

FUCAPE FUNDAÇÃO DE PESQUISA E ENSINO

DANIELE ROMANIN DA SILVA CUNHA

**DIVERSIDADE DE GÊNERO, COMITÊS DE ÉTICA E O VALOR DA
EMPRESA**

VITÓRIA

2019

DANIELE ROMANIN DA SILVA CUNHA

**DIVERSIDADE DE GÊNERO, COMITÊS DE ÉTICA E O VALOR DA
EMPRESA**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Fucape Fundação de Pesquisas e Ensino, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis - Nível Profissionalizante.

Orientador: Prof. Dr. André Aroldo Freitas de Moura

VITÓRIA

2019

DANIELE ROMANIN DA SILVA CUNHA

**DIVERSIDADE DE GÊNERO, COMITÊS DE ÉTICA E O VALOR DA
EMPRESA**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Fucape Fundação de Pesquisas e Ensino, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis na linha de pesquisa de Contabilidade Gerencial.

Aprovada em 23 de Julho de 2019.

COMISSÃO EXAMINADORA

Prof. Dr. André Aroldo Freitas de Moura
Fucape Fundação de Pesquisa e Ensino

Prof. Dra. Marcia Juliana d'Angelo
Fucape Fundação de Pesquisa e Ensino

Prof. Dr. Poliano Bastos da Cruz
Fucape Fundação de Pesquisa e Ensino

AGRADECIMENTOS

Agradeço ao Senhor Jesus Cristo por me permitir chegar até aqui. Aos que creem posso dizer que a fé move montanhas e torna possível os nossos sonhos.

Pai Marcio e mãe Ângela, obrigada por me incentivarem e me manterem forte nesta caminhada.

Júlio, amigo e companheiro, obrigado por me dar o maior presente do mundo, o nosso filho João.

Aos meus amigos, perdão pela ausência.

Ao meu Orientador André Aroldo, posso dizer, que conheci um ser humano, me viu em meu desespero e estendeu a sua mão com toda simplicidade e dignidade para a conclusão deste trabalho.

RESUMO

O presente estudo buscou analisar os efeitos da diversidade de gênero nos conselhos de administração e diretoria das empresas listadas na Brasil, Bolsa, Balcão (B3) e o seu impacto no Valor da Empresa. O objetivo desta pesquisa foi analisar se existe impacto na participação da mulher no conselho administrativo e na diretoria e a sua interação com cumprimentos éticos, por meio dos comitês de ética, assim como a sua interação no desempenho financeiro, por meio das métricas ROA e Margem Operacional e seu impacto no valor da empresa. Os resultados demonstraram que não existe impacto da presença da mulher de forma direta no valor da empresa, nem expresso por *Dummy* ou em termos percentuais. Porém, os resultados apresentaram também, impacto positivo e significativo da interação das mulheres e comitês de éticas e impacto positivo da interação das mulheres no desempenho financeiro por meio da métrica Margem Operacional.

Palavras Chave: Diversidade de Gênero; Conselho de Administração; Comitê de Ética; Desempenho Financeiro; Valor da Empresa.

ABSTRACT

The present study sought to analyze the effects of gender diversity on the boards of directors and management of listed companies in Brazil, Bolsa, Balcão (B3) and its impact on Company Value. The objective of this research was to analyze whether there is an impact on the participation of women in the board of directors and on the board and their interaction with ethical compliance, through the ethics committees, as well as their interaction in the financial performance, through ROA and Margin metrics Operational and its impact on the value of the company. The results showed that there is no impact of women's presence directly on company value, neither expressed by *Dummy* or in percentage terms. However, the results also presented a positive and significant impact of the interaction of women and ethics committees and the positive impact of women's interaction on financial performance through the Operational Margin metric.

Keywords: Gender Diversity; Administrative Council; Ethics Committee; Financial Performance; Value of the Company.

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Estatística Descritiva	33
Tabela 2: Teste F e Teste t de Diferença de Médias.....	37
Tabela 3: Estimativas dos Modelos de Regressões sem Interações	40
Tabela 4: Estimativas dos Modelos de Regressão com Interações	42

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	8
2. REFERENCIAL TEÓRICO	12
2.1. Cotas de gênero para o Conselho Administrativo	12
2.1.1. Estudos internacionais	12
2.1.2. Brasil.....	15
2.2. Desenvolvimento de hipóteses	18
3. METODOLOGIA	26
3.1. População e amostra	26
3.2.1. Variáveis utilizadas.....	32
4. RESULTADOS	33
4.1. Estatística descritiva.....	33
4.2. Teste de hipótese e análise de variância	35
4.3. Análise da Correlação	37
4.4. Resultados do Modelo de Regressão	39
5. CONCLUSÃO	45
REFERÊNCIAS	48

Capítulo 1

1. INTRODUÇÃO

As ações globais relacionadas a adoção da inclusão de cotas para a participação das mulheres nos conselhos administrativos, são consideradas como um grande apoio a diversidade de gênero (Malhotra, 2005; Isidro & Sobral, 2015). A prioridade dessas ações é fomentar o empoderamento das mulheres (ONU Mulheres [ONU], 2016) e tornar efetivo o monitoramento do conselho de administração, por meio da redução da má alocação dos fundos, possibilitando melhoras no retorno sobre os investimentos.

A diversidade de gênero pode proporcionar muito mais que benefícios econômicos para a empresa (Isidro & Sobral, 2015; Van Knippenberg, De Dreu & Homan, 2004) uma vez que diminuem a exposição da companhia a riscos (Muller-Kahle & Lewellyn, 2011), aumentam o cumprimento dos princípios éticos da empresa, diminuindo conseqüentemente o gerenciamento de resultados (Labelle, Gargouri & Francoeur, 2010), melhoram o desempenho sustentável (Rost & Osterloh, 2010) e o desempenho financeiro (Jo & Harjoto, 2011; Rodgers, Choy, & Guiral, 2013).

Diante disso, nações como Noruega, Canadá, Suíça, Dinamarca, Alemanha e tantas outras decidirem pelo apoio a diversidade de gênero e fomentarem a inclusão de cotas para a participação das mulheres no conselho (Isidro & Sobral, 2015), logo o tema passou a ser motivo de estudos por países. No Brasil essas discussões entre acadêmicos, políticos e imprensa, estimularam a criação do Projeto de Lei n. 7179 (Brasil, 2017), que delimita um sistema de cotas para a participação das mulheres nas empresas públicas, demonstrando a importância da participação das mulheres nos conselhos.

Porém, enquanto diversos países demonstram avanços em pesquisas que relacionam a presença da mulher de forma direta e indireta no valor da empresa (Isidro & Sobral, 2015) no Brasil as pesquisas são limitadas e se concentram exclusivamente em encontrar relação da presença da mulher no conselho, por meio do desempenho financeiro no valor da empresa, e demonstrando relação positiva (Da Silva & Margem, 2015) ou seja, para preencher essa lacuna na literatura brasileira, destacamos por meio desta pesquisa o impacto da presença da mulher no cumprimento ético e no valor da empresa.

A importância de se expandir as pesquisas da relação da presença da mulher no conselho é múltipla, e por este motivo o primeiro objetivo desta pesquisa é analisar o impacto da participação da mulher no conselho administrativo e diretoria, de forma direta no valor da empresa. E o segundo objetivo desta pesquisa é analisar a participação da mulher tanto no conselho administrativo quanto na diretoria e a sua interação com comitês de ética e o desempenho financeiro, e qual o seu impacto no valor da empresa.

As literaturas anteriores demonstram que para o monitoramento do conselho ser eficaz, necessita de uma variedade de habilidades (Hillman, Cannella, & Paetzold, 2000) habilidades essas que podem ser motivadas por diversos fatores, inclusive por meio da diversidade de gênero no corpo do conselho e a inclusão de cotas para a participação das mulheres (Isidro & Sobral, 2015).

Assim, investigar o cenário brasileiro pode ampliar a literatura internacional e responder se a diversidade de gênero no conselho administrativo atende como ferramenta de monitoramento e boas práticas de governança corporativa (Palazzo, Krings, & Hoffrage, 2012) evidenciando a importância de se utilizar os cumprimentos éticos e regimentos internos da empresa (Silveira, 2018).

Neste trabalho foram analisadas todas as empresas listadas na B3 - Brasil, Bolsa Balcão, do período 2010 a 2017. Apresentando um painel de 8 anos, totalizando 5.208 observações, analisando a existência e o percentual de mulheres tanto no conselho administrativo quanto na diretoria e qual a sua interação com a existência de comitês de ética e desempenho financeiro, por meio de duas métricas, ora expresso pelo ROA, ora pela Margem Operacional, concentrando-se nos efeitos destes, no Valor da Empresa, expresso pelo Q de Tobin.

Os resultados desta pesquisa demonstraram que o efeito direto da presença da mulher no conselho administrativo e na diretoria no Valor da Empresa não são estatisticamente significativos. Porém, existem efeitos indiretos positivo da presença da mulher por meio da interação com comitês de ética no Valor da Empresa. E não existem efeitos indiretos no Valor da Empresa, por meio da interação da presença da mulher e a métrica ROA, porém, existem efeitos indiretos positivos da interação da mulher e a métrica Margem Operacional no Valor da Empresa.

Essa pesquisa fornece os primeiros *insights* sobre a possível inclusão de cotas de mulheres no conselho administrativo das empresas brasileiras. Além disso, pretende-se contribuir para a literatura da seguinte forma. Em primeiro lugar, essa pesquisa expande o debate em torno da revisão de literatura sobre a inclusão de cotas nos conselhos administrativos, fornecendo evidências sobre o impacto econômico e social da inclusão de cotas de mulheres no conselho em diversos países. Em segundo lugar essa pesquisa contribui ao evidenciar se a presença das mulheres no conselho aumenta o monitoramento e provisão de acesso a recursos nas empresas brasileiras, e se desta forma é possível que a nomeação de mulheres para o conselho ou até mesmo a inclusão de cotas no Brasil aumente o valor da empresa. Em terceiro lugar, este estudo analisa também os cumprimentos éticos das empresas, enquanto as

literaturas anteriores se concentraram nos impactos financeiros que a mulher pode proporcionar as empresas e aos investidores.

O restante da pesquisa foi organizado da seguinte forma. O capítulo 2 revisa a literatura relevante sobre o tema, desenvolvendo as hipóteses. No capítulo 3 descreve-se a metodologia utilizada. No capítulo 4 são apresentados os resultados empíricos. E na última seção apresentam-se as conclusões.

Capítulo 2

2. REFERENCIAL TEÓRICO

Este capítulo aborda as discussões em torno das cotas de gênero para os conselhos administrativos em vários países e inclusive no Brasil por meio do projeto de Lei n. 7179 (Brasil, 2017). Em seguida, as hipóteses fundamentais da pesquisa são desenvolvidas.

2.1. COTAS DE GÊNERO PARA O CONSELHO ADMINISTRATIVO

2.1.1. Estudos internacionais

As discussões em torno do tema da inclusão de cotas de gênero nos conselhos administrativos, por meio das decisões políticas, permeiam três distintas bases (Terjesen, Aguilera & Lorenz, 2015) nas quais são estruturadas por ampliação da visão de investimentos para os *stakeholders*, análise do impacto no valor da empresa e mudanças no comportamento ético das empresas e da identidade social do país.

O conselho de administração é considerado uma importante ferramenta da governança corporativa e altamente discutido e estudado no que tange o aspecto de monitoramento de altos executivos (Watts & Zimmerman, 1986; Fama & Jensen, 1983; Dechow, Sloan & Sweeney, 1996) e por este motivo são alvo de tantos estudos, assim como, segundo os teóricos da visão baseada em recursos (RBV) argumentam que os conselhos se baseiam em uma fonte de recursos para o bom funcionamento da empresa (Barney, 1990). Neste mesmo contexto, é possível observar que o conselho administrativo é um dos responsáveis pela construção de mecanismos de prevenção

e monitoramento das empresas e conseqüentemente apresentam forte impacto na economia (Hillman & Dalziel, 2003).

É factível observar que as atitudes correlatas da gestão pública em torno de mudanças nos conselhos administrativos, trazem de alguma forma ou de outra, impactos positivos e negativos para as empresas e a sociedade no todo, e por este motivo se faz necessário analisar os contextos históricos das tomadas de decisões dos países que adotaram a inclusão de cotas de gênero, tanto de forma impositiva ou voluntária para os conselhos administrativos.

Os primeiros relatos de inclusão de cotas de gênero nos conselhos administrativos são originários da Noruega em 2002, onde o ministro Ansgar Gabrielsen anunciou a inclusão de pelo menos 40% de mulheres nos quadros dos conselhos administrativos das empresas de capital aberto e empresas estatais de forma impositiva, tendo como penalidades a dissolução ou desligamento da Bolsa de Oslo (Huse, 2013; Strom, 2015). Antes da tomada de decisão a presença das mulheres não ultrapassava os 10% no conselho, e as motivações para a implantação das cotas basearam-se em melhorar a identidade social do país e em consequência aumentar o valor das empresas (Storvik & Teigen, 2010).

Em seguida a Espanha anunciou a inclusão de cotas, porém, influenciando a inclusão voluntária entre os anos de 2007 e 2015, onde veio a sofrer grande pressão e resistência política, mostrando que apenas metade das empresas cumpriram com a meta de 40% de cadeiras efetivas para mulheres nos conselhos administrativos (Terjesen, Aguilera, & Lorenz, 2015), ao que tudo indica a Espanha adotou a inclusão de cotas para motivar mudanças no comportamento ético das empresas e da identidade social do país.

E seguindo uma linha distinta de todas, a Islândia sofreu uma pressão nacional para a inclusão de cotas de gênero, após os maiores bancos do país, no qual eram administrados por homens, se envolverem em grandes escândalos e devastarem a nação com uma crise econômica (Vaiman, Sigurjonsson, & Davidsson, 2011). Isso deixa claro que as motivações do país se basearam em ampliação da visão de investimentos para os *stakeholders* e em sua consequência o aumento no valor das empresas, obtendo respostas positivas.

Outros países como França, Itália e Bélgica também adotaram a inclusão de cotas para as mulheres no conselho e as motivações iniciais, foram únicas e exclusivamente por mudanças no comportamento ético e identidade social do país (Brogi, 2013).

E após as mobilizações dos países europeus, a Comissão da União Europeia propôs em 2012 a inclusão de cotas para a participação das mulheres nos conselhos administrativos das empresas europeias, no qual foi assinado em 19/07/2017 e permanece em vigor. Em contribuição (Isidro & Sobral, 2015) realizou uma pesquisa com 16 países europeus e analisou o comportamento de 992 empresas, onde investigaram os efeitos diretos e indiretos das mulheres nos conselhos sobre o valor da empresa. A pesquisa não encontrou evidências que uma maior participação da mulher no conselho afeta diretamente o valor da empresa, mas que existem fatores indiretos que aumentam o valor da empresa, como por exemplo a relação da mulher tanto com os cumprimentos éticos, como com o desempenho financeiro (Isidro & Sobral, 2015).

E em contribuição, mesmo a China não apresentando leis que motivem a inclusão de cotas, estudos realizados em empresas listadas na bolsa, perceberam a sensibilidade feminina e a importância da diversidade de gênero nas mudanças do

comportamento ético e social das empresas (Liu, Wei & Xie, 2014), assim como os autores (Muller-Kahle & Lewellyn, 2011) identificaram que as financeiras Norte-Americanas que tinham um conselho com menor diversidade de gênero e mandatos curtos, foram as envolvidas com os *subprimes*, apresentando alta incidência de tomada de riscos por parte dos conselheiros.

2.1.2. Brasil

Entende-se que o Projeto de Lei n. 7179 (Brasil, 2017), que delimita um sistema de cotas para a participação das mulheres nas empresas públicas brasileiras, tem como princípio a busca por mudanças no comportamento ético das empresas, seguido da identidade social do país e depois impacto no valor da empresa.

Porém, dados estatísticos revelam o contrário e demonstram que no nosso país as mulheres com diplomas universitários ganham apenas 63% do que os homens ganham para trabalhar em funções semelhantes, comparados com a média de 73% da OCDE (<https://www.oecd.org/edu/eag2014/>, recuperado em setembro de 2016), sendo os homens ainda detentores de salários mais altos e progressões mais rápidas de carreira que as mulheres (Eagly & Carli, 2007).

Não faltam incentivos para a nação brasileira se espelhar no engajamento pela diversidade de gênero, pois, em setembro de 1995, o mundo acompanhou um dos maiores levantes da voz ativa pela diversidade de gênero, por meio da IV Conferência das Nações Unidas sobre a mulher, realizada em Pequim, intitulada **“Ação para a Igualdade, o Desenvolvimento e a Paz”** (ONU, 2016). A Conferência trouxe, como um dos seus objetivos centrais, o “empoderamento feminino” visando realçar a importância de que a mulher adquira o controle sobre o seu desenvolvimento,

devendo o governo e a sociedade criar as condições para tanto e apoiá-la nesse processo (Carreira, Ajamil, & Moreira, 2001).

Ações coletivas espalhadas pelo mundo, alicerçaram a diversidade e o empoderamento feminino no âmbito político (Malhotra, 2005) social e econômico (Luttrell & Quiroz, 2009) resultando em leis de apoio às mulheres nos órgãos governamentais em distintos níveis (Malhotra & Schuler, 2005). Em 2010, a ONU com o apoio de muitos países criou a **Entidade das Nações Unidas para a Igualdade de Gênero e o Empoderamento das Mulheres**, destacando que “A igualdade de gênero não é apenas um direito humano básico, mas a sua concretização tem enormes implicações socioeconômicas. Empoderar as mulheres, impulsiona economias mais prósperas, estimulando a produtividade e o crescimento” (ONU, 2016).

Não diferente no Brasil, apesar de bem tímido, o apoio a autonomia da mulher a partir de mobilizações e práticas, impulsionou grupos e comunidades (Kleba & Wendauden, 2009) mostrando para a mulher brasileira a tendência global de fortalecimento, viabilizando caminhos aos quais não possuíam acesso anteriormente, pois eram destinados aos homens na sua maioria, como por exemplo, o mercado de trabalho (Borges, 2009).

Vale dizer: a diversidade de gênero não só torna oportuno o empoderamento feminino, como também ressalta as suas qualidades no mercado e a engaja a ocupar funções jamais imaginadas dentro de todo contexto histórico; tais como o conselho administrativo das empresas, quebrando barreiras e estereótipos na intenção de driblar a diferença que existe entre os gêneros nas organizações (Cramer, Capelle, & Silva, 2008).

O conselho de administração das empresas brasileiras é definido pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) (2015) como sendo o principal componente do sistema de governança, cujo papel é ser o elo entre a propriedade e a gestão, decidindo os rumos do negócio conforme o melhor interesse da organização como um todo.

Portanto, conhecer o ambiente com que estão inseridos os conselhos administrativos no Brasil, é de grande importância para os acionistas e demais *stakeholders*. E foram sobre estes parâmetros que Brugni, Fávero, Klotze & Pinto (2018) apresentaram um estudo pautado em 32 características distintas dos conselhos de administração brasileiros, por meio de um levantamento do perfil dos conselheiros e suas variações entre os anos de 2010 e 2014. Separando-as em três naturezas distintas: estrutura dos conselhos, perfil dos membros e remuneração dos membros, no quesito estrutura dos conselhos, a pesquisa identificou dez variáveis e uma dentre elas, diz respeito à participação das mulheres no mais alto cargo de gestão das grandes empresas, demonstrando que apenas 7% dos cargos de conselheiros são ocupados por mulheres no Brasil (Brugni *et al.*, 2018).

A heterogeneidade e a diversidade de gênero dentro dos conselhos ampliam as perspectivas de soluções, por meio de discussões (Van Knippenberg *et al.*, 2004) gerando diferentes alternativas para as empresas (Watson, Kumar, & Michaelsen, 1993). Aumentar as perspectivas de escolhas e ofertar diferentes caminhos na tomada de decisões de uma empresa é promover o aumento da independência do conselho, e este tem como consequência o aumento da eficiência, eficácia e desempenho (Bonn, Yoshikawa, & Phan, 2004; Carter, Simkins, & Simpson, 2003) promovendo melhorias na governabilidade (Abreu *et al.*, 2012). Para (Cruz, 2017), a independência do conselho não é suficiente para explicar o efeito total no desempenho da empresa,

mas o efeito total pode ser explicado pelos efeitos indiretos da composição do conselho e da independência dos comitês. Isso acontece, porque para os investidores os conselhos administrativos consistem em uma fonte de recursos variados e fundamentais a fim de reduzir a assimetria informacional (Barney, 1991).

2.2. DESENVOLVIMENTO DE HIPÓTESES

O primeiro objetivo desta pesquisa é analisar se existe associação da presença da mulher no conselho de administração em torno do aumento no valor da empresa no Brasil. E uma das etapas deste processo de análise está relacionada em observar a quantidade de integrantes no conselho e o que a presença da mulher pode apresentar de impacto no valor das empresas brasileiras, listadas na B3.

A argumentação que sustenta essa expectativa é que, a diversidade de gênero pode ampliar a qualidade na solução de problemas, como superar as distintas formas de decisões de grupos homogêneos (Hambrick, Cho, & Chen, 1996). Sugerindo para os investidores que uma empresa pode aumentar o seu valor e influenciar positivamente as dinâmicas dos conselhos administrativos nas organizações ao promover a diversidade de gênero (Lazzaretti, 2012; Dezco & Ross, 2012).

Estudos brasileiros anteriores apresentam distintos resultados e poucas discussões sobre o tema, não diferente da literatura internacional, mas com um leque maior de pesquisas a visão pode ser estendida ao analisar a relação da mulher e o valor da empresa, como por exemplo explicam Harrison & Klein (2007) ao demonstrarem que somente após o aumento da proporção de mulheres, começa a se ter efeito no valor da empresa; pois eles relacionam a quantidade com a força para expor os pontos de vista a serem ouvidos.

Uma meta-análise com 87 trabalhos independentes, apresentando como participantes mais de 20 países, incluindo África do Sul, Suécia, Peru, França, Índia e outros, demonstrou que existe uma correlação positiva entre a participação das mulheres no conselho administrativo e o valor da empresa, pautando-se sobre as conformidades éticas e o desempenho financeiro (Post & Byron, 2015).

A Credit Suisse (CSRI, 2014) mostrou que as mulheres seguem uma tendência de crescimento nos cargos de alta gerência, na mesma proporção que apresentam resultados financeiros positivos, essa pesquisa mapeou 27.000 gerentes nas 3.000 maiores empresas do mundo, constatando que quanto maior a proporção de mulheres em cargos de tomada de decisão, mais altos são os retornos sobre os investimentos. Alicerçando o argumento de Carter, Simkins & Simpson (2003) em que foram analisadas todas as empresas listadas na Fortune 1000 e concluiu-se que a presença de mulheres no conselho está positivamente associada ao valor da empresa.

E na visão de Walt & Ingley (2003), os investidores buscam encontrar dentro dos conselhos administrativos o equilíbrio apropriado de diferentes expertises; características e perspectivas que levarão ao funcionamento e tomada de decisões eficazes, e não ao fracasso. E Borguesi, Chang e Mehran (2016), complementam que para os investidores o equilíbrio do conselho e a presença da mulher estão correlacionados positivamente à criatividade e a inovação da empresa, trazendo não apenas benefícios financeiros, mas também, apoio na construção da imagem ética da empresa.

Portanto, por um lado tem-se os estudos inconclusivos no Brasil sobre o assunto (Da Silva & Margem, 2015; Cruz, 2017), por outro lado tem-se referências internacionais suportando a ideia de que a participação da mulher agrega valor as empresas (Isidro & Sobral, 2015), portanto a hipótese é a seguinte:

H(1): Existe efeito positivo e direto da participação das mulheres no conselho administrativo e diretoria no valor da empresa.

O segundo objetivo desta pesquisa é analisar se existe relação da participação da mulher no conselho administrativo e diretoria e a sua interação com cumprimentos éticos, por meio dos comitês de ética e impacto no valor da empresa. Apoiando - se na ideia de que no primeiro momento a presença das mulheres no conselho administrativo está muito mais relacionada com questões éticas do que apenas com o valor da empresa (Dang & Nguyen, 2016).

Pois nos últimos tempos, as empresas buscam identificar mecanismos que impactam na construção do seu valor (Miraftabzadeh, Ahangar, Khadivi, Jahanikia, & Yousefi, 2015) e um dos mecanismos de prevenção utilizados, têm sido a transparência nas práticas empresariais (Dura & Ghicajunu, 2012) transparência de informações, fornecendo confiança e credibilidade às ações da empresa (Smith, Palasso & Bhattacharya, 2010).

Este estudo busca analisar se as empresas que apresentam Comitês de Éticas, demonstram impacto no valor ou não em empresas com mulheres nos conselhos administrativos e diretoria, baseando-se no argumento de Cruz (2017) em que considera que os comitês são a arena na qual as decisões cruciais são tomadas e as estratégias são construídas, partindo do pressuposto que mesmo depois de anos os estudos de Dalton, Daily, Ellstrand & Johnson (1998) têm fundamentação ao argumentar que muitos dos processos críticos e decisões dos conselhos de administração não derivam do conselho geral, mas sim dos comitês. A análise dos conselhos administrativos, demonstra que as atividades dos comitês fornecem *insight*

sobre quais caminhos podem potencializar as tomadas de decisões e alavancar o valor da empresa (Cruz, 2017).

No Brasil os Comitês de Ética são anunciados em sua maioria nas empresas listadas na B3 como verdadeiros implantadores dos valores, no qual são descritos e documentados nos códigos de éticas, tentando fazer cumprir a verdadeira missão e objetivo da empresa.

Alguns estudos tentam medir a eficácia e eficiência da implantação de programas de *compliance* ou governança corporativa, a fim de estabelecer quais seriam os melhores parâmetros ou normativas que possam frear a prática de fraudes e corrupções envolvendo as empresas, mas acabam se esbarrando em perguntas e questionamentos do que seria verdadeiramente ético ou antiético no meio corporativo. Por exemplo, Jones (1991) explica em sua pesquisa que o comportamento antiético é definido como um comportamento “ilegal ou moralmente inaceitável para a maioria da comunidade”; ou seja, existe um passo-a-passo a ser analisado, desde o ponto em que algo foi moralmente rejeitado por uma grande quantidade de pessoas, até o ponto em que se tornou uma normativa.

Palazzo *et al.*, (2012), explicam que os valores individuais não se formam da noite para o dia, e nem tão pouco de um vácuo social, mas sim que são formados e nutridos por meio de processos de socialização que incorporam e situam atores individuais em um contexto de tradições normativas. E assim são as empresas: constroem-se os valores, analisa-se a aceitação dos seus investidores, implantam-se normativas internas e ajustam-se ao que foi eticamente pensado e discutido.

Este trabalho usa a existência de comitês de ética apenas como reflexo de um momento pós-implantação das normativas internas, acreditando na importância da discussão do que é colocado como regra ética e se existe a possibilidade dos

funcionários se adequarem. Silveira (2018) acredita que a construção de um comportamento ético corporativo vai além dos programas de *compliance* que envolvem a criação de comitês e códigos de ética, mas que é fundamental criar um ambiente no qual as pessoas tenham vontade de cumprir as regras, se sintam acolhidas, motivadas e imersas nos programas de valorização da sua equipe.

Em pesquisas internacionais foram identificados que a representação de grupos minoritários na sociedade tanto no corpo das empresas como nos conselhos administrativos, incentivam e dão origem a considerações éticas (Terjesen, Sealy, & Singh, 2009) assim como para Rodgers, Choy & Guiral (2013), Jo & Harjoto (2011), e Donker, Poff, & Zahir (2008), o engajamento de uma empresa com altos padrões de responsabilidade e princípios éticos sociais maximizam o seu valor, estimulam o desempenho ético e social das empresas (Boulouta, 2013; Hafsi & Turgut, 2013) e a presença da mulher está intimamente ligada e apresenta impacto nas questões éticas e sociais (Isidro & Sobral, 2015).

Portanto, espera-se que o resultado desta hipótese seja positivo, e que a inclusão de cotas para mulheres apresente impacto no aumento dos cumprimentos éticos das empresas brasileiras, pois, o Brasil apresentou nos últimos anos, altos índices de escândalos com corrupção, assemelhando-se ao que aconteceu na Islândia e seguido de uma crise econômica (Vaiman, Sigurjonsson & Davidsson, 2011) assim como assemelha-se ao fato ocorrido nas empresas Norte-Americanas, envolvidas com os subprimes (Muller-Kahle & Lewellyn, 2011) onde a maioria dos conselhos administrativos eram predominantemente masculino.

E considerando a possibilidade de existir a relação da participação da mulher no conselho administrativo e a sua interação com cumprimentos éticos, por meio dos

comitês de ética e considerando a carência de pesquisas nacionais em torno do tema, a hipótese é a seguinte:

H(2): Existe efeito positivo entre a interação da participação das mulheres no conselho administrativo e diretoria e a existência de comitê de ética no valor da empresa.

O outro objetivo desta pesquisa é analisar se existe relação da participação da mulher no conselho administrativo e diretoria e a sua interação com desempenho financeiro, ora expresso pelo ROA, ora pela Margem Operacional e o seu impacto no valor da empresa.

Ao olhar para algumas das medidas de desempenho financeiro, como retorno sobre o patrimônio, retorno sobre os ativos, índice de lucro operacional e outras medidas baseadas no mercado, seus percentuais tendem a aumentar quando há representação feminina nos Conselhos de Administração (Gulamhussen & Santa, 2015; Conyon & He, 2017) e surpreendentemente, os resultados mostraram que ter um número de diretores do sexo feminino em um conselho tende a aumentar o desempenho financeiro nos países da Malásia (Lee-Kuen, I. Y.; Sook-Gee, C.; & Zainudin, R.).

Vários estudos em outros países analisaram e constataram que uma proporção maior de mulheres no conselho e nas equipes de alta administração, faz com que a empresa experimente retornos anormais positivos (Ellis & Keys, 2003; Francoeur, Labelle & Sinclair-Desgagne, 2008) e que os preços das ações refletem mais informações específicas da firma, em empresas com conselhos que mantêm maior diversidade de gêneros, transmitindo valor aos acionistas (Gul, Hutchinson & Lai, 2013).

Ao analisar a relação do desempenho financeiro com a presença de mulheres, Erhardt, Werbel e Shrader, (2003) encontraram uma relação positiva entre o percentual de conselheiras em empresas americanas de grande porte e as medidas financeiras de desempenho (ROA e Margem Operacional), assim como Carter *et al.* (2003) que identificaram que o número de mulheres no conselho está positivamente relacionado com o ROA.

Pesquisadores chineses também chegaram a relações positivas entre a diversidade de gênero no conselho e o desempenho financeiro das empresas analisadas no país entre 1999 e 2011, onde observaram crescimento no (ROA) e no retorno sobre as vendas, evidenciando inclusive a teoria da “massa crítica” onde constataram que três ou mais mulheres no conselho apresentam desempenho financeiro superior àquele obtido por empresas com números menores de mulheres no conselho (Liu, Wei & Xie, 2014), e seguindo a mesma tendência, uma pesquisa realizada em 169 empresas de 2002 a 2011 na África do Sul, constatou resultados positivos ao analisar a heterogeneidade do conselho e o desempenho financeiro (Ntim, Opong & Danbolt, 2015).

Diferentemente de todos esses estudos, a pesquisa de Isidro e Sobral (2015), realizada entre os países da Comissão Europeia observou que não existe relação direta da mulher no desempenho financeiro da empresa, mas que existe uma relação positiva indireta e que está ligada aos cumprimentos dos princípios éticos adotados pelas empresas.

E na pesquisa empírica brasileira de Da Silva e Margem (2015) destacaram que existe relação da mulher no conselho e a interação com o desempenho financeiro, demonstrando que existem efeitos positivos no valor da empresa, porém, que esses efeitos somente aparecem em empresas com duas ou mais mulheres no conselho.

Portanto, espera-se que o resultado desta hipótese apresente impacto positivo ou nenhum impacto da presença das mulheres com o desempenho financeiro, porque os históricos de corrupção apresentado no Brasil nos últimos anos, assemelha-se com a crise vivida na Islândia segundo Vaiman, Sigurjonsson e Davidsson (2011) mostrando que as motivações do país para a inclusão de cotas de gênero se basearam em ampliação da visão de investimentos para os *stakeholders* e em sua consequência o aumento no desempenho financeiro e valor das empresas, obtendo respostas positivas depois de longos anos.

Logo, considerando a possibilidade de existir relação da participação da mulher no conselho administrativo e a sua interação com o desempenho financeiro, a hipótese é a seguinte:

H(3): Existe efeito positivo entre a interação da participação das mulheres no conselho administrativo e diretoria com desempenho financeiro e impacto no valor da empresa.

Capítulo 3

3. METODOLOGIA

3.1. POPULAÇÃO E AMOSTRA

Esta é uma pesquisa empírica, que se utilizou de técnicas estatísticas, com base nos dados divulgados na Economática. A amostra da pesquisa compreende todas as companhias de capital aberto, listadas na B3 - Brasil Bolsa Balcão, do período de janeiro de 2010 a dezembro de 2017. Este período foi escolhido pois os Formulários de Referência passaram a ser obrigatórios após o ano de 2010 (Deliberação CVM n. 480, 2009). Foram apresentados dados em painel de 8 anos, com 342 empresas, totalizando 5.208 observações.

Os dados referentes ao valor da empresa, desempenho financeiro por meio do ROA e Margem Operacional, assim como as variáveis de controle foram coletados por meio da base de dados Economática, a quantidade de mulheres participantes nos conselhos administrativos e diretoria foram coletados dos Formulários de Referência, assim como os comitês de éticas.

A fim de reduzir a ocorrência de *outliers* extremos e evitar análises discrepantes, todas as variáveis foram submetidas ao método de winsorização a 5% em cada extremidade da distribuição, com exceção das variáveis *Dummy*.

3.2. MODELO EMPÍRICO

O estudo foi pautado na técnica de análise de dados em painel, pois, segundo Marques (2000) a maior vantagem da utilização do modelo de dados em painel baseia-se no controle da heterogeneidade individual, analisando-se de forma separada os

efeitos gerados das diferenças existentes entre cada observação em cada *cross-section*, analisando de forma minuciosa a evolução de um determinado indivíduo e das variáveis em estudo ao longo do tempo. Para tanto, buscou-se estudar as diferenças existentes de se ter a presença de mulheres no conselho de administração e diretoria nas empresas listadas na B3, assim como a sua evolução ou não em termos percentuais e qual sua interação com os cumprimentos éticos, por meio da presença de comitês de ética, demonstrando o efeito no valor da empresa ao longo dos anos de 2010 a 2017.

Antes de se definir qual o modelo mais consistente e adequado a ser adotado, em função das características dos dados, foi analisada a intensidade das variações que ocorrem temporalmente para cada indivíduo e que também ocorrem em cada uma das *cross-section*, sejam elas definidas por efeitos fixos ou aleatórios (Greene, 2007), e nesta pesquisa foi identificado que não existe uma variação grande ao longo do tempo para uma dada empresa, mas sim que existem fortes variações no comportamento das empresas. Wooldridge (2011) determina que a variação ao longo do tempo ou para um indivíduo, é conhecida por *within variance*, e a variação entre indivíduos é conhecida por *between variance*, logo este estudo apresenta uma variação por “Efeitos Fixos” ou “*Between Variance*”.

Porém, para se ter maior embasamento de qual o melhor modelo de dados em painel a ser adotado e a aplicação do seu devido estimador, foi realizado o Teste de Hausman, a hipótese nula deste teste considera a utilização do modelo de efeitos aleatórios, porém, se a hipótese nula venha a ser rejeitada, conclui-se que os efeitos aleatórios podem estar correlacionados com um ou mais regressores e então o método de efeitos fixos passa a ser o mais apropriado (Porter, 2008), neste teste foi possível auferir que as empresas (id) apresentam um comportamento invariante ao

longo do tempo e, portanto, apresentam uma variação *within*, igual a zero, por outro lado, a variável referente ao tempo (ano) é invariante entre as empresas, uma vez que estamos lidando com um painel balanceado e, portanto, a sua variação *between* é igual a zero. Logo, a hipótese nula foi rejeitada, confirmando-se mais uma vez que o método de efeitos fixos é o mais apropriado a ser aplicado neste estudo.

Dessa forma, foram utilizados doze modelos econométricos para testar as Hipóteses (1), (2) e (3):

$$V_EMP_{it} = \beta_0 + \beta_1 DWOMAN_{it} + \beta_2 DW_DIR_{IT} + \beta_3 ETH_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 LN_ATV_TOT_{it} + \beta_6 ALAV_{it} + \beta_7 PTBOOK_{it} + \beta_8 COMP_AGE_{it} + \beta_9 LEVEL_GOV_{it} + \beta_{10} BIG4_{it} \quad (1)$$

No modelo descrito foi definida a variável V_EMP_{it} = para representar o valor da empresa *i* no tempo *t*, calculado pelo Q de Tobin; $DWOMAN_{it}$ = expresso por *Dummy* mulheres no conselho, indicando 1 para caso tenha alguma mulher no conselho e 0 caso não; DW_DIR_{IT} = expresso por *Dummy* mulheres na diretoria, indicando 1 para caso tenha alguma mulher no conselho e 0 caso não; ETH_{it} = calculado pela variável *Dummy* Comitê de Ética; ROA_{it} = calculado pelo Lucro Líquido dividido pelo Ativo Total, segundo (Carter *et al.*, 2003) pois, afeta o valor da empresa; $LN_ATV_TOT_{it}$ = representa o logaritmo natural do ativo (Titman & Wessels, 1998); $ALAV_{it}$ = é representado pelo passivo circulante mais o passivo não circulante, sendo dividido pelo ativo total, pois, segundo Stulz (1990); Müller, Riedl e Sllhorn (2015), o endividamento das empresas depende da perspectiva do fluxo de caixa e a oportunidade de investimentos; $PTBOOK_{it}$ = segundo (Fama & French, 1993; Zang, 2012; Cupertino, Martinez & Newton, 2015) essa proxy tem como objetivo demonstrar

a razão entre o valor contábil e o valor de mercado do patrimônio líquido; $COMP_AGE_{it}$ = idade da empresa; $LEVEL_GOV_{it}$ = os níveis de governança foram adotados, pois, segundo Carvalho (2003) as empresas com boas práticas de governança corporativa suavizam conflitos e estão alinhadas aos cumprimentos éticos; $BIG4_{it}$ = expresso por *Dummy*, indicando 1 caso a empresa seja auditada por Big 4, 0 caso contrário, pois, segundo Francis, Maydew e Sparks (1999) as firmas de auditoria Big 4 restringem o gerenciamento de resultados.

$$V_EMP_{it} = \beta_0 + \beta_1 DWOMAN_{it} + \beta_2 DW_DIR_{IT} + \beta_3 ETH_{it} + \beta_4 M_OPE_{it} + \beta_5 LN_ATV_TOT_{it} + \beta_6 ALAV_{it} + \beta_7 PTBOOK_{it} + \beta_8 COMP_AGE_{it} + \beta_9 LEVEL_GOV_{it} + \beta_{10} BIG4_{it} \quad (2)$$

M_OPE_{it} = calculado pelo Ebit dividido por Receitas Líquidas, segundo (Carter *et al.*, 2003) pois, afeta o valor da empresa.

$$V_EMP_{it} = \beta_0 + \beta_1 \%WOMAN_{it} + \beta_2 \%W_DIR_{IT} + \beta_3 ETH_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 LN_ATV_TOT_{it} + \beta_6 ALAV_{it} + \beta_7 PTBOOK_{it} + \beta_8 COMP_AGE_{it} + \beta_9 LEVEL_GOV_{it} + \beta_{10} BIG4_{it} \quad (3)$$

$\%WOMAN_{it}$ = expresso pelo percentual de mulheres no conselho; $\%W_DIR_{it}$ = expresso pelo percentual de mulheres na diretoria.

$$V_EMP_{it} = \beta_0 + \beta_1 \%WOMAN_{it} + \beta_2 \%W_DIR_{IT} + \beta_3 ETH_{it} + \beta_4 M_OPE_{it} + \beta_5 LN_ATV_TOT_{it} + \beta_6 ALAV_{it} + \beta_7 PTBOOK_{it} + \beta_8 COMP_AGE_{it} + \beta_9 LEVEL_GOV_{it} + \beta_{10} BIG4_{it} \quad (4)$$

$$V_EMP_{it} = \beta_0 + \beta_1 DWOMAN_ETH_{it} + \beta_2 DW_DIR_ETH_{IT} + \beta_3 DWOMAN_ROA_{it} + \beta_4 DW_DIR_ROA_{IT} + \beta_5 LN_ATV_TOT_{it} + \beta_6 ALAV_{it} + \beta_7 PTBOOK_{it} + \beta_8 COMP_AGE_{it} + \beta_9 LEVEL_GOV_{it} + \beta_{10} BIG4_{it} \quad (5)$$

$DWOMAN_ETH_{it}$ = expresso pela interação entre *Dummy* mulheres no conselho e comitês de ética; $DW_DIR_ETH_{it}$ = expresso pela interação entre *Dummy* mulheres na diretoria e comitês de ética; $DWOMAN_ROA_{it}$ = expresso pela interação entre *Dummy* mulheres no conselho e roa; $DW_DIR_ROA_{it}$ = expresso pela interação entre *Dummy* mulheres na diretoria e roa;

$$V_EMP_{it} = \beta_0 + \beta_1 DWOMAN_ETH_{it} + \beta_2 DW_DIR_ETH_{IT} + \beta_3 DWOMAN_M_OPE_{it} + \beta_4 DW_DIR_M_OPE_{IT} + \beta_5 LN_ATV_TOT_{it} + \beta_6 ALAV_{it} + \beta_7 PTBOOK_{it} + \beta_8 COMP_AGE_{it} + \beta_9 LEVEL_GOV_{it} + \beta_{10} BIG4_{it} \quad (6)$$

$DWOMAN_M_OPE_{it}$ = expresso pela interação entre *Dummy* mulheres no conselho e margem operacional; $DW_DIR_M_OPE_{it}$ = expresso pela interação entre *Dummy* mulheres na diretoria e margem operacional;

$$V_EMP_{it} = \beta_0 + \beta_1 \%WOMAN_ETH_{it} + \beta_2 \%W_DIR_ETH_{IT} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 LN_ATV_TOT_{it} + \beta_5 ALAV_{it} + \beta_6 PTBOOK_{it} + \beta_7 COMP_AGE_{it} + \beta_8 LEVEL_GOV_{it} + \beta_9 BIG4_{it} \quad (7)$$

$\%WOMAN_ETH_{it}$ = expresso pela interação entre o percentual de mulheres no conselho e comitês de ética; $\%W_DIR_ETH_{it}$ = expresso pela interação entre o percentual de mulheres na diretoria e comitês de ética.

$$V_EMP_{it} = \beta_0 + \beta_1 \%WOMAN_ETH_{it} + \beta_2 \%W_DIR_ETH_{it} + \beta_3 M_OPE_{it} + \beta_4 LN_ATV_TOT_{it} + \beta_5 ALAV_{it} + \beta_6 PTBOOK_{it} + \beta_7 COMP_AGE_{it} + \beta_8 LEVEL_GOV_{it} + \beta_9 BIG4_{it} \quad (8)$$

$$V_EMP_{it} = \beta_0 + \beta_1 W_CON_DIR_{it} + \beta_2 ETH_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 LN_ATV_TOT_{it} + \beta_5 ALAV_{it} + \beta_6 PTBOOK_{it} + \beta_7 COMP_AGE_{it} + \beta_8 LEVEL_GOV_{it} + \beta_9 BIG4_{it} \quad (9)$$

$W_CON_DIR_{it}$ = expresso pela multiplicação das variáveis $DWOMAN_{it}$ e DW_DIR_{it} .

$$V_EMP_{it} = \beta_0 + \beta_1 W_CON_DIR_{it} + \beta_2 ETH_{it} + \beta_3 M_OPE_{it} + \beta_4 LN_ATV_TOT_{it} + \beta_5 ALAV_{it} + \beta_6 PTBOOK_{it} + \beta_7 COMP_AGE_{it} + \beta_8 LEVEL_GOV_{it} + \beta_9 BIG4_{it} \quad (10)$$

$$V_EMP_{it} = \beta_0 + \beta_1 W_CON_DIR_ETH_{it} + \beta_2 W_CON_DIR_ROA_{it} + \beta_3 LN_ATV_TOT_{it} + \beta_4 ALAV_{it} + \beta_5 PTBOOK_{it} + \beta_6 COMP_AGE_{it} + \beta_7 LEVEL_GOV_{it} + \beta_8 BIG4_{it} \quad (11)$$

$W_CON_DIR_ETH_{it}$ = expresso pela soma das variáveis $DWOMAN_{it}$ e DW_DIR_{it} e a sua interação com comitês de ética; $W_CON_DIR_ROA_{it}$ = expresso pela soma das variáveis $DWOMAN_{it}$ e DW_DIR_{it} e a sua interação com roa.

$$V_EMP_{it} = \beta_0 + \beta_1 W_CON_DIR_ETH_{it} + \beta_2 W_CON_DIR_M_OPE_{it} + \beta_3 LN_ATV_TOT_{it} + \beta_4 ALAV_{it} + \beta_5 PTBOOK_{it} + \beta_6 COMP_AGE_{it} + \beta_7 LEVEL_GOV_{it} + \beta_8 BIG4_{it} \quad (12)$$

$W_CON_DIR_M_OPE_{it}$ = expresso pela soma das variáveis $DWOMAN_{it}$ e DW_DIR_{it} e a sua interação com margem operacional.

3.2.1. Variáveis utilizadas

As variáveis utilizadas e suas definições são apresentadas no apêndice A.

Capítulo 4

4. RESULTADOS

4.1. ESTATÍSTICA DESCRITIVA

A Tabela 1 apresenta a estatística descritiva das variáveis de interesse, assim como das variáveis de controle. A amostra estudada é composta por 5.208 observações. Com o intuito de mitigar os efeitos de *outliers*, foi utilizada a técnica de *Winsor* aplicada em todas as variáveis a 5% em cada cauda da distribuição em proporções iguais, com exceção das variáveis *Dummy*.

A Tabela 1 apresenta a estatística descritiva para as variáveis utilizadas nas estimações.

TABELA 1: ESTATÍSTICA DESCRITIVA

	Obs	Média	Mediana	Desvio Padrão
Variável Dependente				
V_EMP_{it}	5.208	1,47	1,16	0,93
Variáveis Independentes				
$DWOMAN_{it}$	5.208	0,40	0,00	0,49
DW_DIR_{it}	5.208	0,30	0,00	0,46
$\%WOMAN_{it}$	5.208	0,07	0,00	0,12
$\%W_DIR_{it}$	5.208	0,08	0,00	0,25
$W_CON_DIR_{it}$	5.208	0,70	0,00	0,71
ETH_{it}	5.208	0,10	0,00	0,30
ROA_{it}	5.208	0,01	0,03	0,14
M_OPE_{it}	5.208	0,08	0,10	0,37
Interação das Variáveis				
$DWOMAN_ETH_{it}$	5.208	0,05	0,00	0,21
$DWOMAN_ROA_{it}$	5.208	0,02	0,00	0,06
$DWOMAN_M_OPE_{it}$	5.208	0,05	0,00	0,20
$DW_DIR_ETH_{it}$	5.208	0,05	0,00	0,22
$DW_DIR_ROA_{it}$	5.208	0,01	0,00	0,06
$DW_DIR_M_OPE_{it}$	5.208	0,04	0,00	0,17
$\%WOMAN_ETH_{it}$	5.208	0,01	0,00	0,03
$\%WOMAN_ROA_{it}$	5.208	0,00	0,00	0,01
$\%WOMAN_M_OPE_{it}$	5.208	0,01	0,00	0,04
$\%W_DIR_ETH_{it}$	5.208	0,01	0,00	0,06

$\%W_DIR_ROA_{it}$	5.208	0,00	0,00	0,03
$\%W_DIR_M_OPE_{it}$	5.208	0,01	0,00	0,06
$W_CON_DIR_ETH_{it}$	5.208	0,10	0,00	0,37
$W_CON_DIR_ROA_{it}$	5.208	0,03	0,00	0,09
$W_CON_DIR_M_OPE_{it}$	5.208	0,09	0,00	0,30
Variáveis de Controle				
$LN_ATV_TOT_{it}$	5.208	14,68	14,84	1,73
$ALAV_{it}$	5.208	2,06	1,52	2,24
$PTBOOK_{it}$	5.208	2,19	1,55	2,06
$COMP_AGE_{it}$	5.208	41,65	42,00	27,95
$LEVEL_GOV_{it}$	5.208	0,64	1,00	0,48
$BIG4_{it}$	5.208	0,66	1,00	0,47

Nota. V_EMP_{it} = para representar o valor da empresa i no tempo t , calculado pelo Q de Tobin; $DWOMAN_{it}$ = expresso por *Dummy* mulheres no conselho, indicando 1 para caso tenha alguma mulher no conselho e 0 caso não; expresso por *Dummy* mulheres no conselho; DW_DIR_{IT} = expresso por *Dummy* mulheres na diretoria; $\%WOMAN_{it}$ = expresso pelo percentual de mulheres no conselho; $\%W_DIR_{IT}$ = expresso pelo percentual de mulheres na diretoria; $W_CON_DIR_{it}$ = expresso pela soma das variáveis $DWOMAN$ e DW_DIR ; ETH_{it} = calculado pela variável *Dummy* Comitê de Ética; ROA_{it} = calculado pelo Lucro Líquido dividido pelo Ativo Total; M_OPE_{it} = calculado pelo Ebit dividido por Receitas Líquidas; $DWOMAN_ETH_{it}$ = expresso pela interação entre *Dummy* mulheres no conselho e comitês de ética; $DWOMAN_ROA_{it}$ = expresso pela interação entre *Dummy* mulheres no conselho e roa; $DWOMAN_M_OPE_{it}$ = expresso pela interação entre *Dummy* mulheres no conselho e margem operacional; $DW_DIR_ETH_{IT}$ = expresso pela interação entre *Dummy* mulheres na diretoria e comitês de ética; $DW_DIR_ROA_{IT}$ = expresso pela interação entre *Dummy* mulheres na diretoria e roa; $DW_DIR_M_OPE_{IT}$ = expresso pela interação entre *Dummy* mulheres na diretoria e margem operacional; $\%WOMAN_ETH_{it}$ = expresso pela interação entre o percentual de mulheres no conselho e comitês de ética; $\%WOMAN_ROA_{it}$ = expresso pela interação entre o percentual de mulheres no conselho e roa; $\%WOMAN_M_OPE_{it}$ = expresso pela interação entre o percentual de mulheres no conselho e margem operacional; $\%W_DIR_ETH_{IT}$ = expresso pela interação entre o percentual de mulheres na diretoria e comitês de ética; $\%W_DIR_ROA_{IT}$ = expresso pela interação entre o percentual de mulheres na diretoria e roa; $\%W_DIR_M_OPE_{IT}$ = expresso pela interação entre o percentual de mulheres na diretoria e margem operacional; $W_CON_DIR_ETH_{it}$ = expresso pela soma das variáveis $DWOMAN$ e DW_DIR e a sua interação com comitês de ética; $W_CON_DIR_ROA_{it}$ = expresso pela soma das variáveis $DWOMAN$ e DW_DIR e a sua interação com roa; $W_CON_DIR_M_OPE_{it}$ = expresso pela soma das variáveis $DWOMAN$ e DW_DIR e a sua interação com margem operacional; $LN_ATV_TOT_{it}$ = representa o logaritmo natural do ativo; $ALAV_{it}$ = é representado pelo passivo circulante mais o passivo não circulante, sendo dividido pelo ativo total; $PTBOOK_{it}$ = é a razão entre o valor contábil e o valor de mercado do patrimônio líquido; $COMP_AGE_{it}$ = idade da empresa; $LEVEL_GOV_{it}$ = níveis de governança; $BIG4_{it}$ = expresso por *Dummy*, indicando 1 caso a empresa seja auditada por Big Four, 0 caso contrário.

Segundo a Tabela 1, a média do Q de Tobin sendo maior que um, significa que os investidores esperam que os recursos investidos gerem valor no futuro. Em média 40% das empresas listadas entre o período de 2010 e 2017, apresentou 1 mulher no seu conselho de administração, assim como no mesmo período em média 30% das empresas listadas, apresentou 1 mulher na Diretoria. Em destaque apresenta-se a variável mulheres no conselho e diretoria, onde indica que pelo menos 70% das empresas tiveram no período de 2010 e 2017 pelo menos 1 mulher ocupando os

cargos de confiança ou no conselho ou na diretoria. E o conselho de administração das empresas é composto atualmente por 7% de mulheres e a diretoria por 8% de mulheres. A média da interação “*Dummy* Mulher no Conselho e Comitê de Ética” e “*Dummy* Mulher na Diretoria e Comitê de Ética” é de 5% para ambos. E a média da interação “*Dummy* Mulher e ROA” é de 2%, assim como a interação “*Dummy* Mulher e Margem Operacional” é de 5%. E a média de interação entre as “Mulheres no Conselho e Diretoria com Comitês de Ética” é de 10%.

O Grau de Alavancagem Financeira, apresentou uma média de 2,06 entre as empresas apresentadas, e ao considerarmos que este indicador analisa o quanto que o capital de terceiros está contribuindo para gerar resultados para os acionistas, segundo (Cupertino, et al., 2015) logo podemos afirmar que, as empresas apresentam uma alavancagem favorável ($GAF > 1$). A média de 2,19 confirma a teoria de (Fama & French, 1993) demonstrando que baixos índices de Price-to-book sinalizam oportunidade de crescimento para as empresas. E a média da idade das empresas é de 41 anos dentro da amostra utilizada.

4.2. TESTE DE HIPÓTESE E ANÁLISE DE VARIÂNCIA

De acordo com (Levin; Berenson & Stephan, 2000) o teste t de uma amostra é considerado um procedimento paramétrico clássico, onde se estabelece uma série de pressupostos restritivos que devem ser levados em consideração caso queira segurança na obtenção dos resultados.

Porém, antes de realizar o teste t para duas amostras, foi realizado o teste F para verificar a igualdade (homogeneidade) das variâncias, no qual tem como objetivo comparar a variância de duas populações, testando se as médias das duas amostras de interesse apresentam diferenças significativas ou se são consideradas

estatisticamente iguais, ou seja, foi testado se existe diferença entre a média do Valor da Empresa (V_EMP_{it}) das empresas com mulheres e sem mulheres no conselho e/ou diretoria e a interação das mulheres com os comitês de ética ($DWOMAN_{it}$) – (DW_DIR_{it}) – ($W_CON_DIR_{it}$) – ($W_CON_DIR_ETH_{it}$).

O nível de significância utilizado para o Teste F foi de (0,05 ou 5%) e a hipótese nula e alternativa são, respectivamente:

H_0 : As duas populações têm a mesma variância;

H_1 : As duas populações não têm a mesma variância.

Conforme a Tabela 2, segundo o Teste F a única variável que apresenta um p-valor acima de 0,05 é a *Dummy* diretoria DW_DIR_{it} , demonstrando que é a única que apresenta variâncias equivalentes.

O objetivo do Teste t a um par de médias aplicado neste estudo foi verificar se a média do valor das empresas varia diante da presença ou não das mulheres no conselho administrativo e/ou diretoria e a sua interação com comitês de ética. O Teste t para variância equivalente foi aplicado unicamente para a variável *Dummy* diretoria DW_DIR_{it} , as demais prosseguiram com o Teste t para variáveis distintas. O nível de significância utilizado para o Teste t foi de (0,05 ou 5%) e a hipótese nula e alternativa são, respectivamente:

H_0 : $\mu_D = 0$. (Não existe nenhuma diferença entre a média aritmética no Valor das Empresas com mulheres no conselho e/ou diretoria e a sua interação com comitês de ética e a média aritmética no Valor das Empresas sem mulheres no conselho e/ou diretoria e a sua interação com comitês de ética).

H_1 : $\mu_D \neq 0$. (Existe diferença entre a média aritmética no Valor das Empresas com mulheres no conselho e/ou diretoria e a sua interação com comitês de ética e a

média aritmética no Valor das Empresas sem mulheres no conselho e/ou diretoria e a sua interação com comitês de ética).

Conforme a Tabela 2, segundo o Teste t a única variável que apresenta um p-valor abaixo de 0,05 é a *Dummy* mulher no conselho $DWOMAN_{it}$, demonstrando um p-valor de 0,024, rejeitando a H_0 e concluindo que a hipótese alternativa é verdadeira, confirmando que existe diferença entre a média aritmética no Valor das Empresas com mulheres e sem mulheres no conselho de administração.

TABELA 2: TESTE F E TESTE T DE DIFERENÇA DE MÉDIAS

		V_EMP_{it}			
	Grupos	$DWOMAN_{it}$	DW_DIR_{it}	$W_CON_DIR_{it}$	$W_CON_DIR_ETH_{it}$
Obs	0	1,318	1,694	1,976	1,977
	1	926	600	318	56
Média	0	2,691	2,461	2,331	2,164
	1	1,933	2,170	2,717	1,745
Teste F:	p-valor	0,000	0,812	0,000	0,000
Teste t:	p-valor	0,024	0,467	0,560	0,073

4.3. ANÁLISE DA CORRELAÇÃO

O apêndice A refere-se à correlação de *Pearson* entre as variáveis de estudo. A correlação da variável presença das mulheres na diretoria apresenta uma correlação negativa a 1% referente a variável Valor da Empresa. As variáveis % das mulheres no conselho e na diretoria apresentam correlação positiva a 1% e 10%.

A “interação de mulheres” seja por *Dummy* ou percentual com Comitê de Ética, estão ambas positivamente correlacionadas com as variáveis Valor da Empresa a 10% e 1%, e também se correlacionam com as variáveis Price To Book, Níveis de Governança e Big Four. Porém, Ln_Ativo Total, Alavancagem, Idade da Empresa, Níveis de Governança e Big Four estão significativamente e negativamente correlacionados ao Valor da Empresa. Outro destaque se oferece para as empresas

que são auditadas por Big Four, pois apresentaram correlação positiva referente às variáveis *Dummy* mulher no conselho e na diretoria.

4.4. RESULTADOS DO MODELO DE REGRESSÃO

A análise do modelo de regressão teve como objetivo testar três hipóteses da pesquisa, observando as empresas listadas na bolsa no período entre 2010 e 2017, que apresentaram uma ou mais mulheres no conselho de administração e a sua possível reação no valor da empresa, assim como a interação da presença da mulher tanto no conselho quanto na diretoria com comitês de éticas e a interação das mulheres com o desempenho financeiro representados pelas variáveis ROA e Margem Operacional.

A tabela 3 exibe os resultados após as estimações do modelo de regressão com dados em painel de efeito fixo das Equações 1, 2, 3, 4, 9 e 10, no qual representam as estimativas sem interações a fim de responder a Hipótese 1.

TABELA 3: ESTIMATIVAS DOS MODELOS DE REGRESSÕES SEM INTERAÇÕES

Variáveis Independentes	Sinai	Variável Dependente					
		(1)	(2)	(3)	(4)	(9)	(10)
		V_EMP_{it}	V_EMP_{it}	V_EMP_{it}	V_EMP_{it}	V_EMP_{it}	V_EMP_{it}
$DWOMAN_{it}$	+	-0,028 (0,383)	-0,329 (0,317)				
DW_DIR_{IT}	+	0,020 (0,938)	-0,027 (0,466)				
$\%WOMAN_{it}$	+			0,012 (0,929)	0,012 (0,930)		
$\%W_DIR_{IT}$	+			-0,015 (0,743)	-0,033 (0,481)		
$W_CON_DIR_{it}$	+					-0,004 (0,919)	-0,013 (0,758)
ETH_{it}	+	-0,142 (0,762)	-0,172 (0,708)	-0,142 (0,761)	-0,173 (0,707)	-0,142 (0,761)	-0,173 (0,706)
ROA_{it}	+/-	-0,250 (0,787)		-0,028 (0,761)		-0,028 (0,765)	
M_OPE_{it}	+		0,099 (0,012)		0,097 (0,014)		0,097 (0,014)
$LN_ATV_TOT_{it}$	+	-0,527 (0,000)	-0,614 (0,000)	-0,527 (0,000)	-0,615 (0,000)	-0,527 (0,000)	-0,614 (0,000)
$ALAV_{it}$	+	-0,006 (0,044)	-0,003 (0,249)	-0,006 (0,043)	-0,003 (0,255)	-0,006 (0,043)	-0,003 (0,252)
$PTBOOK_{it}$	+	0,137 (0,000)	0,141 (0,000)	0,137 (0,000)	0,142 (0,000)	0,137 (0,000)	0,142 (0,000)
$COMP_AGE_{it}$	+	-0,003 (0,520)	0,005 (0,297)	-0,003 (0,511)	0,005 (0,300)	-0,003 (0,505)	0,004 (0,310)
$LEVEL_GOV_{it}$	+	0	0	0	0	0	0
$BIG4_{it}$	+	-0,084 (0,039)	-0,048 (0,248)	-0,086 (0,036)	-0,050 (0,229)	-0,086 (0,036)	-0,050 (0,228)
R-squared		0,263	0,259	0,263	0,258	0,263	0,000
Observações		2.008	1.922	2.008	1.922	2.008	1.922
Grupos		281	272	281	272	281	272

Nota. A Tabela 3 fornece as estimativas do modelo de regressão com efeito fixo e os coeficientes e o p-valor dos testes de significância dos parâmetros do modelo. Foi utilizado V_EMP_{it} = para representar o valor da empresa i no tempo t , calculado pelo Q de Tobin; $DWOMAN_{it}$ = expresso por *Dummy* mulheres no conselho, indicando 1 para caso tenha alguma mulher no conselho e 0 caso não; expresso por *Dummy* mulheres no conselho; DW_DIR_{IT} = expresso por *Dummy* mulheres na diretoria; $\%WOMAN_{it}$ = expresso pelo percentual de mulheres no conselho; $\%W_DIR_{IT}$ = expresso pelo percentual de mulheres na diretoria; $W_CON_DIR_{it}$ = expresso pela soma das variáveis $DWOMAN$ e DW_DIR ; ETH_{it} = calculado pela variável *Dummy* Comitê de Ética; ROA_{it} = calculado pelo Lucro Líquido dividido pelo Ativo Total; M_OPE_{it} = calculado pelo Ebit dividido por Receitas Líquidas; $LN_ATV_TOT_{it}$ = representa o logaritmo natural do ativo; $ALAV_{it}$ = é representado pelo passivo circulante mais o passivo não circulante, sendo dividido pelo ativo total; $PTBOOK_{it}$ = é a razão entre o valor contábil e o valor de mercado do patrimônio líquido; $COMP_AGE_{it}$ = idade da empresa; $LEVEL_GOV_{it}$ = níveis de governança; $BIG4_{it}$ = expresso por *Dummy*, indicando 1 caso a empresa seja auditada por Big Four, 0 caso contrário.

Por meio da Hipótese (1) esperava-se que existisse associação entre a participação das mulheres no conselho administrativo e diretoria no valor da empresa.

De acordo com a Tabela 3, observa-se que as variáveis *Dummy* mulher no conselho, *Dummy* mulher na diretoria, assim como a presença das mulheres em termos percentuais, não são estatisticamente significativas para explicar de forma direta o Valor da Empresa. Em uma análise mais detalhada é possível observar que ao calcularmos as variáveis de forma independente a variável *Dummy* mulher no conselho, ocasiona uma piora média de 0,02 ponto a cada incremento de uma mulher no conselho administrativo ($\beta_1 = -0,02$), também *ceteris paribus*, da mesma forma se comporta a variável *Dummy* comitê de ética em todas as equações 1, 2, 3, 4, 9 e 10, pois ocasiona uma piora média de 0,14 ponto a cada incremento de se ter comitê de ética ou não ($\beta_3 = -0,14$), também *ceteris paribus* e um p-valor estatisticamente não significativo.

A tabela 4 exibe os resultados após as estimações do modelo de regressão com dados em painel de efeito fixo das Equações 5, 6, 7, 8, 11 e 12, no qual representam as estimativas com interações a fim de responderem as Hipóteses 2 e 3.

TABELA 4: ESTIMATIVAS DOS MODELOS DE REGRESSÃO COM INTERAÇÕES

Variáveis Independentes	Sinais	Variável Dependente					
		(5 V_EMP_{it})	(6 V_EMP_{it})	(7 V_EMP_{it})	(8 V_EMP_{it})	(11 V_EMP_{it})	(12 V_EMP_{it})
$DWOMAN_ETH_{it}$	+	-0,129 (0,069)	0,145 (0,086)				
$DW_DIR_ETH_{IT}$	+	-0,129 (0,148)	-0,194 (0,035)				
$DWOMAN_ROA_{it}$	+	0,321 (0,128)					
$DW_DIR_ROA_{IT}$	+	0,152 (0,454)					
$DWOMAN_M_OPE_{it}$	+		0,170 (0,033)				
$DW_DIR_M_OPE_{IT}$	+		0,170 (0,033)				
$\%WOMAN_ETH_{it}$	+			0,116 (0,813)			
$\%W_DIR_ETH_{IT}$	+			-0,171 (0,513)	0,257 (0,601)		
$W_CON_DIR_ETH_{it}$	+				-0,234 (0,377)	0,092 (0,335)	0,101 (0,321)
$W_CON_DIR_ROA_{it}$	+					0,540 (0,166)	
$W_CON_DIR_M_OPE_{it}$	+						0,040 (0,764)
ROA_{it}	+/-			-0,028 (0,765)			
M_OPE_{it}	+				0,097 (0,013)		
$LN_ATV_TOT_{it}$	+	-0,532 (0,000)	-0,616 (0,000)	-0,527 (0,000)	-0,614 (0,000)	-0,529 (0,000)	-0,600 (0,000)
$ALAV_{it}$	+	-0,006 (0,037)	-0,003 (0,358)	-0,006 (0,044)	-0,003 (0,262)	-0,006 (0,034)	-0,003 (0,250)
$PTBOOK_{it}$	+	0,137 (0,000)	0,143 (0,000)	0,17 (0,000)	0,142 (0,000)	0,137 (0,000)	0,143 (0,000)
$COMP_AGE_{it}$	+	-0,001 (0,745)	0,005 (0,260)	-0,002 (0,526)	0,005 (0,294)	-0,002 (0,564)	0,002 (0,639)
$LEVEL_GOV_{it}$	+	0	0	0	0	0	0
$BIG4_{it}$	+	-0,086 (0,003)	-0,050 (0,221)	-0,087 (0,034)	-0,051 (0,217)	-0,083 (0,040)	-0,053 (0,204)
Prob > F		0,267	0,264	0,263	0,258	0,264	0,253
Observações		2.008	1.922	2.008	1.922	2.008	1.922
Grupos		281	272	281	272	281	272

Nota. A Tabela 4 fornece as estimativas do modelo de regressão com efeito fixo e os coeficientes e o p-valor dos testes de significância dos parâmetros do modelo. V_EMP_{it} = para representar o valor da empresa i no tempo t , calculado pelo Q de Tobin $DWOMAN_ETH_{it}$ = expresso pela interação entre *Dummy* mulheres no conselho e comitês de ética; $DWOMAN_ROA_{it}$ = expresso pela interação entre *Dummy* mulheres no conselho e roa; $DWOMAN_M_OPE_{it}$ = expresso pela interação entre *Dummy* mulheres no conselho e margem operacional; $DW_DIR_ETH_{IT}$ = expresso pela interação entre *Dummy* mulheres na diretoria e comitês de ética; $DW_DIR_ROA_{IT}$ = expresso pela interação entre *Dummy* mulheres na diretoria e roa; $DW_DIR_M_OPE_{IT}$ = expresso pela interação entre *Dummy* mulheres na diretoria e margem operacional; $\%WOMAN_ETH_{it}$ = expresso pela interação entre o percentual de mulheres no conselho e comitês de ética; $\%WOMAN_ROA_{it}$ = expresso pela interação entre o percentual de mulheres no conselho e roa; $\%WOMAN_M_OPE_{it}$ = expresso pela interação entre o percentual de mulheres no conselho e margem operacional; $\%W_DIR_ETH_{IT}$ = expresso pela interação

entre o percentual de mulheres na diretoria e comitês de ética; $\%W_DIR_ROA_{it}$ = expresso pela interação entre o percentual de mulheres na diretoria e roa; $\%W_DIR_M_OPE_{it}$ = expresso pela interação entre o percentual de mulheres na diretoria e margem operacional; $W_CON_DIR_ETH_{it}$ = expresso pela soma das variáveis $DWOMAN$ e DW_DIR e a sua interação com comitês de ética; $W_CON_DIR_ROA_{it}$ = expresso pela soma das variáveis $DWOMAN$ e DW_DIR e a sua interação com roa; $W_CON_DIR_M_OPE_{it}$ = expresso pela soma das variáveis $DWOMAN$ e DW_DIR e a sua interação com margem operacional; ; ROA_{it} = calculado pelo Lucro Líquido dividido pelo Ativo Total; M_OPE_{it} = calculado pelo Ebit dividido por Receitas Líquidas; $LN_ATV_TOT_{it}$ = representa o logaritmo natural do ativo; $ALAV_{it}$ = é representado pelo passivo circulante mais o passivo não circulante, sendo dividido pelo ativo total; $PTBOOK_{it}$ = é a razão entre o valor contábil e o valor de mercado do patrimônio líquido; $COMP_AGE_{it}$ = idade da empresa; $LEVEL_GOV_{it}$ = níveis de governança; $BIG4_{it}$ = expresso por *Dummy*, indicando 1 caso a empresa seja auditada por Big Four, 0 caso contrário.

A Tabela 4 fornece as estimativas do modelo de regressão com efeito fixo e os coeficientes e o p-valor dos testes de significância dos parâmetros do modelo.

Por meio da Hipótese (2) esperava-se que existisse associação entre a participação das mulheres no conselho administrativo e diretoria por meio da interação com comitês de ética no valor da empresa, seja expresso por *Dummy* ou em termos percentuais.

De acordo com a Tabela 4, observa-se na Equação 5 que ao ocorrer a interação entre *Dummy* mulher no conselho e *Dummy* comitê de ética apresenta-se um p-valor 0,069 e uma piora média de 0,12 ponto a cada incremento de uma mulher no conselho administrativo e comitê de ética ($\beta_1 = -0,12$), também *ceteris paribus*.

Porém, na Equação 6 ao ocorrer a interação entre *Dummy* mulher no conselho e *Dummy* comitê de ética, apresenta-se um p-valor 0,086 ao nível de significância de 10% e confiança de 90% para explicar o comportamento do Valor da Empresa, mais do que isso, é possível verificar uma melhora média de 0,14 ponto a cada incremento de uma mulher no conselho administrativo e comitê de ética ($\beta_1 = 0,14$), também *ceteris paribus*. E em termos percentuais não foram apresentados valores expressivos para se justificar mudanças no comportamento do Valor da Empresa.

Na Hipótese (3) esperava-se que existisse associação entre a participação das mulheres no conselho administrativo e diretoria por meio da interação com desempenho financeiro, ora pela métrica Roa ora pela métrica Margem Operacional.

De acordo com a Tabela 4, em nenhuma Equação é possível se observar valores expressivos na interação das mulheres com desempenho financeiro, exceto na Equação 6 ao ocorrer a interação entre *Dummy* mulher no conselho e margem operacional, no qual apresenta-se um p-valor 0,03 ao nível de significância de 5% e confiança de 95% para explicar o comportamento do Valor da Empresa, sendo possível verificar uma melhora média de 0,17 ponto a cada incremento de uma mulher no conselho administrativo ($\beta_1 = 0,17$), também *ceteris paribus*.

Capítulo 5

5.CONCLUSÃO

Em busca de fomentar a diversidade de gênero nos cargos de gerência das empresas, e em apoio ao Projeto de Lei n. 7179 (Brasil, 2017), que delimita um sistema de cotas para a participação das mulheres nas empresas públicas e a fim de aprofundar-se em busca de ferramentas de monitoramento e boas práticas de governança corporativa dentro das organizações, com o objetivo de melhorar os cumprimentos éticos (Palazzo, Krings, & Hoffrage, 2012), esta pesquisa apresentou dois objetivos.

O primeiro objetivo foi analisar o impacto da participação da mulher no conselho administrativo e diretoria, de forma direta no valor da empresa. E o segundo objetivo foi analisar a participação da mulher tanto no conselho administrativo quanto na diretoria e a sua interação com cumprimentos éticos e o desempenho financeiro, e qual o seu impacto no valor da empresa.

Foram analisadas todas as empresas listadas na B3 - Brasil, Bolsa Balcão, do período 2010 a 2017. Apresentando um painel de 8 anos, totalizando 5.208 observações. Nos resultados das equações é possível observar que tanto em termos percentuais quanto o simples fato de se existir mulher ou não nos conselhos administrativos e diretoria o Valor da Empresa em nada se altera.

Baseando-se na argumentação de Dalton *et al.* (1998) ao fundamentar que muitos dos processos críticos e decisões dos conselhos de administração não derivam do conselho geral, mas sim dos comitês, este estudo analisou se os comitês de ética apresentam impacto direto no valor da empresa e o resultado encontrado é que o fato

de se existir ou não comitês de ética dentro de uma empresa em nada se modifica o seu valor, expresso por Q de Tobin de forma direta.

Porém, de acordo com a Equação (6) deste estudo e com evidências apresentadas na tabela 5, é possível observar que por meio da interação entre *Dummy* Mulher no Conselho e *Dummy* Comitê de Ética, entre os anos de 2010 e 2017, exista influência positiva no Valor da Empresa, ou seja, existindo pelo menos uma mulher no conselho e comitê de ética na empresa, existem reflexos positivos no seu valor, confirmando os estudos de Post & Bryron (2015), ao declararem que as mulheres no conselho apresentam efeitos positivos sobre o cumprimento de padrões éticos e sociais, refletindo positivamente no valor das empresas europeias, assim como alinhasse aos estudos de Isidro & Sobral (2015) quando foram perceptíveis ao fato de que a presença da mulher pode de forma indireta provocar efeitos no valor da empresa, principalmente diante de interações com cumprimentos éticos e sociais.

Nesta pesquisa não foi encontrado em termos percentuais que a presença da mulher apresenta mudanças no valor da empresa, representado pelo Q de Tobin, utilizando-se da métrica ROA. Porém, foram encontradas relações positivas entre a presença feminina e a interação com a variável Margem Operacional, confirmando os estudos de Erhardt *et al.* (2003); Carter *et al.* (2003) e respondendo à hipótese 3 deste trabalho.

Concluo que para se obter respostas mais profundas sobre o valor da empresa, se faz necessário pautar-se nos estudos de Zahra e Pearce (1989), e Jonh e Senbet (1998), conforme utilizado neste trabalho, onde buscou-se evidenciar as relações entre a composição do conselho, comitês e desempenho financeiro, sugerindo a partir destes uma possível ampliação frente as ferramentas de monitoramento e boas

práticas de governança corporativa dentro das organizações a fim de proporcionar maior transparência e melhores resultados para os diversos *stakeholders*.

As limitações encontradas para essa pesquisa estiveram em torno da falta de evidenciação por parte das empresas em declarar as suas conformidades éticas com transparência à sociedade, por meio dos seus formulários de referência e a existência ou não de comitês de ética. Como ampliação para este trabalho, sugere-se que sejam investigadas as relações da presença da mulher com outros comitês dentro das organizações.

REFERÊNCIAS

- Barney, J. (1990). The debate between traditional management theory and organizational economics: substantive differences or intergroup conflict? *Academy of Management Review*, 15(3), 382-393.
- Barney, J. (1991). Firm resources and sustained competitive advantage. *Journal of Management*, v. 17(1), 99-120.
- Bonn, I., Yoshikawa, T., & Phan P. H. (2004). Effects of board structure on firm performance: A comparison between Japan and Australia. *Asian Business & Management*, v. 3(1), 105-125.
- Borges, N. (2009). *A Evolução Recente da Mulher no Mercado de Trabalho Brasileiro: perspectiva social e econômica*. (Trabalho de Conclusão de Curso), Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, SP, Brasil.
- Borghesi, R., Chang, K., & Mehran, J. (2016). Simultaneous board and CEO diversity: does it increase firm value? *Applied Economics Letters*, v. 23(1), 23-26.
- Boulouta, L. (2013). Hidden connections: The link between board gender diversity and corporate social performance. *Journal of business ethics*, v. 113(2), 185-197.
- Brasil. (2017) Projeto de Lei nº 7.179, de 21 de março de 2017. Dispõe sobre a participação de mulheres nos conselhos de administração das empresas públicas e sociedades de economia mista, suas subsidiárias e controladas e demais empresas em que a União, direta ou indiretamente, detenha a maioria do capital social com direito a voto. Senado Federal, Brasília, Distrito Federal, 21 mar. 2017. Recuperado em 15 de agosto de 2019, de <https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=2126313>
- Brugni, T. V., Fávero, L. P. L., Klotzle, M. C., & Pinto, A. C. F. (2018). Conselhos de administração brasileiros: uma análise à luz dos formulários de referência. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, v. 11(1), 146-165.
- Carreira, D., Ajamil, M. & Moreira, T. (2001). *Mudando o mundo: a liderança feminina no século 21*. São Paulo: Cortez.
- Carter, D. A., Simkins, B. J., & Simpson, W. G. (2003). Corporate governance, board diversity, and firm value. *Financial review*, v. 38(1), 33-53.
- Carvalho, A. G. (2003). *Efeitos da migração para os níveis de governança da Bovespa*. São Paulo: Bovespa. Recuperado em 12 de abril de 2019, de <http://www.econ.puc-rio.br/uploads/adm/trabalhos/files/seminario/2003/MIGRACAO.pdf>

- Comissão de Valores Mobiliários (CVM) *Deliberação CVM n. 480*, de 09 de dezembro de 2009. Recuperado 08 de setembro, 2019, de <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst480.html>
- Conyon, M. J., & He, L. (2017). Firm performance and boardroom gender diversity: A quantile regression approach. *Journal of Business Research*, v. 79, 198-211.
- Cramer, L., Capelle, M. C., & Silva, L. A. (2008). A inserção da mulher no mundo dos negócios: construindo uma identidade. *Associação Educacional Dom Bosco*.
- Cruz, P. B. (2017). *Essays on business management* (Tese de doutorado). Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças - Fucape, Vitória, ES, Brasil. Recuperado 06 de setembro, 2019, de http://www.fucape.br/public/producao_cientifica/16/Tese%20-%20Poliano%20Bastos%20da%20Cruz%20.pdf
- CSRI. (2014). The CS gender 3000: Women in senior management. *Credit Suisse Research Institute*, September. <https://publications.creditsuisse.com/tasks/render/file/index.cfm>
- Cupertino, C. M.; Martinez, A. L. C., & Newton C.A.. (2015) Earnings manipulations by real activities management and investors' perceptions. *Research in International Business and Finance*, v.34, p. 309-323.
- Da Silva, A. L. C, & Margem, H. (2015). Mulheres em cargos de alta administração afetam o valor e desempenho das empresas brasileiras? *Revista Brasileira de Finanças*, v. 13(1).
- Dalton, D. R., Daily, C. M., Ellstrand, A. E., & Johnson, J. L. (1998). Meta-analytic reviews of board composition, leadership structure, and financial performance. *Strategic management journal*, 19(3), 269-290.
- Dang, R., & Nguyen, D. (2016). A diversidade de gênero da diretoria faz a diferença? Novas evidências da análise de regressão de quantil. *Gestión Internacional*, v. 20(2), 95-106.
- Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Sweeney, A. P. (1996). Causes and consequences of earnings manipulation: An analysis of firms subject to enforcement actions by the SEC. *Contemporary accounting research*, 13(1), 1-36.
- Dezco, C. & Ross, D. (2012). Does female representation in top management improve firm performance? A panel data investigation. *Strategic Management Journal*, (33), 1072-1089.
- Donker, H., Poff, D., & Zahir, S. (2008). Corporate values, codes of ethics, and firm performance: A look at the Canadian context. *Journal of Business Ethics*, v. 82(3), 527-537.

- Dura, C., & Ghicajanu, M. (2012). Overview of the State of Corporate Social Responsibility Within Multinational Companies. *Annals of the University of Petroșani - Economics*, 85-94.
- Eagly, A. H. & Carli, L. L. (2007). *Through the labyrinth: The truth about how women become leaders*. Harvard (USA): Harvard Business Press.
- Ellis, K., & Keys, P. (2003). *Retorno de ações e promoção da diversidade da força de trabalho*. Documento de trabalho da Universidade de Delaware.
- Erhardt, N. L., Werbel, J. D., & Shrader, C. B. (2003). Board of director diversity and firm financial performance. *Corporate governance: An international review*, v. 11(2), 102-111.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Agency problems and residual claims. *The Journal of Law and Economics*, v. 26(2), 327-349.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of law and economics*, 301-325.
- Francis, J. R., Maydew, E. L., & Sparks, H. C., (1999) The Role of Big 6 Auditors in the Credible Reporting of Accruals. *AUDITING: A Journal of Practice & Theory: September 1999*, v. 18(2), p. 17-34.
- Francoeur, C., Labelle, R., & Sinclair-Desgagne, B. (2008). Diversidade de gênero na governança corporativa e na alta administração. *Journal of Business Ethics*, v. 81(1), 83-95.
- Goldstein, I. S. (2007). *Responsabilidade social: das grandes corporações ao terceiro setor*. São Paulo: Ática.
- Greene, T., & Jame, R. (2013). Fluência do nome da empresa, reconhecimento do investidor e valor da empresa. *Journal of Financial Economics*, v. 109(3), 813-834.
- Gul, F. A., Hutchinson, M., & Lai, K. M. (2013). Gender-diverse boards and properties of analyst earnings forecasts. *American Accounting horizons*, v. 27(3), 511-538.
- Gulamhussen, M. A., & Santa F. S. (2015). Female Directors in Bank Boardrooms and their Influence on Performance and Risk-Taking. *Global Finance Journal*, v. 28, 10-23.
- Hafsi, T., & Turgut, G. (2013). Boardroom diversity and its effect on social performance: Conceptualization and empirical evidence. *Journal of business ethics*, v. 112(3), 463-479.
- Hambrick, D. C., Cho, T. S., & Chen, M. J. (1996). The influence of top management team heterogeneity on firms' competitive moves. *Administrative science quarterly*, p. 659-684.

- Harrison, D. A., & Klein, K. J. (2007). What's the difference? Diversity constructs as separation, variety, or disparity in organizations. *Academy of management review*, v. 3 (4), 1199-1228.
- Hillman, A. J., & Dalziel, T. (2000). Boards of directors and firm performance: Integrating agency and resource dependence perspectives. *Academy of Management review*, v. 28(3), 383-396.
- Hillman, A. J., Cannella, A. A., & Paetzold, R. L. (2002). The resource dependence role of corporate directors: Strategic adaptation of board composition in response to environmental change. *Journal of Management studies*, v. 37(2), 235-255.
- IBGC. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (2015). *Governança corporativa e criação de valor*. São Paulo: Saint Paul Editora.
- 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*, v. 132(1), 1-19.
- Jo, H., & Harjoto, M. A. (2011). Corporate governance and firm value: The impact of corporate social responsibility. *Journal of business ethics*, v. 103(3), 351-383.
- John, K., & Senbet, L. W. (1998). Corporate governance and board effectiveness. *Journal of Banking & Finance*, v.22(4), 371-403.
- Jones, T. M. (1991). Ethical decision making by individuals in organizations: An issue-contingent model. *Academy of management review*, v. 16(2), 366-395.
- Kleba, M. E., & Wendausen, A. (2009). Empowerment: strengthening process of subjects in spaces of social participation and political democratization. *Saúde e Sociedade*, v. 18(4), 733-743.
- Labelle, R., Gargouri, R. M., & Francoeur, C. (2010). Ética, gestão da diversidade e qualidade do relatório financeiro. *Journal of Business Ethics*, v. 93(2), 335-353.
- Lazzaretti, K. (2012). *A participação feminina nos conselhos de administração das empresas brasileiras: uma análise das características de formação e experiência profissional à luz da teoria do capital humano* (Dissertação de Mestrado). Universidade do Vale do Itajaí - Univali, Biguaçu, SC, Brasil. Recuperado 06 de setembro, 2019, de <https://siaiap39.univali.br/repositorio/handle/repositorio/1671>
- Lee-Kuen, I. Y.; Sook-Gee, C.; & Zainudin, R.:(2017) Gender diversity and firms financial performance in Malaysia. *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance (AAMJAF)*. v.13(1), 41-62.
- Levine, D. M.; Berenson, M. L.; Stephan, D. (2000) *Estatística: teoria e aplicações usando Microsoft Excel em português*. Rio de Janeiro: LTC.
- Liu, Y., Wei, Z., & Xie, F. (2014). Do women directors improve firm performance in China?. *Journal of Corporate Finance*, v. 28, 169-184.

- Luttrell, C. & Quiroz, S. (2009). Understanding and operationalising empowerment. [Working Paper 308] *Overseas Development Institute*, London.
- Malhotra, A. & Schuler, S. (2005). Women's empowerment as a variable in international development. *Measuring empowerment: Cross-disciplinary perspectives*, v. 1(1), 71-88.
- Miraftabzadeh, S. M., Ahangar, N., Khadivi, A. M., Jahanikia, A. H. & Yousefi, V. (2015). Measuring the role and value of a corporate brand on customers' perception of products and services. *International Journal of Academic Research*, v. 7(1).
- Müller, M. A., Riedl, E. J., & Sellhorn, T. (2015). Recognition versus disclosure of fair values. *The Accounting Review*, v. 90(6), 2411-2447.
- Muller-Kahle, M. I., & Lewellyn, K. B. (2011). Did board configuration matter? The case of US subprime lenders. *Corporate Governance: An International Review*, v. 19(5), 405-417.
- Ntim, C. G., Opong, K. K., & Danbolt, J. (2015). Board size, corporate regulations and firm valuation in an emerging market: a simultaneous equation approach. *International Review of Applied Economics*, v. 29(2), 194-220.
- ONU Mulheres. (2016) *Empoderamiento político de las mujeres: marco para una acción estratégica en América Latina y el Caribe*. (2014-2017). Recuperado em 10 de outubro, 2016, de <http://www.onumulheres.org.br/wpcontent/uploads/2016/04/EMPODERAMIENTO-POLITICO-DE-LASMUJERES-LAC-2014-17-UNWOMEN.pdf>
- Palazzo, G., Krings, F., & Hoffrage, U. (2012). Ethical blindness. *Journal of Business Ethics*, v. 109(3), 323-338.
- Porter, M. E. (2008). The five competitive forces that shape strategy. *Harvard business review*, v.86(1), 25-40.
- Post, C., & Byron, K. (2015). Women on boards and firm financial performance: A meta-analysis. *Academy of Management Journal*, v. 58(5), 1546-1571.
- Rodgers, W., Choy, H., & Guiral, A. (2013). Os investidores valorizam o compromisso de uma empresa com atividades sociais? *Journal of Business Ethics*, v. 114(4), 607-623.
- Rost, K., & Osterloh, M. (2010). Opening the black box of upper echelons: Drivers of poor information processing during the financial crisis. *Corporate Governance: An International Review*, v. 18(3), 212-233.
- Silveira, A. D. M. (2006). *Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil*. (Tese de Doutorado). Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil.

- _____. (2018). *Ética Empresarial na Prática: Soluções para gestão e governança no século XXI*. Rio de Janeiro: Alta Books.
- Smith, N. C., Palazzo, G., & Bhattacharya, C. B. (2010). Marketing's consequences: Stakeholder marketing and supply chain corporate social responsibility issues. *Business Ethics Quarterly*, v. 20(4), 617-641.
- Storvik, A., & Teigen, M. (2010) Woman on board: The Norwegian Experience. *International Policy Analysis: Friedrich Ebert Stiftung*.
- Stulz, R. M. (1990). Managerial discretion and optimal financing policies. *Journal of Financial Economics*, v. 26(1), 3-27. Doi.org/10.1016/0304-405X(90)90011-N
- Terjesen, S., Aguilera, R. V., & Lorenz, R. (2015). Legislating a woman's seat on the board: Institutional factors driving gender quotas for boards of directors. *Journal of Business Ethics*, v. 128(2), 233-251.
- Terjesen, S., Sealy, R., & Singh, V. (2009). Women directors on corporate boards: A review and research agenda. *Corporate governance: an international review*, v. 17(3), 320-337.
- Titman, S., & Wessels, R. (1998). The determinants of capital structure choice. *Journal of Finance*, v. 43(1), 1-19. Doi.org/10.1111/j.1540-6261.1988.tb02585.x
- Vaiman, V., Sigurjonsson, T. O., & Davidsson, P. A. (2011). Weak business culture as an antecedent of economic crisis: The case of Iceland. *Journal of Business Ethics*, v. 98(2), 259-272.
- Van Knippenberg, D., De Dreu, C. K., & Homan, A. C. (2004). Work group diversity and group performance: an integrative model and research agenda. *Journal of applied psychology*, v. 89(6), 1008-1022.
- Walt, N. & Ingley, C.; (2003) Board Dynamics and the Influence of professional background, gender and ethnic diversity of directors. *Corporate Governance: An International Review*, v.11(3), 218-234
- Watson, W. E., Kumar, K., & Michaelsen, L. K. (1993). Cultural diversity's impact on interaction process and performance: Comparing homogeneous and diverse task groups. *Academy of management journal*, v. 36(3), 590-602.
- Watts, R. L., & Zimmerman, J. L. (1986). Positive accounting theory. [Paper] *Prentice-Hall Inc.* Recuperado 06 de setembro, 2019, de https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=928677
- Wooldridge, J. (2011). *Introdução à econometria: Uma abordagem moderna*. São Paulo: Cengage Learning.
- Zahra, S. A., & Pearce, J. A. (1989). Boards of directors and corporate financial performance: A review and integrative model. *Journal of management*, v.15(2), 291-334.

APÊNDICE A: VARIÁVEIS UTILIZADAS NAS EQUAÇÕES

Variável	Proxy	Proxy e Fórmula
Variável Dependente		
Valor da Empresa	V_EMP_{it}	Q de Tobin $q = \frac{\text{valor_merc_acoes} + \text{dívida contábil}}{\text{valor_cont_atotal}}$
Variáveis Independentes		
Mulheres no Conselho	$\%WOMAN_{it}$ $DWOMAN_{it}$	(i) % de Mulheres no Conselho (ii) <i>Dummy</i> Mulher no Conselho
Mulheres na Diretoria	$\%W_DIR_{it}$ DW_DIR_{it}	(i)% de Mulheres na Diretoria (ii) <i>Dummy</i> Mulher no Conselho
Soma das Mulheres no Conselho e na Diretoria	$W_CON_DIR_{it}$	<i>Dummy</i> Mulher no Conselho + <i>Dummy</i> Mulher na Diretoria
Comitê de Ética	ETH_{it}	(i) <i>Dummy</i> Comitê de Ética;
Desempenho Financeiro	ROA_{it} M_OPE_{it}	Desempenho Financeiro: i) $ROA = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Ativo Total}}$ ii) $Margem Oper = \frac{Ebit}{\text{Receitas Líquidas}}$
Interação “Mulher no Conselho x Conformidade Ética”	$\%WOMAN_ETH_{it}$ $DWOMAN_ETH_{it}$	(i)% de Mulheres no Conselho * <i>Dummy</i> Comitê de Ética (ii) <i>Dummy</i> Mulher no Conselho * <i>Dummy</i> Comitê de Ética
Interação “Mulher na Diretoria x Conformidade Ética”	$\%W_DIR_ETH_{it}$ $DW_DIR_ETH_{it}$	(i)% de Mulheres na Diretoria * <i>Dummy</i> Comitê de Ética (ii) <i>Dummy</i> Mulher na Diretoria * <i>Dummy</i> Comitê de Ética
Interação “Mulher no Conselho x Desempenho Financeiro”	$DWOMAN_ROA_{it}$ $DWOMAN_M_OPE_{it}$	Desempenho Financeiro: i) <i>Dummy</i> Mulher no Conselho * $ROA = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Ativo Total}}$ ii) <i>Dummy</i> Mulher no Conselho * $Margem Oper = \frac{Ebit}{\text{Receitas Líquidas}}$
Interação “Mulher na Diretoria x Desempenho Financeiro”	$DW_DIR_ROA_{it}$ $DW_DIR_M_OPE_{it}$	Desempenho Financeiro: i) <i>Dummy</i> Mulher na Diretoria * $ROA = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Ativo Total}}$ ii) <i>Dummy</i> Mulher na Diretoria * $Margem Oper = \frac{Ebit}{\text{Receitas Líquidas}}$
Interação “Soma das Mulheres no Conselho e Diretoria x Desempenho Financeiro”	$W_CON_DIR_ROA_{it}$ $W_CON_DIR_M_OP_{it}$	Desempenho Financeiro: i) $W_CON_DIR * ROA = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Ativo Total}}$ ii) $W_CON_DIR * Margem Oper = \frac{Ebit}{\text{Receitas Líquidas}}$
Controles		
Controles	$LN_ATIV_TOT_{it}$ $ALAV_{it}$ $PTBOOK_{it}$ $LN_ATIV_TOT_{it}$ $COMP_AGE_{it}$ $LEVEL_GOV_{it}$ $BIG4_{it}$	(i) Ln do Ativo; (ii) Alavancagem (iii) Price to Book (iv) Ln do Ativo Total (v) Idade da Empresa (vi) Níveis de Governança (vii) Big-Four

APÊNDICE B: CORRELAÇÃO DE PEARSON

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
(1)V_EMP	1									
(2)DWOMAN	-0,0187 0,3715	1								
(3)DW_DIR	0,0101* 0,6278	0,3143*** 0,000	1							
(4)%WOMAN	0,0437*** 0,037	0,7076*** 0,000	0,202*** 0,000	1						
(5) %W_DIR	0,0297** 0,1554	0,2212*** 0,000	0,5969*** 0,000	0,253*** 0,000	1					
(6)W_CON_DIR	0,0464*** 0,0263	0,5507*** 0,000	0,7151*** 0,000	0,4239*** 0,000	0,4787*** 0,000	1				
(7)ETH	0,0332** 0,1347	0,608*** 0,0012	0,1112*** 0,000	-0,02 0,289	0,0192 0,3061	0,0705*** 0,0002	1			
(8)ROA	-0,2605*** 0,000	0,114*** 0,000	0,0666*** 0,0001	-0,0996*** 0,000	-0,0303*** 0,0843	0,0293*** 0,0949	0,1073*** 0,000	1		
(9) M_OPE	-0,0095 0,6605	0,1258*** 0,000	0,0915*** 0,000	0,0442*** 0,024	0,041*** 0,0344	0,0898*** 0,000	0,1230*** 0,000	0,5681*** 0,000	1	
(10)DWOMAN_ETH	0,0448*** 0,0436	0,2695*** 0,000	0,1066*** 0,000	0,1002*** 0,000	0,0338*** 0,0712	0,2020*** 0,000	0,6688*** 0,000	0,0817*** 0,000	0,0865*** 0,000	1
(11) DW_DIR_ETH	0,0063* 0,7777	0,0701*** 0,0002	0,3241*** 0,000	-0,0003* 0,9875	0,1193*** 0,000	0,215*** 0,000	0,6452*** 0,000	0,6760*** 0,0005	0,0819*** 0,0001	0,5061*** 0,000
(12)%WOMAN_ETH	0,0338** 0,1281	0,2255*** 0,000	0,0834*** 0,000	0,1563*** 0,000	0,0301 0,1102	0,1629*** 0,000	0,5616*** 0,000	0,0654*** 0,0008	0,0670*** 0,0016	0,8399*** 0,000
(13)%W_DIR_ETH	-0,006 0,7883	0,0674*** 0,0003	0,2522*** 0,000	0,0110 0,561	0,1857*** 0,000	0,1844*** 0,000	0,5021*** 0,000	0,0531*** 0,0065	0,0867*** 0,000	0,4248*** 0,000
(14)W_CON_DIR_ETH	0,0268** 0,227	0,1901*** 0,000	0,2370*** 0,000	0,0670*** 0,0004	0,0974*** 0,000	0,3420*** 0,000	0,4718*** 0,000	0,0576*** 0,0031	0,0562*** 0,008	0,7054*** 0,000
(15)LN_ATIV_TOT	-0,3708*** 0,000	0,0862*** 0,000	0,0848*** 0,000	-0,2395*** 0,000	-0,0630*** 0,0003	0,0256 0,1414	0,2155*** 0,000	0,5299*** 0,000	0,2227*** 0,000	0,1539*** 0,000
(16)ALAV	-0,0253 0,2282	-0,0024 0,8958	0,0182 0,3135	-0,0307 0,0917	-0,0111 0,5366	-0,0013 0,9428	0,0312 0,1193	0,1335*** 0,000	0,0695*** 0,0003	0,0155 0,4399
(17)PT_BOOK	0,3744*** 0,000	0,0561*** 0,0043	0,0805*** 0,000	0,0145 0,4762	0,0218 0,2685	0,0711*** 0,0003	0,0473*** 0,0286	0,2677*** 0,000	0,1320*** 0,000	0,0485*** 0,0247
(18)COMP_AGE	-0,0949*** 0,000	-0,0214 0,1263	-0,0502*** 0,0003	0,0625 0,0002	-0,0432*** 0,002	0,0091 0,5167	-0,0171 0,3604	0,0665*** 0,0002	-0,1279*** 0,000	0,0493*** 0,0085
(19)LEVEL_GOV	-0,0686*** 0,001	0,2045*** 0,000	0,1913*** 0,000	-0,1675*** 0,000	0,0659*** 0,000	0,0833*** 0,000	0,1480*** 0,000	0,2310*** 0,000	0,1429*** 0,000	0,1064*** 0,000
(20)BIG4	-0,0154 0,4613	0,0711*** 0,000	0,0734*** 0,000	-0,1317*** 0,000	-0,0139 0,3344	0,0350*** 0,0149	0,1266*** 0,000	0,1741*** 0,000	0,1684*** 0,000	0,0711*** 0,0001

Nota. Níveis de significância, ***, **, *, 10%, 5% e 1%.

APÊNDICE C: CONT. CORRELAÇÃO DE PEARSON

	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)	(17)	(18)	(19)	(20)
(1)V_EMP										
(2)DWOMAN										
(3)DW_DIR										
(4)%WOMAN										
(5) %W_DIR										
(6)W_CON_DIR										
(7)ETH										
(8)ROA										
(9) M_OPE										
(10)DWOMAN_ETH										
(11) DW_DIR_ETH	1									
(12)%WOMAN_ETH	0,4137*** 0,000	1								
(13)%W_DIR_ETH	0,7782*** 0,000	0,3676*** 0,000	1							
(14)W_CON_DIR_ETH	0,7312*** 0,000	0,5774*** 0,000	0,6120*** 0,000	1						
(15)LN_ATIV_TOT	0,1503*** 0,000	0,0727*** 0,0002	0,1078*** 0,000	0,1195*** 0,000	1					
(16)ALAV	0,0369*** 0,0657	0,0018 0,9287	0,0176 0,3797	0,0187 0,352	0,0887*** 0,000	1				
(17)PT_BOOK	0,0370*** 0,0868	0,0322 0,1376	0,0257 0,2338	0,0406*** 0,0601	0,1049*** 0,000	0,1360*** 0,000	1			
(18)COMP_AGE	0,0052 0,7821	0,0561*** 0,0029	0,0203 0,277	0,0771*** 0,000	0,0715*** 0,000	0,0239 0,1842	-0,1746*** 0,000	1		
(19)LEVEL_GOV	0,1103*** 0,000	0,0479*** 0,0111	0,0915*** 0,000	0,0665*** 0,0004	0,4717*** 0,000	0,0829*** 0,000	0,1862*** 0,000	-0,1884*** 0,000	1	
(20)BIG4	0,0817*** 0,000	0,0114*** 0,5442	0,0711*** 0,0001	0,0486*** 0,0096	0,3927*** 0,000	0,0999*** 0,000	0,2114*** 0,000	-0,1273*** 0,000	0,2472*** 0,000	1

Nota. Níveis de significância, ***, **, *, 10%, 5% e 1%.