividamento e o tamanho da empresa influencia negativamente o seu desempenho das empresas, sugerindo que, nas empresas analisadas, as mais endividadas e maiores empresas são as que possuem pior desempenho. Em relação ao tamanho, de notar que todas as empresas utilizadas são consideradas “grandes empresas”, uma vez que foram utilizadas as maiores empresas cotadas presentes no principal índice de cada país pertencente à UE e, assim, este resultado apenas sugere que, nesta amostra, as empresas mais pequenas, por comparação, têm em média um melhor desempenho, não podendo este resultado ser generalizado à maioria das empresas.

Não existe influência do CEO como membro do Conselho de Administração, da percentagem de membros independentes deste Conselho e da percentagem de membros com conhecimentos específicos e/ou de negócios no desempenho da empresa.

Finalmente, as mulheres continuam a assumir posições e cargos de liderança e, por isso, este estudo contribui para a literatura e para este tópico atual e relevante da diversidade de género no mundo empresarial.

Referências Bibliográficas

- European Commission. (2018). *2018 Report on equality between women and men in the EU*.
- Adams, R. B. (2016). Women on Boards: The Superheroes of Tomorrow? *The Leadership Quarterly*, 371-386.
- Adams, R. B., & Ferreira, D. (2009). Women in the boardroom and their impact on governance and performance. *Journal of financial economics*, 94, 291-309.
- Ahern, K. R., & Dittmar, A. K. (2012). The Changing of the Boards: The impact on firm valuation of mandated female board representation. *Quarterly Journal of Economics*, 137-197.
- Alvarado, N. R., Fuentes, P. d., & Laffarga, J. (2017). Does Board Gender Diversity Influence Financial Performance? Evidence from Spain. *Journal of Business Ethics*, 337-350.
- Bennouri, M., Chtioui, T., Nagati, H., & Nekhili, M. (2018). Female board directorship and firm performance: What really matters? *Journal of Banking and Finance*, 267-291.
- Borghesi, R., Chang, K., & Mehran, J. (2016). Simultaneous board and CEO diversity: does it increase firm value? *Applied Economics Letters*, 23, 23-26.
- Campbell, K., & Mínguez-Vera, A. (2008). Gender diversity in the boardroom and firm financial performance. *Journal of Business Ethics*, 83, 435-451.
- Campbell, K., & Mínguez-Vera, A. (2010). Female board appointments and firm valuation: short and long-term effects. *Journal of Management and Governance*, 37-59.
- Cardoso, A. R., & Winter-Ebmer, R. (2007). *Female-Led Firms and Gender Wage Policies*. Cornell University, ILR School. ILRReview.
- Carter, D. A., Simkins, B. J., & Simpson, G. W. (2003). Corporate governance, board diversity, and firm value. *The Financial Review*, 33-53.
- Canyon, M. J., & He, L. (2017). Firm performance and boardroom gender diversity: A quantile regression approach. *Journal of Business Research*, 198-211.
- Dezso, C. L., & Ross, D. G. (2012). Does Female Representation in Top Management Improve Firm Performance? A panel data investigation. *Strategic Management Journal*, 1072-1089.
- Du Rietz, A., & Henrekson, M. (2000). Testing the female underperformance hypothesis. *Small Business Economics*, 1-10.
- Erhardt, N. L., Werbel, J. D., & Shrader, C. B. (2003). Board of director diversity and firm financial performance. *Corporate Governance: An international review*, 11, 102-111.

- Faccio, M., Marchica, M.-T., & Mura, R. (2016). CEO gender, corporate risk-taking, and the efficiency of capital allocation. *Journal of Corporate Finance*, 193-209.
- Farrel, K. A., & Hersch, P. L. (2005). Additions to corporate boards: the effect of gender. *Journal of Corporate Finance*, 85-106.
- Flabbi, L., Macis, M., Moro, A., & Schivardi, F. (2016). Female Executives Make a Difference? The Impact of Female Leadership on Gender Gaps and Firm Performance. NBER WORKING PAPER SERIES.
- Green, C. P., & Homroy, S. (2018). Female directors, board committees and firm performance. *European Economic Review*, 19-38.
- Isidro, H., & Sobral, M. (2015). The Effects of Women on Corporate Boards on Firm Value, Financial Performance, and Ethical and Social Compliance. *Journal of Business Ethics*, 1-19.
- Júnior, C. P., & Martins, O. S. (2015). Mulheres no Conselho Afetam o Desempenho Financeiro? Uma Análise da Representação Feminina nas Empresas Listadas na BM&FBOVESPA. *Contabilidade e Controladoria no Século XXI*. São Paulo: XV Congresso Controladoria e Contabilidade.
- Jalbert, T., Jalbert, M., & Furumo, K. (2013). The relationship between CEO gender, financial performance and financial management. *Social Science Research Network*, 1-9.
- Jeong, S.-H., & Harrison, D. A. (2017). Glass Breaking, Strategy Making, and Value Creating: Meta-analytic outcomes of women as CEOs and TMT members. *Academy of Management Journal*, 1219-1252.
- Khan, W. A., & Vieito, J. P. (2013). CEO gender and firm performance. *Journal of Economics and Business*, 55-66.
- Kolev, G. I. (2012). Underperformance by female CEOs: A more powerful test. *Economic Letters*, 436-440.
- Kotiranta, A., Kovalainen, A., & Rouvinen, P. (2007). Female Leadership and Firm Profitability. *EVA Analysis*.
- Krishnan, H. A., & Park, D. (2005). A few good women - on top management teams. *Journal of Business Research*, 1712-1720.
- Lückerath-Rovers, M. (2011). Women on boards and firm performance. *Journal of Management and Governance*, 491-509.
- Laible, M.-C. (2013). Gender Diversity in Top Management and Firm Performance: An analysis with the IAB-Establishment Panel. CAED Conference Paper.
- Lam, K. C., McGuinness, P. B., & Vieito, J. P. (2013). CEO gender, executive compensation and firm performance in Chinese-listed enterprises. *Pacific-Basin Finance Journal*, 1136-1159.

- Lee, I. H., & Marvel, M. R. (2014). Revisiting the entrepreneur gender-performance relationship: a firm perspective. *Small Business Economics*, 769-786.
- Liu, Y., Wei, Z., & Xie, F. (2014). Do women directors improve firm performance in China? *Journal of Corporate Finance*, 169-184.
- Magro, C. B., Verghi, D. P., Silva, M. Z., & Dani, A. C. (2015). Glass Ceiling em cargos de Board e seu impacto no Desempenho Organizacional.
- Marques, L. D. (2000). *Modelos Dinâmicos com Dados em Painel: revisão de literatura*. Faculdade de Economia do Porto. Centro de Estudos Macroeconómicos e Previsão.
- Matsa, D. A., & Miller, A. R. (2013). A Female Style in Corporate Leadership? Evidence from Quotas. *American Economic Journal: Applied Economics*, 136-169.
- Oakley, J. G. (2000). Gender-based Barriers to Senior Management Positions: Understanding the Scarcity of Female CEOs. *Journal of Business Ethics*, 321-334.
- Parente, M. A. (2013). *A Diversidade de Género nos Conselhos de Administração e a sua Relação com os Resultados das Empresas Cotadas na Euronext Lisbon*. Universidade Técnica de Lisboa, Instituto Superior de Economia e Gestão.
- Peni, E. (2014). CEO and Chairperson characteristics and firm performance. *Journal of Management & Governance*, 185-205.
- Pereira, J. S. (2013). *Mulheres nos Conselhos de Administração Medida Social ou Fonte de Valor?* Universidade do Porto, Faculdade de Economia.
- Perryman, A. A., Fernando, G. D., & Tripathy, A. (2016). Do gender differences persist? An examination of gender diversity on firm performance, risk and executive compensation. *Journal of Business Research*, 579-586.
- Post, C., & Byron, K. (2015). Women on Boards and Firm Financial Performance: A meta-analysis. *Academy of Management Journal*, 1546-1571.
- Schwartz-Ziv, M. (2013). *Does the Gender of Directors Matter?* Harvard University.
- Shrader, C. B., Blackburn, V. B., & Iles, P. (1997). Women in management and firm financial performance: An exploratory study. *Journal of Managerial Issues*, 355-372.
- Smith, N., Smith, V., & Verner, M. (2005). *Do women in top management affect firm performance? A panel study of 2,500 Danish firms*. IZA. Discussion Paper.
- Thams, Y., Bendell, B. I., & Terjesen, S. (2018). Explaining women's presence on corporate boards: The institutionalization of progressive gender-related policies. *Journal of Business Research*, 130-140.

ANEXOS

Anexo 1 – Lista das empresas utilizadas na amostra

Portugal (PSI 20)

1. GALP ENERGIA SGPS
2. EDP ENERGIAS DE PORTUGAL
3. JERONIMO MARTINS
4. EDP RENOVAVEIS
5. NAVIGATOR COMP
6. ALTRI SGPS
7. CORTICEIRA AMORIM
8. NOS SGPS
9. REN REDES ENERGETICAS NACIONAIS
10. SEMAPA
11. SONAE SGPS
12. CCT CORREIOS DE PORTUGAL
13. F RAMADA INVESTIMENTOS
14. IBERSOL - SGPS
15. MOTA ENGIL SGPS
16. PHAROL SGPS

Espanha – IBEX 35

17. INDITEX
18. TELEFONICA
19. IBERDROLA
20. AMADEUS IT GROUP
21. REPSOL YPF
22. AENA SME
23. GAS NATURAL SDG
24. ENDESA
25. FERROVIAL
26. ACS ACTIV.CONSTR.Y SERV.
27. GRIFOLS ORD CL A
28. RED ELECTRICA
29. SIEMENS GAMESA RENEWABLE ENERGY
30. ENAGAS
31. ACCIONA
32. ACERINOX 'R'
33. CELLNEX TELECOM
34. MELIA HOTELS INTL.
35. DISTRIBUIDORA INTNAC.DE ALIMENTACION
36. INDRA SISTEMAS
37. MEDIASET ESPANA COMUNICACION
38. VISCOFAN
39. TECNICAS REUNIDAS

40. INTL.CONS.AIR.GP

França – CAC 40

41. LVMH
42. TOTAL
43. L'OREAL
44. SANOFI
45. AIRBUS
46. KERING
47. VINCI
48. AIR LIQUIDE
49. DANONE
50. SCHNEIDER ELECTRIC SE
51. ORANGE
52. SAFRAN
53. ENGIE
54. PERNOD-RICARD
55. VIVENDI
56. RENAULT
57. SAINT GOBAIN
58. ESSILOR INTL.
59. MICHELIN
60. CAPGEMINI
61. PEUGEOT
62. STMICROELECTRONICS (PAR)
63. LEGRAND
64. ACCOR
65. BOUYGUES
66. CARREFOUR
67. PUBLICIS GROUPE
68. VALEO
69. ATOS
70. SODEXO
71. VEOLIA ENVIRONNEMENT

Itália - FTSE MIB

72. A2A
73. ATLANTIA
74. BUZZI UNICEM
75. CNH INDUSTRIAL
76. ENEL
77. ENI
78. FERRARI (MIL)
79. FIAT CHRYSLER AUTOS.
80. LEONARDO

81. LUXOTTICA
82. MEDIASET
83. MONCLER
84. PRYSMIAN
85. RECORDATI INDUA.CHIMICA
86. SAIPEM
87. SNAM
88. TELECOM ITALIA
89. TERNA RETE ELETTRICA NAZ
90. DAVIDE CAMPARI MILANO

Alemanha – DAX 30

91. SAP
92. SIEMENS
93. BAYER
94. BASF
95. DAIMLER
96. DEUTSCHE TELEKOM
97. BMW
98. CONTINENTAL
99. ADIDAS
100. DEUTSCHE POST
101. FRESENIUS
102. INFINEON TECHNOLOGIES
103. FRESENIUS MED.CARE
104. BEIERSDORF
105. E ON N
106. COVESTRO
107. HEIDELBERGCEMENT
108. THYSSENKRUPP
109. DEUTSCHE LUFTHANSA
110. RWE
111. MERCK KGAA

Inghilterra – FTSE 100

112. BP
113. ROYAL DUTCH SHELL B
114. BRITISH AMERICAN TOBACCO
115. GLAXOSMITHKLINE
116. ASTRAZENECA
117. DIAGEO
118. RIO TINTO
119. VODAFONE GROUP
120. GLENCORE
121. UNILEVER (UK)

122. RECKITT BENCKISER GROUP
123. BHP BILLITON
124. SHIRE
125. ANGLO AMERICAN
126. NATIONAL GRID
127. TESCO
128. IMPERIAL BRANDS
129. COMPASS GROUP
130. CRH
131. SKY
132. BAE SYSTEMS
133. BT GROUP
134. ASSOCIATED BRIT. FOODS
135. RELX
136. ROLLS-ROYCE HOLDINGS
137. EXPERIAN
138. WPP
139. FERGUSON
140. SSE
141. SMITH & NEPHEW
142. ANTOFAGASTA
143. ASHTEAD GROUP
144. MELROSE INDUSTRIES
145. BURBERRY GROUP
146. COCA-COLA HBC (CDI)
147. FRESNILLO
148. ICTL. HTLS. GP.
149. INTERTEK GROUP
150. BUNZL
151. CARNIVAL
152. CENTRICA
153. EASYJET
154. JOHNSON MATTHEY
155. MONDI
156. NEXT
157. PERSIMMON
158. RENTOKIL INITIAL
159. SAGE GROUP
160. CRODA INTERNATIONAL
161. EVRAZ
162. JUST EAT
163. KINGFISHER
164. MORRISON(WM)SPMKTS.
165. NMC HEALTH

166. PEARSON
167. SAINSBURY J
168. SMITH (DS)
169. SMITHS GROUP
170. TAYLOR WIMPEY
171. WHITBREAD
172. DCC
173. INFORMA
174. ITV
175. MARKS & SPENCER GROUP
176. MICRO FOCUS INTL.
177. SEVERN TRENT
178. UNITED UTILITIES GROUP
179. BARRATT DEVELOPMENTS
180. BERKELEY GROUP HDG.
181. G4S
182. HALMA
183. MEDICLINIC INTERNATIONAL
184. ROYAL MAIL
185. RANDGOLD RESOURCES

Holanda - AEX

186. ROYAL DUTCH SHELL A
187. UNILEVER DR
188. ASML HOLDING
189. HEINEKEN
190. PHILIPS ELTN. KONINKLIJKE
191. ARCELORMITTAL
192. KONINKLIJKE AHOLD DELHAIZE
193. AKZO NOBEL
194. RELX
195. DSM KONINKLIJKE
196. ALTICE A
197. WOLTERS KLUWER
198. KPN KON
199. RANDSTAD
200. AALBERTS INDUSTRIES
201. SIGNIFY
202. VOPAK
203. GEMALTO

Dinamarca – OMX Copenhagen 20

204. NOVO NORDISK 'B'
205. ORSTED
206. COLOPLAST 'B'

207.A P MOLLER - MAERSK 'B'
208.VESTAS WINDSYSTEMS
209.CARLSBERG 'B'
210.DSV 'B'
211.NOVOZYMES
212.H LUNDBECK
213.CHR HANSEN HOLDING
214.GENMAB
215.WILLIAM DEMANT HLDG.
216.PANDORA
217.GN STORE NORD
218.ISS AS
219.A P MOLLER - MAERSK 'A'

Grécia – FTSE/ATHEX Large Cap

220.HELLENIC TELECOM.ORG.
221.OPAP
222.HELLENIC PETROLEUM
223.JUMBO
224.MOTOR OIL
225.TITAN CEMENT CR
226.PUBLIC POWER
227.FOLLI FOLLIE

Bélgica – BEL 20

228.ANHEUSER-BUSCH INBEV
229.UCB
230.UMICORE
231.COLRUYT
232.TELENET GROUP HOLDING
233.BPOST
234.ONTEX GROUP

Suíça – OMX Stockholm 30

235.ATLAS COPCO 'A'
236.VOLVO 'B'
237.ERICSSON 'B'
238.HENNES & MAURITZ 'B'
239.SANDVIK
240.ASSA ABLOY 'B'
241.TELIA COMPANY
242.ALFA LAVAL
243.BOLIDEN
244.SKf 'B'
245.SWEDISH MATCH
246.SCA 'B'

- 247.ELECTROLUX 'B'
- 248.SKANSKA 'B'
- 249.GETINGE
- 250.SECURITAS 'B'
- 251.TELE2 'B'
- 252.FINGERPRINT CARDS 'B'
- 253.ATLAS COPCO 'B'

Polónia – WIG 20

- 254.PLKNC.NAFTOWY ORLEN
- 255.POLISH OIL AND GAS
- 256.CYFROWY POLSAT
- 257.KGHM
- 258.LPP
- 259.PKA.GRUPA ENERGETYCZNA
- 260.CCC
- 261.GRUPA LOTOS
- 262.JSW
- 263.ORANGE POLSKA
- 264.ENERGA
- 265.EUROCASH
- 266.TAURON POLSKA ENERGIA

Áustria - ATX

- 267.OMV
- 268.VOESTALPINE
- 269.VERBUND
- 270.ANDRITZ
- 271.TELEKOM AUSTRIA
- 272.OSTERREICHISCHE POST
- 273.WIENERBERGER

República Checa – PX-GLOB

- 274.CEZ
- 275.TELF.O2 CZECH REPUBLIC
- 276.CENTRAL EUR.MEDIA (PRA)

Finlândia – OMX Helsinki 25

- 277.NOKIA
- 278.KONE 'B'
- 279.FORTUM
- 280.UPM-KYMMENE
- 281.NESTE
- 282.WARTSILA
- 283.STORA ENSO 'R'
- 284.ELISA
- 285.METSO

286.AMER SPORTS
287.CARGOTEC 'B'
288.HUHTAMAKI
289.KESKO 'B'
290.KONECRANES
291.NOKIAN RENKAAT
292.ORION 'B'
293.OUTOKUMPU 'A'
294.OUTOTEC
295.TIETO OYJ
296.YIT

Hungria - BUX

297.MOL MAGYAR OLAJ-ES GAZIPARI
298.RICHTER GEDEON
299.MAGYAR TKOM.TELECOM.

Irlanda – ISEQ 20

300.RYANAIR HOLDINGS
301.KERRY GROUP 'A'
302.PADDY POWER BETFAIR
303.SMURFIT KAPPA GROUP
304.KINGSPAN GROUP
305.GLANBIA
306.C&C GROUP

Luxemburgo - LuxX

307.RTL GROUP
308.SES FDR