

FUCAPE PESQUISA E ENSINO S/A - FUCAPE RJ

LIANA DA SILVA LOPES AVELINO

RECONHECIMENTO OU TOKENISMO?

**A importância do incentivo financeiro às mulheres em Conselhos
de Administração sob a teoria da massa crítica**

**RIO DE JANEIRO
2024**

LIANA DA SILVA LOPES AVELINO

RECONHECIMENTO OU TOKENISMO?

**A importância do incentivo financeiro às mulheres em Conselhos
de Administração sob a teoria da massa crítica**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis e Administração da Fucape Pesquisa e Ensino S/A – Fucape RJ, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis e Administração – Nível Profissionalizante.

Orientador: Prof. Dr. Edvan Soares de Oliveira

**RIO DE JANEIRO
2024**

LIANA DA SILVA LOPES AVELINO

RECONHECIMENTO OU TOKENISMO?
A importância do incentivo financeiro às mulheres em Conselhos
de Administração sob a teoria da massa crítica

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis e Administração da Fucape Pesquisa e Ensino S/A – Fucape RJ, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis e Administração -Nível Profissionalizante.

Aprovada em 11 de abril de 2024.

COMISSÃO EXAMINADORA

Prof. Dr. Edvan Soares de Oliveira
Fucape Business School

Prof. Dr. Nelson Oliveira Stefanelli
Fucape Business School

Prof. Msc. Jhonny Silva Gomes
Instituto Federal de Educação, Ciência e Tecnologia do Maranhão

Às mulheres da minha vida.
Pelos colos que foram abrigo,
pelas mãos que foram apoio,
pelas palavras que foram
acalanto, pelas vidas que foram
inspiração, pelos olhos através
dos quais descobri poder ser
muito mais do que imaginava.

AGRADECIMENTOS

À minha mãe, por todo zelo, amor e dedicação com que me criou e ensinou, sendo inspiração como mulher, mãe e profissional empática, dedicada e competente.

Ao meu pai, por me ensinar o amor e a importância dos estudos e do aprendizado contínuo, investindo com primor em minha educação.

Ao meu companheiro de vida e de profissão, pelo apoio, incentivo e paciência nos momentos mais críticos de dedicação aos estudos e às pesquisas.

À minha filha, por ceder alguns momentos nossos de cuidados, passeios, brincadeiras e chamegos para minha dedicação aos estudos e às pesquisas.

A ambos, pelos cuidados comigo, tornando o processo menos pesado, como no preparo das refeições para fazermos juntos nos intervalos das aulas, pela conexão e independência fortalecidos durante os últimos 2 anos e meio.

À amiga e colega de trabalho Priscilla, pelo empurrão que faltava para que eu me compromettesse com esse desafio, e por trilhá-lo ao meu lado.

Às colegas Aline Fonseca, Aline Soares, Liliane, Priscilla, pelo grupo de torcida e troca durante os estudos e as pesquisas.

Ao meu gestor Rodrigo e às/aos colegas de trabalho pelo incentivo, apoio e compreensão nos momentos de maior dedicação aos estudos.

A todos os Profs. e às Profas. Lara, Marcia e Silveli pelos saberes compartilhados.

Às bancas de qualificação e defesa pelas valiosas contribuições e orientações.

Ao Orientador Prof. Dr. Edvan Soares de Oliveira por ter me mostrado o caminho, sonhado e concretizado tal pesquisa ao meu lado, tendo sido uma honra compartilhar o interesse pelo tema e conhecimentos desta magnitude.

"A cultura não faz as pessoas. As pessoas fazem a cultura. Se uma humanidade inteira de mulheres não faz parte da cultura, então temos que mudar nossa cultura."

(Chimamanda Ngozi Adichie)

RESUMO

No Brasil, apesar do aumento quantitativo de empresas com mulheres no corpo e na presidência do Conselho de Administração (CA), essa representatividade ainda configura uma minoria, em geral, simbólica, onde o ambiente laboral é, usualmente, hostil e excludente às mulheres. Não há consenso na literatura sobre a remuneração de executivos ser determinante do desempenho de mercado das empresas. O objetivo da pesquisa é verificar se a remuneração do CA impacta o desempenho de mercado das empresas a depender da proporção de mulheres no CA e se tal efeito se altera quando a quantidade de mulheres a bordo atinge a massa crítica, definida pela literatura como 30% do colegiado. Para tanto, foram avaliadas empresas não financeiras estimando modelos econométricos através da variável dependente Q de Tobin e das independentes gênero da presidência do CA, remuneração da presidência do CA, proporção de mulheres no CA e remuneração média do CA, bem como seus efeitos conjuntos. Os resultados evidenciaram que quando a proporção de mulheres no CA é baixa, o efeito de um incentivo na remuneração no desempenho de mercado é negativo, porém à medida que se aumenta essa proporção, ele se torna positivo. Assim, o efeito da remuneração dos membros do CA só afeta positivamente o desempenho de mercado da empresa quando a presença de mulheres no CA atinge a massa crítica. Desta forma, com aumento consistente e intensivo de mulheres no CA e boa remuneração, as empresas poderão se beneficiar do profissionalismo delas no corpo e na presidência. É possível que as características das mulheres - moldadas no labirinto aos quais são comparadas suas progressões profissionais, com menos oportunidades a cargos de gestão e poder, além de menores remunerações - diferencie suas respostas aos incentivos de remuneração, no comparativo com homens, impactando de forma distinta o desempenho de mercado das firmas. Contudo, apenas ser bem remunerada não garante atuação relevante, é preciso que a quantidade de mulheres tenha atingido a massa crítica.

Palavras-chave: Diversidade de Gênero; Massa Crítica; Remuneração de Executivos; Conselho de Administração, Desempenho de Mercado.

ABSTRACT

In Brazil, despite women's quantitative increase in the body and in the presidency of the Board of Directors (BD) in companies, this representation still constitutes a minority, generally symbolic, whereas work environment is usually hostile and excludes women. There is no consensus in literature on whether executive remuneration is a determinant of companies' market performance. The objective of the research is to verify whether the remuneration of the Board of Directors impacts companies' market performance depending on the proportion of women on the Board and whether this effect changes when the number of women on board reaches the critical mass, defined in literature as 30% of the collegiate. To this end, non-financial companies were evaluated by estimating econometric models using the dependent variable Tobin's Q and the independent variables: gender of the BD, remuneration of the BD, proportion of women on the BD and average remuneration of the BD, as well as their joint effects. The results showed that when the proportion of women in the BD is low, the effect of a compensation incentive on market performance is negative, however as this proportion increases, it becomes positive. Thus, the effect of the remuneration of board members only positively affects the company's market performance when the presence of women on the board reaches critical mass. In this way, with a consistent and intensive increase in women on the BD and good remuneration, companies will be able to benefit from their professionalism in the body and in the presidency. It is possible that the characteristics of women - shaped in the labyrinth to which their professional progression is compared, with fewer opportunities for management, power positions as well as lower remuneration - differentiate their responses to remuneration incentives, compared to men, impacting differently the market performance of firms. Nonetheless, just being well paid does not guarantee relevant performance, the number of women must have reached critical mass.

Keywords: Gender Diversity; Critical Mass; Directors' Compensation; Board of Directors, Firm Performance.

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	9
2 REFERENCIAL TEÓRICO.....	14
2.1 DESEMPENHO DE MERCADO	14
2.2 CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO	16
2.2.1 Remuneração e incentivos	18
2.2.2 Diversidade de gênero e a resposta aos incentivos.....	21
2.2.3 Do <i>tokenismo</i> à massa crítica	26
3 METODOLOGIA DA PESQUISA.....	31
3.1 BASE DE DADOS, AMOSTRA E TRATAMENTOS.....	31
3.2 VARIÁVEIS	33
3.2.1 Variável dependente	33
3.2.2 Variáveis independentes de interesse	34
3.2.3 Variáveis independentes de controle.....	35
3.3 TESTES DE HIPÓTESES E MODELOS ECONOMETRICOS	39
3.3.1 Testes de comparação de médias.....	39
3.3.2 Modelos de regressão linear múltipla.....	40
3.3.2.1 Modelo 1: presidência do CA	40
3.3.2.2 Modelo 2: corpo do CA	41
3.3.3 Testes de robustez	43
4 ANÁLISE DE DADOS E RESULTADOS.....	45
5 CONCLUSÃO	66
REFERÊNCIAS.....	69

Capítulo 1

1 . INTRODUÇÃO

Amparada em leis, normas e práticas, a desigualdade entre homens e mulheres é prejudicial a toda a sociedade (*United Nations Entity for Gender Equality and the Empowerment of Women [UN Women] & United Nations Development Programme [UNDP]*, 2023). De acordo com o relatório *The Paths to Equal* (*UN Women & UNDP*, 2023), 75% dos países estudados apresentaram Índice de Empoderamento das Mulheres e Índice Global de Paridade de Gênero baixos ou médios, incluindo o Brasil.

Em média, mulheres ocupam 37,4% dos cargos gerenciais, apesar de serem mais instruídas do que homens (Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística [IBGE], 2021). Embora tenha havido um aumento do quantitativo de empresas com mulheres no Conselho de Administração (CA) no Brasil, essa representatividade gira em torno de 15% (Instituto Brasileiro de Governança corporativa [IBGC], 2023a), enquanto menos de 4% dos CA são majoritariamente compostos por mulheres e cerca de 5% são por elas presididos (Krüger et al., 2021). Segundo a teoria da massa crítica, com representatividade até 30% não há impacto significativo das experiências de mulheres nas decisões (Hoang & Wu, 2023; Pinheiro et al., 2023; Tarkovska et al., 2023).

Além da baixa presença de mulheres executivas, elas são remuneradas aquém dos homens, sendo maior a desigualdade de rendimentos em grupos ocupacionais com maiores remunerações, como nas áreas intelectuais, de ciência ou em cargos de diretoria e gerência, incluindo o cargo de CEO (Chen et al., 2022; Elvira et al., 2023; IBGE, 2021; Kalogeraki & Georgakakis, 2021; Maoret et al., 2023).

Compondo o sistema de governança, a remuneração de executivos é abordada na literatura como determinante do desempenho das firmas (Do, 2023; Maoret et al.,

2023; Shukeri & Alfordy, 2022). O incentivo na remuneração aumenta o desempenho e a geração de valor da firma quando práticas de governança corporativa se mostram efetivas ao alinhar os interesses de gestores e acionistas à performance dos executivos (Do, 2023; Iglesias et al., 2022; Oliveira et al., 2021).

Por outro lado, incentivos na remuneração tendem a reduzir o desempenho se há altos conflitos de agência e de interesses e baixa segregação entre propriedade e gestão, devendo o CA ser atuante no controle remuneratório (Benkraiem et al., 2017; Shukeri & Alfordy, 2022). Apesar disso, mesmo num cenário de maior conflito de agência, como na dualidade de CEO eleito pelos acionistas minoritários, não se identifica relação entre remuneração da diretoria e performance (Brandão et al., 2019).

Tal dissenso acerca da ação de políticas de remuneração sobre o desempenho organizacional pode ser explicado por não considerar as características geralmente relacionadas às mulheres e se tais peculiaridades afetam a resposta aos incentivos. Comportamentos associados às mulheres, como aversão ao risco, empatia, busca por acordos mútuos e boa comunicação, sugerem maiores níveis éticos e qualidade de monitoramento do CA, menores custos de agência e de dívida e maiores desempenho financeiro e sustentabilidade (Ongsakul et al., 2021; Silva & Martins, 2017).

A literatura indica que mulheres atuam com postura contributiva, empenho e diligência em suas funções por enfrentarem, desde os espaços doméstico e educacional, impasses que retroalimentam o “teto de vidro” (*glass ceiling*), fenômeno que não só obstrui o topo, mas dificulta o percurso no labirinto ao qual se assemelha sua progressão profissional (Beltramini et al., 2022; Hryniewicz & Vianna, 2018; Venkatraman & Ramanujam, 1986). Ademais, na falta de oportunidades equânimes, as mulheres logram expressiva performance no que tiveram acesso e preocupam-se sobremaneira com as decorrências de suas práticas, segundo as pesquisadoras.

Cabe ressaltar que a falta de reconhecimento profissional das mulheres tem sido atribuída à noção de inferioridade estrutural (Stichman et al., 2010; Williams, 1992), de modo que somente aumentar a proporção de mulheres no CA não garante novos resultados sem reestruturação organizacional (Silva & Martins, 2017). De forma semelhante, a compensação não é o único fator a impactar a performance profissional das mulheres, mas também as condições do trabalho, geralmente hostis às mulheres líderes (Basdekis et al., 2023; Silva & Martins, 2017; Torchia et al., 2011).

A literatura tem buscado entender a relação do desempenho corporativo com a presidência do CA (Krüger et al., 2021; Rocca et al., 2023; Shukeri & Alfordy, 2022) e com as características dos integrantes do CA (Gharbi & Othmani, 2022; Pessoa et al., 2022; Shukeri & Alfordy, 2022). No geral, as mulheres correspondem com mais apreço aos interesses dos *stakeholders* (Pessoa et al., 2022), otimizam a monitorização e as práticas de gestão (Nawaz, 2022; Ongsakul et al., 2021), são mais inovadoras e transparentes, com impacto positivo na reputação da companhia (Krüger et al., 2021).

Não obstante, nem sempre é possível apontar relação entre a presença de mulheres no CA e o desempenho das firmas, quando o aumento da diversidade é um simbolismo incapaz de favorecer a cooperação e a confiança entre os conselheiros e, por conseguinte, o desempenho (Do, 2023). Sendo um espaço de poder dominado por homens, inseri-las de modo consistente aumenta a probabilidade de sua integração e efetiva participação no CA, do contrário, é usual que suas ideias sejam desvalorizadas (Fitzsimmons, 2012; Joecks et al., 2013; Torchia et al., 2011).

Apesar da teoria da massa crítica postular que a partir da proporção de 30% de mulheres no CA as diretoras serão mais assertivas e suas perspectivas influenciarão os resultados, caso elas estejam em conflito ou não sejam independentes, a massa crítica pode não ser eficaz (Lefley & Janeček, 2023). Quando há alto nível de

concentração de propriedade ou a cultura corporativa é dominada por contrapesos masculinos, pode haver problemas de endogeneidade entre a proporção de mulheres no CA e o desempenho (Pessoa et al., 2022; Shukeri & Alfordy, 2022).

Conforme exposto, não foi averiguado se o desempenho das empresas pode ser afetado pela remuneração do CA de forma distinta a depender da proporção de mulheres no CA e se a mulher está de fato integrada neste ambiente. Nesta conjuntura, a presente pesquisa aborda a relação não explorada na literatura (Do, 2023; Gharbi & Othmani, 2022; Hoang & Wu, 2023; Iglesias et al., 2022; Nawaz, 2022; Ongsakul et al., 2021; Pessoa et al., 2022; Pinheiro et al., 2023; Rocca et al., 2023; Shukeri & Alfordy, 2022; Tarkovska et al., 2023) entre remuneração e proporção de mulheres no CA, considerando a teoria da massa crítica, e seus impactos nos desempenhos de mercado das instituições monitoradas.

Desta feita, a pesquisa busca responder às questões: A remuneração do Conselho de Administração afeta o desempenho de mercado das empresas com ações na Brasil, Bolsa, Balcão (B3) de maneira distinta a depender da proporção de mulheres no Conselho de Administração? Esse efeito muda quando atingida a massa crítica de mulheres no Conselho de Administração?

Sendo assim, o objetivo da pesquisa é verificar se a remuneração do Conselho de Administração impacta o desempenho de mercado das empresas com ações na B3 de forma distinta a depender da proporção de mulheres no Conselho de Administração, e se tal efeito se altera quando a quantidade de mulheres no Conselho de Administração atinge a massa crítica, qual seja, 30% do colegiado.

Avaliando empresas não financeiras listadas na B3, entre os anos de 2010 e 2022, estimaram-se modelos de regressão por MQO controlados por efeito fixo de ano e setor. O desempenho foi mensurado pelo indicador de mercado Q de Tobin e foram

utilizadas como variáveis dependentes a remuneração da presidência do CA, se a presidência do CA é composta por mulher ou homem, a proporção de mulheres e a remuneração média do CA, bem como seus efeitos conjuntos.

Os resultados sugerem que quando a proporção de mulheres no CA é baixa, o efeito de um incentivo na remuneração no desempenho é negativo, porém à medida que essa proporção aumenta, o efeito se torna positivo. A remuneração de membros do CA somente impactou positivamente o desempenho de mercado da empresa quando a presença de mulheres no órgão colegiado atingiu cerca de 30%. Tais resultados vão ao encontro da teoria da massa crítica, segundo a qual é crucial que a presença de mulheres no CA seja superior a 30% para que suas aptidões, perícias, ideias e decisões influenciem positivamente o desempenho de mercado da empresa.

Desta forma, a contribuição teórica esperada é complementar os estudos de desempenho, remuneração, diversidade e teoria da massa crítica no CA (Do, 2023; Gharbi & Othmani, 2022; Hoang & Wu, 2023; Iglesias et al., 2022; Pessoa et al., 2022; Pinheiro et al., 2023; Rocca et al., 2023; Shukeri & Alfordy, 2022; Tarkovska et al., 2023) ao verificar se o impacto da remuneração do CA no desempenho da entidade é alterado conforme atingida a massa crítica de mulheres no CA.

Como contribuição prática, ao analisar a relação entre desempenho de mercado, remuneração, diversidade de gênero e massa crítica no CA, espera-se mostrar a relevância de uma representatividade consistente das mulheres neste importante órgão colegiado, de forma que as empresas percebam os benefícios de torná-lo um ambiente em que elas se sintam integradas e capazes de responder melhor às políticas de remuneração e contribuir com suas peculiaridades e experiências para sustentar o progresso do desempenho da instituição.

Capítulo 2

2 . REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 DESEMPENHO DE MERCADO

Desempenho corresponde à competência da organização para alcançar os resultados almejados de modo eficiente, impulsionando a geração de riqueza das partes interessadas (Mustapha et al., 2020; Venkatraman & Ramanujam, 1986). O desempenho pode ser reduzido pelos custos de agência, isto é, conflitos entre sócios e gestores, com potencial aumento de custos financeiros (Ongsakul et al., 2021).

De acordo com Perlin et al. (2021) e a teoria do alto escalão, o desempenho da companhia repercute valores, bases cognitivas e percepções dos que tomam as decisões de modo estratégico e efetivo. Conforme estes autores, o desempenho é mais sensível às particularidades do alto escalão quanto maior a dependência do arbítrio deste, consoante estrutura organizacional.

Além disso, características do alto escalão como questões demográficas, pessoais, de especialização e experiências (Ongsakul et al., 2021), idade, educação, ocupação, condição socioeconômica, dentre outras, influenciam diretamente as decisões estratégicas (Perlin et al., 2021).

O valor de mercado representando a variável desempenho decorre do princípio da informatividade que firma o preço das ações como a mais razoável métrica de performance dos gestores na visão dos acionistas (Brandão et al., 2019). Na literatura (Aouadi & Marsat, 2016; Aqabna et al., 2023; Camilo et al., 2012; Costa et al., 2019; Gharbi & Othmani, 2022; Gondrige et al., 2012; Nawaz, 2022; Sampaio et al., 2020) é usual avaliar desempenho com base no indicador de mercado Q de Tobin.

Sendo o somatório do valor de mercado das ações com o valor da dívida sobre o ativo total da companhia, o Q de Tobin é associado ao risco avaliado pelos *players* de mercado (Camilo et al., 2012). Logo, permite a comparabilidade entre empresas ao demonstrar o valor da firma quanto à performance (Gondrige et al., 2012), apontar se futuros investimentos influenciam o valor presente do resultado e se o valor de mercado afeta a demanda por capitalização da instituição (Krüger et al., 2021).

Outros determinantes do desempenho de mercado são o tamanho da companhia, o tamanho do CA, a proporção de membros independentes no CA, a proporção de membros externos no CA, a alavancagem financeira da empresa, a variação de vendas da firma e o capital de giro líquido da entidade (Aouadi & Marsat, 2016; Basdekis et al., 2023; Brandão et al., 2019; Camilo et al., 2012; Chancharat & Kumpamool, 2022; Fama & Jensen, 1983; Gharbi & Othmani, 2022; Hatane et al., 2022; Krüger et al., 2021; Pant et al., 2023; Sampaio et al., 2020).

Quanto maior a alavancagem financeira da empresa, menor tende a ser seu desempenho de mercado, pois um endividamento alto pressupõe aumento de custos e redução da confiança dos investidores (Aouadi & Marsat, 2016; Krüger et al., 2021; Sampaio et al., 2020; Silva & Martins, 2017). Por seu turno, quanto maior a variação de vendas da companhia, maior tende a ser seu desempenho de mercado, em virtude do aumento na receita de vendas estar relacionado a melhor performance (Aouadi & Marsat, 2016; Basdekis et al., 2023; Pant et al., 2023).

Quanto maior o tamanho da companhia, menor tende a ser seu desempenho de mercado, pois embora apresentem maiores retornos que indicam força financeira, maior credibilidade e melhor governança corporativa, suas atividades podem ser mais complexas e arriscadas, com maior pressão do mercado (Aouadi & Marsat, 2016; Sampaio et al., 2020; Silva & Martins, 2017). Similarmente, um CA de tamanho maior

tende a reduzir o desempenho de mercado, uma vez que o aumento de conflitos internos reduz sua eficiência na tomada de decisões e aumenta os custos de agência (Camilo et al., 2012; Chancharat & Kumpamool, 2022).

Não obstante, um maior capital de giro líquido tende a melhorar o desempenho de mercado da empresa, por demonstrar liquidez e capacidade de quitar dívidas, e uma gestão eficiente do capital de giro melhora a rentabilidade e o desempenho de mercado (Chancharat & Kumpamool, 2022; Hatane et al., 2022; Pant et al., 2023).

Em relação aos membros do CA, tendem a incrementar o desempenho de mercado uma maior proporção de independentes, pelo aumento do foco nos interesses dos acionistas e pela redução dos custos de agência (Brandão et al., 2019; Gharbi & Othmani, 2022), e uma maior proporção de membros externos, ao otimizar o monitoramento e a reputação (Fama & Jensen, 1983; Hermalin & Weisbach, 1991).

2.2 CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

Principal órgão colegiado de governança corporativa, o Conselho de Administração (CA) direciona o processo decisório estratégico da firma, monitora a Diretoria Executiva (CEO) e a diretoria com base nos princípios, valores e objeto social da organização (IBGC, 2023b). Além disso, gerencia questões de agência (Gharbi & Othmani, 2022; Pessoa et al., 2022), riscos, integridade de relatórios e atua no planejamento sucessório (Iglesias et al., 2022), protegendo interesses da entidade e conectando gestores executivos e sócios (Arévalo-Alegría et al., 2020; IBGC, 2023b).

Sendo essencial ao amadurecimento estratégico da firma e sua valorização junto aos *stakeholders* (Pessoa et al., 2022), a composição do CA não se apresenta como mutável, imprevisível e originada externamente, mas como uma agregação de tomada de decisões que visam a adaptação ao contexto em que atuam e às

obrigações contratuais (Costa et al., 2019). Geralmente, o CA é selecionado pelo CEO, de modo que até mesmo conselheiros externos tendem a estar mais alinhados aos interesses da diretoria do que aos dos acionistas (Hermalin & Weisbach, 1991).

Buscando mitigar tais conflitos, diretores e conselheiros podem ser responsabilizados pelo não cumprimento de suas obrigações legais (Hermalin & Weisbach, 1991). Em 2002, a Lei Sarbanes-Oxley (SOX) determinou a composição do CA com maioria de diretores independentes visando a aprimorar a governança corporativa (Fitzsimmons, 2012). Contudo, um CA composto apenas por diretores independentes tende a ser privado de informações e respaldos de executivos internos, restando acesso ao compartilhado pelo CEO (Post et al., 2021).

Logo, a estrutura do CA é relevante tema na governança corporativa (Black et al., 2014) sendo a escolha de seus membros crucial no cumprimento das missões do CA, com separação entre controle e propriedade e mitigação de problemas de agência (Hermalin & Weisbach, 1991). Por padrão, a literatura e o mercado consideram que um CA independente decorre dos membros que o compõe (John & Senbet, 1998).

Conforme Arévalo-Alegría et al. (2020), três abordagens de governança corporativa estudadas na literatura conectam as características do CA e o desempenho da organização, quais sejam, teoria da agência, teoria da administração e teoria da dependência de recursos. De acordo com esses autores, a teoria da agência pressupõe conflitos entre os interesses de acionistas e gestores, de modo que um CA com representatividade de membros externos pode reduzir tais conflitos.

Por sua vez, a teoria da administração considera que os acionistas devem confiar na administração dos recursos pelos gestores, fazendo com que a representatividade de membros externos não seja tão útil, ainda segundo Arévalo-Alegría et al. (2020). Por fim, a teoria da dependência de recursos postula que a

função primordial do CA é adquirir recursos visando melhoria do resultado financeiro e do desempenho da corporação, de forma que um CA menos independente é vantajoso para o fluxo de recursos dos diretores à corporação, consoante os autores.

Outra atribuição do CA é definir o pacote remuneratório dos gestores, o que afeta custos de agência (Ahmed et al., 2021; Nawaz, 2022; Oliveira et al., 2021). Similarmente integrando o sistema de governança corporativa, a compensação de executivos é abordada na literatura como determinante do desempenho das empresas (Do, 2023; Iglesias et al., 2022; Oliveira et al., 2021; Shukeri & Alfordy, 2022).

2.2.1 Remuneração e incentivos

A partir de um processo formal e transparente, de forma adequada e facilitadora ao alinhamento de objetivos e redução de conflitos de interesses, a assembleia geral ou a reunião de sócios tem a incumbência de nivelar as remunerações e os incentivos concedidos aos conselheiros administradores às suas qualificações, às condições de mercado, ao valor gerado para a firma e aos riscos da atividade (IBGC, 2023b).

Pay-Performance Sensitivity (PPS) ou sensibilidade pagamento-desempenho condiz à relação da compensação dos executivos com o desempenho da firma, porquanto é interessante que a sensibilidade à remuneração no desempenho seja alta, significando que o CEO é remunerado adequadamente pela sua boa colaboração no desempenho organizacional (Do, 2023; Jensen & Murphy, 1990). Trata-se de uma medida de eficácia da remuneração do CEO verificada pela ligação coexistente entre o aumento desta e o acréscimo de valor de mercado da firma (Brandão et al., 2019).

Estudo de Jensen e Murphy (1990) sobre a política remuneratória dos executivos e gestores avaliou a PPS buscando identificar quanto de aumento na remuneração dos executivos pode estar associado a um incremento no desempenho

da companhia. O resultado de tal pesquisa foi uma baixa volubilidade entre remuneração e desempenho, pois, apesar da plausível influência dos incentivos aos executivos, estes não apresentam uma grande alteração de um período para outro.

Comitês de remuneração têm sido relacionados com a PPS aos CEO, visto que evitam que estes influenciem membros do CA em benefício próprio (Iglesias et al., 2022). Tais comitês são essenciais para manutenção de políticas de compensação de diretoria condizentes com o mercado e com o valor da firma e que contribuam para a mitigação de conflitos de interesse (Iglesias et al., 2022; Oliveira et al., 2021).

Para Do (2023), Iglesias et al. (2022) e Oliveira et al. (2021), o incentivo na remuneração aumenta o desempenho e a geração de valor da firma, ao alinhar os interesses de gestores e acionistas e incentivar a performance dos executivos. Além disso, para estes autores, um melhor desempenho organizacional permite remunerar mais os executivos, que tendem a se comprometer com incentivos baseados no desempenho da firma, aumentando o incentivo de remuneração por desempenho.

Por outro lado, Benkraiem et al. (2017) e Shukeri e Alfordy (2022) identificaram que o incentivo na remuneração reduz o desempenho de empresas com alto conflito de agência, de interesses e com baixa segregação entre propriedade e gestão, necessitando de um CA mais efetivo que atue no controle da remuneração do CEO.

Pesquisa de Iglesias et al. (2022) relatou que quando há dualidade de CEO a PPS aumenta mediante práticas de governança corporativa efetivas no alinhamento de interesses de gestores e acionistas e no incentivo à performance dos executivos, enquanto estudo de Brandão et al. (2019) identificou pouco impacto na remuneração da diretoria quando o CEO e presidente do CA é eleito pelos acionistas minoritários.

Pesquisa de Silva e Chien (2013) em empresas brasileiras de capital aberto não encontrou relação entre remuneração dos executivos e valor da empresa

mensurado pelo Q de Tobin, sugerindo que firmas que remuneram mais seus executivos não apresentam valor de mercado maior. Brandão et al. (2019) relatam estudos que não identificaram relação entre remuneração da diretoria e desempenho.

Brandão et al. (2019) destacam estudos da PPS no que concerne à composição do CA: executivos e conselheiros independentes, externos e não indicados pelo acionista controlador estão associados a menor PPS e a maior poder dos executivos. Conselheiros independentes sem relação com acionistas ou gestores podem mitigar conflitos não apenas entre acionistas e gestores, mas também entre acionistas controladores e minoritários, conforme tais autores. Isto indica que maior proporção destes membros e a presença de um comitê de remuneração independente estão associadas a maior PPS e a menor poder dos executivos, ainda consoante os autores.

Estudo de Do (2023) indicou que um CA com diversidade étnica contribui para maior PPS dos executivos, sendo maior o impacto quando o CEO é de etnia distinta da preponderante no CA ou se a firma padece de altos custos de agência. Pesquisa de Ahmed et al. (2021) identificou que um CA com representatividade de gênero evita pagamento exagerado ou diminuto ao CEO, sugerindo atenção quanto às consequências de desvio salarial, quiçá atingindo a compensação desejada.

Estudo de Kalogeraki e Georgakakis (2021) identificou que tanto o gênero quanto a ideologia política do CEO impactam, de forma isolada e conjunta, as diferenças remuneratórias entre homens e mulheres em cargos de alta gestão. Por sua vez, estudo de Shukeri e Alfordy (2022) avaliou a presença, ainda que baixa, de mulheres diretoras do CA em empresas com concentração de controle familiar e identificou aumento na remuneração quanto maior a diversidade, com redução no desempenho da firma. Segundo os autores, esse resultado era esperado por haver alto conflito de agência, de interesses e baixa segregação entre propriedade e gestão.

Enquanto pesquisa de Iglesias et al. (2022) identificou que maior proporção de membros independentes no CA diminui a PPS, estudo de Benkraiem et al. (2017) indicou que esta participação, bem como a representatividade de mulheres no CA, aumentam a remuneração do CEO. Já ao avaliar a interseção de independentes e mulheres, Benkraiem et al. (2017) identificaram redução na remuneração do CEO, sugerindo que tal grupo contribui para um CA mais efetivo no controle remuneratório.

De acordo com Karim (2021), quando o CA é controlado por homens, as mulheres encontram óbices para influenciar os resultados da empresa, posto que sua presença diminuta parece impactar negativamente as atividades de responsabilidade social corporativa quando do aumento da remuneração. Contudo, segundo tal autora, a real justificativa deste efeito são os problemas de agência presentes com a participação simbólica de mulheres no CA e o incremento da remuneração do CEO.

O fato de pesquisas não considerarem as características geralmente associadas às mulheres e se tais peculiaridades afetam suas respostas aos incentivos possivelmente explica não haver consenso acerca da ação de políticas de remuneração sobre o desempenho organizacional. Comportamentos relacionados às mulheres, como aversão ao risco, empatia, busca por acordos mútuos e comunicação, sugerem elevar os níveis éticos e a qualidade de monitoramento do CA, reduzindo os custos de agência e de dívida, aumentando o desempenho financeiro e a sustentabilidade (Ongsakul et al., 2021; Silva & Martins, 2017).

2.2.2 Diversidade de gênero e a resposta aos incentivos

Consoante Vaz et al. (2023), as organizações não possuem estruturas e processos neutros, mas baseados em vivências de homens. Desta maneira, segundo as autoras, a meritocracia não orienta progressos profissionais imparciais, contudo

favorece, em sua maioria, profissionais homens e comportamentos correlatos. A meritocracia pressupõe paridade de conjunturas inexistente na sociedade, sendo desleal não ponderar que homens e mulheres partem de pontos distintos e percorrem situações divergentes, pessoal ou profissionalmente (Hryniewicz & Vianna, 2018).

Desta feita, segundo Vaz et al. (2023), mulheres necessitam empenhar-se mais no aprimoramento de suas capacidades para conquistar bons resultados e nivelar com cargos e gratificações de homens. Encarregando-se de diversas atribuições enquanto trilham espaços bem estabelecidos no âmbito institucional, por vezes precisam performar referências masculinas para lograrem compensações semelhantes, de acordo com as autoras. Mulheres que anseiam por cargos de liderança esbarram com remunerações aquém de seus pares homens e são menos promovidas, embora, em geral, não percebam que são preteridas (Hryniewicz & Vianna, 2018).

Vale ressaltar que, segundo Williams (1992) e Stichman et al. (2010), a falta de reconhecimento profissional que as mulheres enfrentam tem sido atribuída à noção de inferioridade estrutural na sociedade, e não apenas com a minoria quantitativa no local observado. Segundo as autoras, homens em profissões dominadas por mulheres não esbarram no “teto de vidro” (*glass ceiling*), entretanto ascendem rapidamente nas profissões, como se em uma “escada rolante de vidro” (*glass escalator*).

O fenômeno do teto de vidro, que atravanca a ascensão profissional hierárquica das mulheres, é relacionado a fatores discriminatórios, culturais e sociais que desvalorizam seus trabalhos (Fitzsimmons, 2012; Silva & Martins, 2017). Estudos recentes (Beltramini et al., 2022; Vaz et al., 2023) relacionam o fenômeno do teto de vidro não apenas com o topo da hierarquia, mas às adversidades com as quais as mulheres se defrontam ao longo de suas carreiras, assemelhando sua progressão profissional a um labirinto, enquanto a evolução dos homens tende a ser retilínea.

Tal barreira invisível e resistente, conforme Beltramini et al. (2022) e Vaz et al. (2023), surge no espaço doméstico, passando pelos âmbitos educacional e cultural, outrossim repetindo-se na esfera profissional, através de convenções díspares entre meninos e meninas, homens e mulheres. Segundo tais autoras, meninas e mulheres encontram impasses para treinar, conhecer e revelar aptidões desde cedo, diferente de meninos e homens, o que retroalimenta o teto de vidro e afeta tanto o ingresso delas no mercado de trabalho quanto a ascensão a níveis hierárquicos altos.

Ademais, com a falta de oportunidades equânimes, as mulheres logram expressiva performance no que tiveram acesso e se preocupam sobremaneira com as decorrências de suas práticas (Beltramini et al., 2022; Vaz et al., 2023). Postura contributiva, empenho e diligência já são esperados das mulheres, que costumam estar mais atentas às repercussões e julgamentos de suas práticas, arriscando menos e inclinando-se a subestimar seus conhecimentos (Hryniewicz & Vianna, 2018).

Enquanto os homens estão associados a força, assertividade, decisão, confiança, agressividade e autonomia, como líderes ambiciosos e autoconfiantes, as mulheres estão relacionadas a perfis empáticos, bondosos, compreensivos, gentis e otimistas, como líderes determinadas, dedicadas e comunicativas (Hryniewicz & Vianna, 2018). A teoria do papel social diz que as experiências de homens e mulheres divergem em virtude de diferentes expectativas sociais, o que implica em valores, bases cognitivas, ações, decisões e resultados distintos (Bobe & Kober, 2018).

Tendo em vista as teorias do alto escalão e do papel social, decisões estratégicas são motivadas por percepções, valores e bases cognitivas, resultando em impacto no desempenho da entidade (Perlin et al., 2021), de modo que maior diversidade no CA melhora as práticas de gestão (Nawaz, 2022). No geral, as mulheres preocupam-se mais com os interesses dos *stakeholders*, por características

associadas a elas, como altruísmo, sociabilidade e empatia, ao passo que os homens tendem ao egoísmo e à competitividade (Pessoa et al., 2022). A presença de mulheres no CA, mesmo minoritária, sugere atuações positivas e aumento no desempenho de mercado, menos forte em empresas familiares (Costa et al., 2019).

Por lidarem mais adequadamente com questões complexas, mulheres no CA podem formular melhores estratégias para resolução de problemas, com liderança participativa e incentivo à colaboração (Ongsakul et al., 2021; Pessoa et al., 2022). Aprimorando monitoramento e consultoria, há redução de custos de agência, aumento do desempenho financeiro e da divulgação ao público (Ongsakul et al., 2021).

Todavia, nem sempre é possível apontar relação entre presença de mulheres no CA e desempenho das firmas, especialmente quando o aumento da diversidade é um simbolismo incapaz de favorecer a cooperação e a confiança entre os conselheiros e, por conseguinte, o desempenho (Do, 2023). Também quando há alto nível de concentração de propriedade ou a cultura corporativa é dominada por contrapesos masculinos, pode haver problemas de endogeneidade entre a proporção de mulheres e o desempenho (Pessoa et al., 2022; Shukeri & Alfordy, 2022).

Embora não seja possível afirmar que apenas a presença de mulheres no CA seja capaz de influenciar o desempenho da instituição, há evidências de menor gerenciamento de resultados por parte das firmas que contam com mulheres no CA e de que elas contribuem com inovação, transparência e modernidade, impactando positivamente a reputação da companhia (Krüger et al., 2021). Maior diversidade do CA favorece uma política remuneratória sustentável que incentiva CEO competentes a conduzirem trabalhos de qualidade e a serem dedicados à instituição, impulsionando o planejamento e o compromisso do CA (Nawaz, 2022).

Estudos de Arévalo-Alegría et al. (2020) não evidenciaram relação entre proporção de mulheres no CA e desempenho de mercado no Brasil, no Chile e no México, ao passo que identificaram redução na performance de empresas brasileiras com dualidade do CEO. Não obstante, se a dualidade é feminina, a influência no desempenho da firma é positiva, mediante valores éticos, responsabilidade social, atuação competente, menor custo de informação e sem proveito do acúmulo de poder (Rocca et al., 2023). Entretanto, sendo a dualidade masculina, a participação de mulheres nas decisões estratégicas do CA tende a ser contida (Torchia et al., 2011).

Corroborando este entendimento, Simões et al. (2022) identificaram que o gênero de quem preside o CA influencia a associação entre representatividade feminina no corpo do CA e desempenho da instituição, de modo que mulheres na direção do CA impactam positivamente o desempenho. De acordo com Pessoa et al. (2022), mulheres na presidência do CA influenciam práticas de sustentabilidade, governança corporativa e reputação, em virtude de superiores comprometimentos e divergentes convicções. Por outro lado, pesquisa de Krüger et al. (2021) não identificou relação entre a presença de mulheres no corpo e na direção do CA e o desempenho da empresa, ressaltando que a representatividade é baixa.

Segundo Basdekis et al. (2023), agendas que pensam o aumento da presença de mulheres em cargos de alta gestão contribuem, no trabalho e na comunidade, para paridade de gêneros, diminuição da hostilidade com mulheres líderes e aumento da responsabilidade social. Assim, um CA com mais diversidade como de gênero, nacionalidade, etnia, idade, e outros, poderá ser mais inovador, por ter como base outras referências e experiências sociais (Joecks et al., 2013; Silva & Martins, 2017).

Assim, seja considerando membros independentes ou associados, mulheres ou homens, negros, pardos ou brancos, estudos sobre a composição do CA não

vislumbram, necessariamente, justiça social, de acordo com Fitzsimmons (2012). A motivação para diversificar o CA tem impacto direto no resultado e, consoante tal autora, o alvo dos estudos são os benefícios que aprendizados e conceitos distintos podem trazer às instituições, como melhor desempenho e governança corporativa.

Além disso, é necessário foco da presidência do CA nos benefícios de um CA diverso, pois este tende a apresentar mais conflito de agência em virtude da heterogeneidade, sendo sua condução mais complexa e trabalhosa (Fitzsimmons, 2012). Estudo de Simões et al. (2022) identificou que uma mulher na presidência do CA e baixa presença de mulheres no corpo do CA reduz o desempenho da empresa, em virtude da ciência do pertencimento a uma minoria. Em contrapartida, também com uma mulher na presidência do CA, mas ultrapassada a noção de minoria mediante alta presença de mulheres no corpo do CA, os benefícios da diversidade aparecem, impulsionando o desempenho da empresa, de acordo com esses autores.

A partir dos tópicos sobre desempenho de mercado das firmas, remuneração e incentivos, diversidade de gênero no corpo e na direção do CA, espera-se que um incentivo na remuneração da presidência do CA tenha maior impacto no desempenho de mercado da empresa se este cargo for ocupado por uma mulher do que por um homem. Assim, apresenta-se a primeira hipótese testada nesta pesquisa.

H1: A remuneração da presidência do CA impacta mais o desempenho de mercado da empresa quando há uma mulher na presidência do CA.

2.2.3 Do *tokenismo* à massa crítica

A compensação não é o único fator a impactar a performance profissional das mulheres líderes, mas também as condições do trabalho, geralmente hostis e excludentes a elas, de modo que fatores como segurança, estabilidade e

pertencimento tendem a melhorar com o aumento da presença de mulheres no ambiente laboral (Basdekis et al., 2023; Silva & Martins, 2017; Stichman et al., 2010; Torchia et al., 2011). De maneira complementar, selecionar mulheres para o CA não pelas suas competências e capacidades, mas em atendimento às orientações de órgãos reguladores, não colabora para que elas, de fato, consigam performar resultados considerados relevantes no desempenho da organização (Karim, 2021).

De acordo com Fitzsimmons (2012), é necessário aliar representatividade de mulheres a outras estratégias de negócios que impulsionem a diversidade como primazia estratégica para incrementar o desempenho de empresas. Usualmente, segundo a autora, as empresas diversificam o CA por três motivos, a saber: (i) representação dos *stakeholders* e acesso a mercados; (ii) equidade na seleção e ingresso aos cargos; e (iii) aprendizado e integração de outras perspectivas e visões ao negócio. Ainda conforme esta autora, somente as instituições que se dispõem a diversificar pela terceira razão de fato colhem resultados positivos com a diversidade.

Corroborando tal entendimento, Silva e Martins (2017) ressaltam que apenas aumentar a proporção de mulheres no CA não garante novos resultados se não houver alteração da estrutura organizacional. Segundo estes autores, pelo fenômeno do *tokenismo*, representando a inclusão da minoria de mulheres em espaços de poder dominados por homens, não é possível que estas influenciem as decisões, sendo necessárias mudanças estruturais, a partir de governos, instituições e sociedade.

Kanter (1977) relacionou *tokenismo* às poucas mulheres inseridas em ambiente laboral controlado por homens, onde os *tokens* simbolizam representatividade da classe sem, entretanto, influenciar decisões e resultados. Uma vez que há mais homens nos altos cargos das organizações, eles são o padrão, e as mulheres, o inabitual, estando sob constante juízo e preconceção, com intensas pressões sobre

suas performances, atitudes e individualidades (Hoang & Wu, 2023; Hryniewicz & Vianna, 2018; Kanter, 1977; Torchia et al., 2011).

Um *token* enfrenta, ao menos, três reveses, quais sejam: (i) visibilidade, uma vez que o *token* e seu rendimento são examinados a cada momento; (ii) polarização, pois o grupo majoritário passa a se sentir lesado e, por isso, isola o *token* das redes informais; e (iii) assimilação, através da qual o *token* é reduzido a estereótipos pelo grupo predominante (Hoang & Wu, 2023; Stichman et al., 2010; Torchia et al., 2011).

De acordo com Kanter (1977), se as mulheres *tokens* ultrapassassem 15% no ambiente profissional, haveria redução do *tokenismo* e, conseqüentemente, dos obstáculos relacionados. Contudo, estudo de Stichman et al. (2010) identificou que mesmo acima desta proporção as mulheres percebiam divergências quanto a seus pares homens, indicando presença do *tokenismo* por outros quesitos além de número.

De maneira semelhante, pesquisa de Lefley e Janeček (2023) sugere que ampliar a participação das mulheres em posições estratégicas a partir de 30% pode tornar essa classe mais firme e sem constrangimentos ao se posicionar a partir de seu lugar e bagagem distintos. Entretanto, segundo estes autores, caso esse grupo de mulheres apresente conflito ou não seja independente, continuará havendo óbices ligadas ao *tokenismo*.

Torchia et al. (2011) testaram a massa crítica no impacto da inovação empresarial, ratificando que ampliar de uma para três mulheres no CA as converte de *tokens* a uma minoria encorpada, podendo impactar positivamente a inovação. Estudo de Joecks et al. (2013) identificou que o desempenho de um CA com proporção de mulheres acima de 30% é superior, em média, ao de um CA integralmente masculino, e que a relação entre pluralidade no CA e desempenho se dá em formato de U.

De acordo com pesquisa de Gharbi e Othmani (2022), em média, quando menos de 34,173% de mulheres constituem o CA, estas não são capazes de influenciar deliberações estratégicas e, conseqüentemente, o desempenho de mercado da instituição. Por outro lado, se mais de 34,173% do CA é composto por mulheres, há aumento da influência delas nas decisões estratégicas da firma e, por conseguinte, melhora no desempenho de mercado, consoante tal pesquisa.

Tais resultados (Gharbi & Othmani, 2022; Joecks et al., 2013; Torchia et al., 2011) vão ao encontro da teoria da massa crítica, segundo a qual são necessárias, pelo menos, 3 mulheres em um CA de tamanho médio (dez membros) ou 30% do CA, para esquivar-se do *tokenismo* e extrair benefícios da representação das mulheres.

Pinheiro et al. (2023) discorrem que a massa crítica representa a dimensão que uma certa categoria deve alcançar para influenciar o todo e seu objetivo, do contrário a minoria não consegue impactar positivamente decisões e resultados, havendo conflitos de agência, porquanto o simbolismo de igualdade ou de diversidade através de uma proporção diminuta pode ter consequências negativas. Segundo estes autores, tal teoria pode ser aplicada em países emergentes, caso da vigente pesquisa.

Uma vez que uma ou duas mulheres em ambiente como o do CA não interferem na condução e nos procedimentos de tal órgão, formar uma massa crítica a partir de aumento quantitativo e independente da minoria, em torno de 30%, pode revolver o jogo de poder entre os grupos majoritário e minoritário (Zaccone, 2023).

Desta forma, é relevante que a presença de mulheres no CA atinja a massa crítica, favorecendo a restrição dos conflitos de agência e colaborando para que suas aptidões, perícias, ideias e decisões sejam relevantes e influenciem positivamente o desempenho de mercado da instituição (Gharbi & Othmani, 2022; Joecks et al., 2013; Oliveira et al., 2021; Pinheiro et al., 2023). Assim, inserir mulheres de modo

consistente aumenta a probabilidade de sua integração e efetiva participação no CA, do contrário, é usual que suas ideias sejam desvalorizadas neste espaço de poder dominado por homens (Fitzsimmons, 2012; Joecks et al., 2013; Torchia et al., 2011).

De acordo com os conceitos apresentados a respeito do desempenho de mercado, dos incentivos às remunerações, da diversidade de gênero, do *tokenismo* e da teoria da massa crítica, espera-se que um incentivo na remuneração dos membros de um CA com minoria simbólica de mulheres impacte negativamente o desempenho de mercado destas empresas, enquanto um incentivo na remuneração dos membros de um CA com massa crítica de mulheres impacte positivamente o desempenho de mercado da firma. Desta feita, expõe-se a segunda hipótese testada nesta pesquisa.

H2: O efeito da remuneração do CA no desempenho de mercado é negativo quando há uma baixa proporção de mulheres no CA e esse efeito se torna positivo à medida que se atinge a massa crítica de mulheres no CA.

Capítulo 3

3 . METODOLOGIA DA PESQUISA

3.1 BASE DE DADOS, AMOSTRA E TRATAMENTOS

Esta pesquisa possui abordagem quantitativa e procedimento referente à natureza descritiva, com uso de dados secundários e organizados como um painel. O período analisado, de 2010 a 2022, abrange desde a completa adoção das Normas Internacionais de Contabilidade (IFRS, *International Financial Reporting Standards*) no Brasil até o último exercício disponível na data da pesquisa.

A amostra da pesquisa é composta pelas empresas não financeiras com ações na Brasil, Bolsa, Balcão (B3), cujos dados a seguir foram coletados na plataforma Comdinheiro: (i) características do CA; (ii) remuneração média do CA; (iii) dados das demonstrações financeiras das entidades, para apuração pela pesquisadora da métrica para o desempenho de mercado da firma (Q de Tobin) e demais variáveis do estudo. Em complemento, os dados de remuneração da presidência do CA foram coletados da base aberta da Profa. Dra. Tatiana Albanez (n.d.), abrangendo de 2010 a 2018, período disponível na amostra.

Todas as execuções ocorreram no software STATA/SE versão 17.0. A base inicialmente extraída continha 5.366 observações, das quais foram excluídas as empresas do setor financeiro, em virtude do desempenho delas não ser idealmente explicado pelo indicador de mercado Q de Tobin (Srivastava et al., 2022) e removidas aquelas cujos dados faltantes (*missing values*) eram indispensáveis para mensuração das variáveis, resultando em 851 observações na amostra que avalia a presidência

do CA, e 1.690 observações na que avalia o corpo do CA, como ilustrado nos Painéis A e B da Tabela 1, respectivamente.

Uma amostra reduzida foi composta a partir das 1.690 observações do corpo do CA, removendo-se as empresas com variação da proporção de mulheres no corpo do CA diferente de zero e variação da remuneração média do CA menor do que a taxa de inflação, medida pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), conforme série histórica do IBGE. Desta forma, foram excluídas as observações que apresentaram algum indício de não remunerar homens e mulheres de forma equiparada. A amostra reduzida do corpo do CA conta com 915 observações, como explicado no Painel B da Tabela 1.

TABELA 1: CONSTRUÇÃO DAS AMOSTRAS

Painel A: Construção da amostra - presidência do Conselho de Administração	
<i>Descrição</i>	<i>Nº de observações</i>
Total de Observações na Base de dados comdinheiro de 2010 a 2022	5.366
(-) Exclusão de empresas do setor financeiro	(592)
(-) Dados faltantes indispensáveis para cálculo da variável dependente	(2.183)
(-) Dados faltantes fundamentais para apuração das variáveis de interesse	(1.647)
(-) Dados faltantes necessários para mensuração das variáveis de controle	(93)
Total de observações da amostra - presidência do CA	851
Painel B: Construção da amostra - corpo do Conselho de Administração	
<i>Descrição</i>	<i>Nº de observações</i>
Total de Observações na Base de dados comdinheiro de 2010 a 2022	5.366
(-) Empresas do setor financeiro	(592)
(-) Dados faltantes indispensáveis para cálculo da variável dependente	(2.183)
(-) Dados faltantes fundamentais para apuração das variáveis de interesse	(842)
(-) Dados faltantes necessários para mensuração das variáveis de controle	(59)
Total de observações da amostra completa - corpo do CA	1.690
(-) Empresas com variação da proporção de mulheres diferente de zero e variação da remuneração média menor do que a taxa da inflação IPCA	(775)
Total de observações da amostra reduzida - corpo do CA	915

Fonte: Elaborada pela autora

3.2 VARIÁVEIS

Serão apresentadas a variável dependente, as independentes de interesse (estimadas) e as independentes de controle (conhecidas) utilizadas nos modelos de Regressão Linear Múltipla, que avalia a dependência de uma variável a mais de uma variável independente (Gujarati, 2019; Gujarati & Porter, 2011).

As variáveis foram calculadas pela própria pesquisadora após processo de winsorização no percentil 1, que foi realizado para todas as variáveis da pesquisa, exceto as *dummies*, visando atenuar potenciais *outliers*, isto é, pontos fora da curva (Aouadi e Marsat, 2016; Ashraf et al., 2023).

3.2.1 Variável dependente

Nos modelos de Regressão Linear Múltipla utilizados nesta pesquisa, a variável dependente é o desempenho de mercado da empresa i no ano t , representado pela *proxy* de desempenho de mercado QTobin (Aouadi & Marsat, 2016; Aqabna et al., 2023; Gharbi & Othmani, 2022; Gondrige et al., 2012; Nawaz, 2022).

Conforme literatura recente a respeito do desempenho de mercado das instituições com ações listadas na bolsa (Aqabna et al., 2023; Gharbi & Othmani, 2022; Nawaz, 2022), tal métrica é mensurada pela razão do valor de mercado das ações mais o passivo exigível pelo ativo total da empresa i no ano t , conforme equação (1).

$$desempenho_{it} = \frac{\text{valor de mercado das ações}_{it} + \text{passivo exigível}_{it}}{\text{ativo total}_{it}} \quad (1)$$

Como um instrumento de suporte para aprimorar o processo de decisão, um Q de Tobin < 1 aponta uma subutilização de recursos, pois o valor de mercado de ações gerado é menor do que o valor dos ativos da instituição, e futuros investimentos não

se apresentarão como atrativos; por sua vez, um Q de Tobin > 1 indica que o valor de mercado supera o valor dos ativos da empresa, tornando-se justificáveis investimentos potenciais adicionais (Aouadi & Marsat, 2016; Carvalho et al., 2017).

3.2.2 Variáveis independentes de interesse

As variáveis independentes de interesse (estimadas) empregadas para observar a direção do CA, bem como suas fórmulas, são especificadas como segue.

- $d_mulher_pres_{it}$: *Dummy* que apresenta valor 1 se a presidência do CA da empresa i no ano t for ocupada por mulher, e 0 caso contrário (Krüger et al., 2021; Oliveira et al., 2021; Simões et al., 2022).
- rem_pres_{it} : Contém o valor da remuneração da presidência do CA da empresa i no ano t (Krüger et al., 2021; Nawaz, 2022; Silva & Chien, 2013).

As variáveis independentes de interesse adotadas para avaliar o corpo do CA, seguidas de suas fórmulas, são discriminadas abaixo.

- $prop_mulheres_{it}$: Identifica a proporção de mulheres no CA da empresa i no ano t , isto é, a razão entre o número de mulheres que compõem o CA e o número total de membros do CA (Gharbi & Othmani, 2022; Nawaz, 2022; Silva & Martins, 2017).

$$prop_mulheres_{it} = \frac{\text{total de mulheres compondo o CA}_{it}}{\text{total de membros no CA}_{it}} \quad (2)$$

- $rem_média_{it}$: Indica a média do valor da remuneração dos membros do CA da empresa i no ano t , apurada pela razão entre o valor total de remuneração aos

membros do CA e o número total de membros do CA (Brandão et al., 2019; Nawaz, 2022; Silva & Chien, 2013).

$$rem_média_{it} = \frac{\text{valor da remuneração total do CA}_{it}}{\text{total de membros no CA}_{it}} \quad (3)$$

3.2.3 Variáveis independentes de controle

As variáveis independentes de controle, identificadas na literatura como tendo efeito sobre as dependentes e sobre os resultados de estudos do tema (Camilo et al., 2012; Creswell & Creswell, 2021), foram consideradas neste estudo a fim de mitigar vieses existentes na pesquisa, e têm suas fórmulas e descrições abaixo listadas.

- *tam_ca_{it}*: Indica o tamanho do CA, computado pelo logaritmo natural do número total de membros do CA da empresa *i* no ano *t*. Quanto maior o tamanho do CA menor tende a ser o desempenho organizacional, uma vez que o aumento de conflitos internos e de custos de agência reduz sua eficiência na tomada de decisões (Camilo et al., 2012; Chancharat & Kumpamool, 2022).

$$tam_ca_{it} = \log (\text{total membros CA}_{it}) \quad (4)$$

- *prop_ind_{it}*: Revela a proporção de membros independentes no CA da empresa *i* no ano *t*, através da razão entre o número de membros independentes no CA e o número total de membros do CA. Maior proporção de membros independentes no CA tende a incrementar o desempenho pelo aumento do foco nos interesses dos acionistas (Brandão et al., 2019; Gharbi & Othmani, 2022).

$$prop_ind_{it} = \frac{\text{total de membros independentes no CA}_{it}}{\text{total de membros no CA}_{it}} \quad (5)$$

- $prop_ext_{it}$: Revela a proporção de membros externos no CA da empresa i no ano t , conforme a razão entre o número de membros externos no CA e o número total de membros do CA. Maior proporção de membros externos no CA tende a aumentar o desempenho das empresas ao otimizar o monitoramento e a reputação (Fama & Jensen, 1983; Hermalin & Weisbach, 1991).

$$prop_ext_{it} = \frac{\text{total de membros externos no CA}_{it}}{\text{total de membros no CA}_{it}} \quad (6)$$

- $tam_empresa_{it}$: Apresenta o tamanho da empresa, apurado pelo logaritmo natural do ativo total da empresa i no ano t . Quanto maior o tamanho da companhia, menor tende a ser seu desempenho de mercado, pois embora apresentem maiores retornos que indicam força financeira, maior credibilidade e melhor governança corporativa, suas atividades podem ser mais complexas e arriscadas, com maior pressão do mercado (Aouadi & Marsat, 2016; Sampaio et al., 2020; Silva & Martins, 2017).

$$tam_empresa_{it} = \log (\text{ativo total}_{it}) \quad (7)$$

- $alav_{it}$: Identifica a alavancagem da empresa, mensurada pela razão entre o passivo exigível e o ativo total da empresa i no ano t . Quanto maior a alavancagem financeira da empresa, menor tende a ser seu desempenho, pois um endividamento alto pressupõe aumento de custos e redução da confiança dos investidores (Aouadi & Marsat, 2016; Sampaio et al., 2020; Silva & Martins, 2017).

$$alav_{it} = \frac{\text{passivo exigível}_{it}}{\text{ativo total}_{it}} \quad (8)$$

- var_vendas_{it} : Aponta a variação percentual da receita líquida de vendas de um período em relação ao imediatamente anterior da empresa i no ano t , calculada pela razão entre a receita líquida de vendas do ano t menos a receita líquida de vendas do ano $t-1$, sobre a receita líquida de vendas do ano $t-1$. Quanto maior variação de vendas da companhia, maior tende a ser seu desempenho, em virtude de aumento na receita de vendas estar relacionado a melhor performance (Aouadi & Marsat, 2016; Basdekis et al., 2023; Pant et al., 2023).

$$var_vendas_{it} = \frac{receita\ líquida\ de\ vendas_{it} - receita\ líquida\ de\ vendas_{it-1}}{receita\ líquida\ de\ vendas_{it-1}} \quad (9)$$

- cgl_{it} : Assinala o capital de giro líquido da empresa, aferido pela razão entre o capital circulante (ativo circulante menos passivo circulante) menos caixa e equivalente de caixa sobre o ativo total da empresa i no ano t . Tendo em vista que um maior capital de giro líquido tende a melhorar o desempenho da empresa, por demonstrar liquidez e capacidade de quitar dívidas, mas também a aumentar os custos de financiamento e de oportunidade, ressalta-se que uma gestão eficiente do capital de giro melhora a rentabilidade e o desempenho (Chancharat & Kumpamool, 2022; Hatane et al., 2022; Pant et al., 2023).

$$cgl_{it} = \frac{(ativo\ circulante_{it} - passivo\ circulante_{it}) - caixa\ e\ equivalentes_{it}}{ativo\ total_{it}} \quad (10)$$

- d_pand_t : *Dummy* que apresenta valor 1 se ano t foi de pandemia covid-19 (2020 a 2022), e 0 caso contrário (demais anos). Conjunturas exógenas e suas consequências, como a pandemia de COVID-19, podem reduzir o valor das ações em virtude do cenário de crise, reduzindo o valor de mercado das empresas (Aharon & Siev, 2021; Pant et al., 2023; Zheng, 2022).

O figura 1 apresenta as variáveis usadas no estudo, seu tipo, descrição e/ou fórmula e as referências na literatura.

Variável	Tipo	Descrição e/ou fórmula	Autores
Desempenho de mercado <i>desempenho_{it}</i>	Dependente	Métrica de valor de mercado QTobin, mensurada pela razão do valor de mercado das ações mais o passivo exigível pelo ativo total da empresa <i>i</i> no ano <i>t</i> .	Aqabna et al. (2023); Gharbi e Othmani (2022); Nawaz (2022).
Mulheres na presidência do CA <i>d_mulher_pres_{it}</i>	Independente	<i>Dummy</i> ou binária: valor 1 se presidência do CA da empresa <i>i</i> no ano <i>t</i> for ocupada por mulher, e 0 caso contrário.	Krüger et al. (2021); Oliveira et al. (2021); Simões et al. (2022).
Remuneração da presidência do CA <i>rem_pres_{it}</i>	Independente	Valor da remuneração da presidência do CA da empresa <i>i</i> no ano <i>t</i> .	Krüger et al. (2021); Nawaz (2022); Silva e Chien (2013).
Proporção de mulheres no CA <i>prop_mulheres_{it}</i>	Independente	Razão entre a quantidade de mulheres compondo o CA e o total de membros do CA da empresa <i>i</i> no ano <i>t</i> .	Gharbi e Othmani (2022); Nawaz (2022); Silva e Martins (2017).
Remuneração média dos membros do CA <i>rem_média_{it}</i>	Independente	Remuneração média dos membros do CA da empresa <i>i</i> no ano <i>t</i> .	Brandão et al. (2019); Nawaz (2022); Silva e Chien (2013).
Tamanho do CA <i>tam_ca_{it}</i>	Controle	Logaritmo natural do número total de membros do CA da empresa <i>i</i> no ano <i>t</i> .	Camilo et al. (2012); Chancharat e Kumpamool (2022).
Proporção de membros independentes no CA <i>prop_ind_{it}</i>	Controle	Razão entre a quantidade de membros independentes do CA e o total de membros do CA da empresa <i>i</i> no ano <i>t</i> .	Brandão et al. (2019); Gharbi e Othmani (2022).
Proporção de membros externos no CA <i>prop_ext_{it}</i>	Controle	Razão entre a quantidade de membros externos do CA e o total de membros do CA da empresa <i>i</i> no ano <i>t</i> .	Fama e Jensen (1983); Hermalin e Weisbach (1991).
Tamanho da empresa <i>tam_empresa_{it}</i>	Controle	Logaritmo natural do ativo total da empresa <i>i</i> no ano <i>t</i> .	Aouadi e Marsat (2016); Sampaio et al. (2020); Silva e Martins (2017).
Alavancagem <i>alav_{it}</i>	Controle	Razão entre passivo exigível e o ativo total da empresa <i>i</i> no ano <i>t</i> .	Aouadi e Marsat (2016); Sampaio et al. (2020); Silva e Martins (2017).
Variação de vendas <i>var_vendas_{it}</i>	Controle	Razão entre a receita líquida de vendas do ano <i>t</i> menos a receita líquida de vendas do ano <i>t-1</i> , sobre a receita líquida de vendas do ano <i>t-1</i> da empresa <i>i</i> .	Aouadi e Marsat (2016); Basdekis et al. (2023); Pant et al. (2023).

Capital de giro líquido cgl_{it}	Controle	Razão entre capital de giro líquido e o ativo total da empresa i no ano t .	Chancharat e Kumpamool (2022); Hatane et al. (2022); Pant et al. (2023).
Ano de pandemia d_pand_t	Controle	<i>Dummy</i> ou binária: valor 1 se ano t foi de pandemia covid-19 (2020 a 2022), e 0 caso contrário (demais anos).	Aharon e Siev (2021); Pant et al. (2023); Zheng (2022).

Figura 1: Variáveis da pesquisa

Fonte: Elaborado pela autora

3.3 TESTES DE HIPÓTESES E MODELOS ECONOMETRÍCOS

3.3.1 Testes de comparação de médias

Com o propósito de verificar o quanto uma mulher na presidência do CA e a remuneração da presidência do CA podem afetar o desempenho de mercado das empresas, foram feitos testes de comparação de médias com a amostra dividida entre empresas acima e abaixo da mediana quanto às remunerações da presidência do CA.

Com a finalidade de investigar com que intensidade a proporção de mulheres compondo o CA e a remuneração média de membros do CA podem influenciar o desempenho de mercado das firmas, foram executados testes de comparação de médias com a amostra dividida entre firmas acima e abaixo da mediana quanto às remunerações médias dos membros do CA. Ambos os testes de médias foram precedidos de testes de comparação de variâncias.

Estima-se que as médias de desempenho de mercado sejam superiores nas empresas que remuneram melhor a presidência do CA quando este é presidido por uma mulher, corroborando a H1, a qual sinaliza que a remuneração da presidência do CA impacta mais o desempenho de mercado da empresa quando há uma mulher na presidência do CA.

Além disso, estima-se que as médias de desempenho de mercado sejam superiores nas instituições que remuneram melhor os membros do CA quando este é composto por alta proporção de mulheres, do que quando é composto por baixa proporção de mulheres, respaldando a H2, que assinala que o efeito da remuneração do CA no desempenho de mercado é negativo quando há uma baixa proporção de mulheres no CA e que esse efeito se torna positivo à medida que se atinge a massa crítica de mulheres compondo o CA.

3.3.2 Modelos de regressão linear múltipla

Para o que se desejou estudar na presente pesquisa, estimou-se, primeiramente, que o desempenho de mercado das empresas (variável dependente) é afetado pela ocupação da presidência do CA por uma mulher (variável independente) e pela remuneração da presidência do CA (variável independente). Em seguida, estimou-se que o desempenho de mercado das empresas (variável dependente) é impactado pela proporção de mulheres compondo o CA (variável independente) e pela remuneração média de membros do CA (variável independente).

Os modelos de Regressão Linear Múltipla foram executados utilizando-se o Estimador Robusto de White para corrigir problemas de heterocedasticidade previamente à rodada do método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) controlados por efeito fixo de ano e setor (Gujarati, 2019; Gujarati & Porter, 2011).

3.3.2.1 Modelo 1: presidência do CA

Visando a avaliar o quanto contar com uma mulher na presidência do CA e a remuneração da presidência do CA afetam o desempenho de mercado das empresas, executou-se o primeiro modelo de Regressão Linear Múltipla através da equação (11).

$$\begin{aligned}
desempenho_{it} = & \beta_0 + \beta_1 d_mulher_pres_{it} + \beta_2 rem_pres_{it} + \\
& \beta_3 d_mulher_pres_{it} * rem_pres_{it} + \sum_k \beta_k controle_{kit} + \varepsilon_{it}
\end{aligned} \tag{11}$$

O coeficiente β_1 mede o efeito, no desempenho de mercado organizacional, de ter uma mulher na presidência do CA. Por sua vez, o β_2 mensura o efeito da remuneração da presidência do CA no desempenho de mercado da firma. Por fim, o β_3 afere o efeito conjunto de uma mulher na presidência do CA e da remuneração da presidência do CA, avaliando se o desempenho é afetado de forma distinta a depender do gênero de quem preside o CA, verificando a validade da H1 desta pesquisa.

Sendo assim, espera-se que o β_3 seja estatisticamente positivo, estando em conformidade com a H1, ao afirmar que a remuneração da presidência do CA impacta mais o desempenho de mercado das empresas quando há uma mulher na presidência do CA.

3.3.2.2 Modelo 2: corpo do CA

Aspirando a avaliar como a proporção de mulheres no corpo do CA e a remuneração média do CA afetam o desempenho de mercado das firmas, executou-se o segundo modelo de Regressão Linear Múltipla através da equação (12).

$$\begin{aligned}
desempenho_{it} = & \beta_0 + \beta_1 prop_mulheres_{it} + \beta_2 rem_média_{it} + \\
& \beta_3 prop_mulheres_{it}^2 + \beta_4 prop_mulheres_{it} * rem_média_{it} + \\
& \beta_5 prop_mulheres_{it}^2 * rem_média_{it} + \sum_k \beta_k controle_{kit} + \varepsilon_{it}
\end{aligned} \tag{12}$$

O β_1 mensura o efeito, no desempenho de mercado da organização, da proporção de mulheres no corpo do CA. Por sua parte, o β_2 mede o efeito da

remuneração média dos membros do CA no desempenho de mercado da firma. Já o β_3 verifica o impacto, no desempenho de mercado da instituição, da variável quadrática proporção de mulheres no corpo do CA, isto é, a proporção de mulheres considerando o grau de concavidade ou convexidade do seu efeito (Arévalo-Alegría et al., 2020).

Por seu turno, o β_4 afere o efeito conjunto da proporção de mulheres no corpo do CA e da remuneração média dos membros do CA, analisando se o desempenho de mercado é afetado de forma diversa a depender da proporção de mulheres no corpo do CA. Por fim, o β_5 afere o efeito conjunto da variável quadrática proporção de mulheres no corpo do CA e da remuneração média dos membros do CA, verificando se o desempenho de mercado é afetado de forma distinta a depender da proporção de mulheres no corpo do CA considerando o grau de concavidade ou convexidade do seu efeito (Arévalo-Alegría et al., 2020), averiguando a validade da hipótese H2 desta pesquisa.

Por conseguinte, espera-se que o β_5 seja estatisticamente positivo, estando em conformidade com a hipótese H2, ao afirmar que o efeito da remuneração do CA no desempenho de mercado é negativo quando há uma baixa proporção de mulheres no CA e que esse efeito se torna positivo à medida que é atingida a massa crítica de mulheres na composição do CA. Tal resultado fica mais intuitivo ao avaliar o efeito marginal da remuneração no desempenho, conforme a equação (13).

$$\frac{\partial \text{desempenho}_{it}}{\partial \text{rem_média}_{it}} = \beta_2 \text{rem_média}_{it} + \beta_4 \text{prop_mulheres}_{it} + 2\beta_5 \text{prop_mulheres}_{it}^2 \quad (13)$$

Em outros termos, o modelo permite que o efeito da remuneração no desempenho dependa da proporção de mulheres no CA de forma não linear,

possibilitando avaliar se, a depender da proporção de mulheres no CA, o efeito de se remunerar mais é positivo ou negativo e se há mudanças de efeitos. Assim, o coeficiente $\beta_5 > 0$ seria capaz de garantir um efeito marginal relacionado de forma quadrática com a proporção de mulheres, ao indicar que, no cenário de baixa proporção de mulheres no CA, uma maior remuneração reduzirá o desempenho de mercado, contudo que esse efeito pode passar a ser positivo se houver uma certa proporção de mulheres no conselho. Desta forma, espera-se que o efeito marginal dependa de forma quadrática, com concavidade para cima, da proporção de mulheres no CA.

3.3.3 Testes de robustez

Visando a tornar os resultados mais robustos, foram retiradas da amostra completa do corpo do CA as firmas com variação da proporção de mulheres diferente de zero cuja variação da remuneração média foi menor do que a taxa de inflação, ou seja, as empresas que apresentaram aumento na quantidade de mulheres no CA e redução da remuneração média, descontada a inflação. Desta feita, o terceiro modelo de Regressão Linear Múltipla avalia a amostra do corpo do CA reduzida às empresas que apresentam indício de remunerar conselheiros homens igual a conselheiras mulheres, por intermédio da equação (14).

$$\begin{aligned} desempenho_{it} = & \beta_0 + \beta_1 prop_mulheres_{it} + \beta_2 rem_média_{it} + \\ & \beta_3 prop_mulheres_{it} * rem_média_{it} + \sum_k \beta_k controle_{kit} + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (14)$$

O coeficiente β_1 mensura o efeito, no desempenho de mercado da firma, da proporção de mulheres no corpo do CA. Por sua vez, o β_2 mede o efeito da remuneração média dos membros do CA no desempenho de mercado da entidade.

Por fim, o β_3 afere o efeito conjunto da proporção de mulheres no corpo do CA e da remuneração média dos membros do CA, analisando se o desempenho de mercado é afetado de forma diversa a depender da proporção de mulheres no corpo do CA. Assim sendo, espera-se que o β_3 seja estatisticamente positivo, sinalizando que um incentivo na remuneração média do CA impacta mais o desempenho de mercado quanto maior a proporção de mulheres no corpo do CA.

Mais um teste de robustez foi realizado para avaliar se há heterocedasticidade nos dados, em lugar de considerar que o erro tem distribuição normal, como no modelo linear padrão (Gujarati, 2019). Ao rodar o Modelo de Regressão Quantílica (MRQ) dividindo a amostra em vários segmentos (quantis), ensejou-se afastar tais falhas e *outliers* de resíduos, usuais nos modelos de MQO (Silva & Martins, 2017).

Posto isto, ao avaliar se a variação entre os quantis reflete a relação encontrada entre as variáveis dependente e independentes nos demais modelos (Ashraf et al., 2023), busca-se propiciar maior credibilidade para os resultados do estudo com base nas proporções distintas de mulheres no CA (5%, 10%, 20%, 25% e 30%), conforme massa crítica mencionada na literatura (Fitzsimmons, 2012; Gharbi & Othmani, 2022; Joecks et al., 2013; Torchia et al., 2011).

À vista disso, espera-se que o β_3 comece negativo e se torne positivo à medida que aumenta a proporção de mulheres no CA, fundamentando a H2, que indica que o efeito da remuneração do CA no desempenho é negativo quando há uma baixa proporção de mulheres no CA e que se torna positivo à medida que é atingida a massa crítica de mulheres no CA.

Capítulo 4

4 . ANÁLISE DE DADOS E RESULTADOS

A vigente pesquisa buscou verificar se a remuneração do Conselho de Administração impacta o desempenho de mercado das empresas a depender da proporção de mulheres no CA e se tal efeito se altera quando a quantidade de mulheres a bordo atinge a massa crítica, investigando, primeiramente, a ocupação da presidência do CA por uma mulher e a remuneração da presidência do CA e seus efeitos no desempenho de mercado das empresas.

Os dados de estatística descritiva são exibidos na Tabela 2.

Ao analisar o coeficiente de variação (CV), a média e a mediana da variável desempenho (Q de Tobin) nos três Painéis, identifica-se que as amostras são não homogêneas e assimetricamente distribuídas, indicando uma pequena parcela de instituições com Q de Tobin bem maior do que as demais, o que eleva as médias em relação às medianas. Apesar da semelhança entre as amostras, pode-se dizer que a amostra do Painel C é a mais heterogênea e apresenta a maior mediana, de 1,239, contra 1,207 no Painel B e 1,141 no Painel A. Ressalta-se que um Q de Tobin < 1 aponta valor de mercado de ações menor do que o valor dos ativos da instituição, enquanto um Q de Tobin > 1 indica que o valor de mercado supera o valor dos ativos da empresa (Aouadi & Marsat, 2016; Carvalho et al., 2017).

TABELA 2: ESTATÍSTICA DESCRITIVA DAS VARIÁVEIS

Painel A: Estatística descritiva - Amostra - presidência do Conselho de Administração								
<i>Variável</i>	<i>Obs.</i>	<i>Média</i>	<i>CV</i>	<i>Mín</i>	<i>Q1</i>	<i>Mediana</i>	<i>Q3</i>	<i>Máx</i>
<i>desempenho</i>	851	1,469	0,668	0,563	0,921	1,141	1,672	9,685
<i>d_mulher_pres</i>	851	0,0643	3,818	0	0	0	0	1
<i>rem_pres</i>	851	704515	1,755	1000	120000	237254	720000	7912000
<i>tam_ca</i>	851	1,938	0,177	1,099	1,792	1,946	2,197	2,639
<i>prop_ind</i>	851	0,229	1,109	0	0,102	0,188	0,312	0,804
<i>prop_ext</i>	851	0,756	0,396	0	0,388	0,773	1	1
<i>tam_empresa</i>	851	15,487	0,119	9,669	14,271	15,33	16,436	19,168
<i>alav</i>	851	0,64	0,712	0,0726	0,464	0,575	0,721	6,206
<i>var_vendas</i>	851	0,12	3,44	-0,864	-0,0282	0,0818	0,169	3,497
<i>cgl</i>	851	0,124	2,432	-3,144	0,0309	0,138	0,275	0,871
Painel B: Estatística descritiva - Amostra - corpo do Conselho de Administração								
<i>Variável</i>	<i>Obs.</i>	<i>Média</i>	<i>CV</i>	<i>Mín</i>	<i>Q1</i>	<i>Mediana</i>	<i>Q3</i>	<i>Máx</i>
<i>desempenho</i>	1690	1,532	0,703	0,563	0,974	1,207	1,67	10,5
<i>prop_mulheres</i>	1690	0,098	1,219	0	0	0,0625	0,167	0,75
<i>rem_média</i>	1690	445755	1,283	0	110176	260795	552450	4087228
<i>tam_ca</i>	1690	1,941	0,173	0,693	1,792	1,946	2,197	2,639
<i>prop_ind</i>	1690	0,246	0,996	0	0,118	0,255	0,402	0,845
<i>prop_ext</i>	1690	0,709	0,442	0	0,357	0,723	1	1
<i>tam_empresa</i>	1690	15,449	0,129	9,607	14,279	15,339	16,697	19,168
<i>alav</i>	1690	0,661	0,889	0,0861	0,466	0,598	0,736	10,09
<i>var_vendas</i>	1690	0,172	2,595	-0,864	-0,0068	0,105	0,247	3,497
<i>cgl</i>	1690	0,119	2,793	-3,928	0,0306	0,123	0,259	0,893
<i>d_pand</i>	1690	0,217	2,426	0	0	0	0	1
Painel C: Estatística descritiva - Amostra - corpo do Conselho de Administração (reduzida)								
<i>Variável</i>	<i>Obs.</i>	<i>Média</i>	<i>CV</i>	<i>Mín</i>	<i>Q1</i>	<i>Mediana</i>	<i>Q3</i>	<i>Máx</i>
<i>desempenho</i>	915	1,529	0,755	0,579	1,067	1,239	1,699	10,5
<i>prop_mulheres</i>	915	0,118	1,196	0	0	0,0697	0,168	0,75
<i>rem_média</i>	915	455783	1,297	0	111125	261886	557467	4087228
<i>tam_ca</i>	915	1,996	0,184	0,693	1,792	1,949	2,199	2,639
<i>prop_ind</i>	915	0,251	1,067	0	0,127	0,269	0,407	0,845
<i>prop_ext</i>	915	0,715	0,392	0	0,362	0,725	1	1
<i>tam_empresa</i>	915	16,783	1,178	10,389	15,118	17,998	18,229	20,281
<i>alav</i>	915	0,665	0,889	0,0869	0,4674	0,602	0,801	10,09
<i>var_vendas</i>	915	0,174	2,821	-0,8962	-0,0065	0,109	0,249	3,497
<i>cgl</i>	915	0,116	2,799	-3,865	0,0371	0,139	0,257	0,893
<i>d_pand</i>	915	0,226	2,391	0	0	0	0	1

Fonte: Elaborada pela autora.

Nota: O Painel A é referente às variáveis da amostra de 851 observações para o Modelo 1, que avalia a presidência do CA, delineada no Painel A da Tabela 1. O Painel B é concernente às variáveis da amostra de 1.690 observações para o Modelo 2, que avalia o corpo do CA, enquanto o Painel C é relativo às variáveis de 915 observações para o Modelo 3, que avalia o corpo do CA para amostra reduzida às empresas que remuneram de maneira equiparada homens e mulheres, ambas indicadas no Painel B da Tabela 1. *desempenho* é a variável dependente que representa a métrica de valor de mercado QTobin da empresa, *d_mulher_pres* é a variável independente de interesse *dummy* que divide as empresas entre as que contam com mulher na presidência do CA e as que não, *rem_pres* é a variável independente de interesse que apresenta o valor da remuneração da presidência do CA, *prop_mulheres* é a variável independente de interesse que representa a proporção de mulheres que compõe o CA, *rem_média* é a variável independente de interesse que apresenta o valor da remuneração média do CA, *tam_ca* é a variável de controle que apresenta o tamanho do CA, *prop_ext* é a variável de controle que indica a proporção de membros independentes no CA, *prop_ext* é a variável de controle que mostra a proporção de membros externos no CA, *tam_empresa* é a variável de controle que representa o tamanho da empresa, *alav* é a variável de controle que identifica a alavancagem da empresa, *var_vendas* é a variável de controle que aponta a variação percentual da receita líquida de vendas da empresa de um período para o outro, *cgl* é a variável de controle que assinala o capital de giro líquido da empresa, *d_pand* é a variável independente de interesse *dummy* que separa os anos entre os que foram anos de pandemia covid-19 (2020 a 2022) e os demais anos. CV é o coeficiente de variação.

A média de 6,43% da variável que registra a presença de mulher na presidência do CA (*d_mulher_pres*), no Painel A da Tabela 2, indica o percentual padrão de CA da amostra cuja presidência é conduzida por uma mulher, uma proporção baixa e 1,43 ponto percentual maior do que a apontada no estudo de Krüger et al. (2021). A mediana 0 indica que a observação posicionada no centro da amostra ordenada possui um homem na presidência do CA. Tais resultados estão em conformidade com a literatura recente quanto à baixa participação de mulheres na presidência do CA (Krüger et al., 2021; Oliveira et al., 2021; Simões et al., 2022).

A média da variável proporção de mulheres no CA (*prop_mulheres*) indica a proporção padrão de mulheres que compõem o CA, sendo 9,8% no Painel B da Tabela 2 e 11,8% no Painel C, representatividades baixas e, respectivamente, 5,2 e 3,2 pontos percentuais menores do que a apontada no estudo de Krüger et al. (2021). Pode-se considerar esta variável não homogênea e de distribuição assimétrica para ambos os Painéis, e analisar sua mediana, que indica que a observação posicionada no centro de cada amostra ordenada é de um CA composto por 6,25% e 6,97% de mulheres, respectivamente. A mediana inferior à média sugere que empresas com

mais mulheres no CA elevam significativamente a média nos dois Painéis. Estes resultados estão em linha com a literatura recente quanto à baixa participação de mulheres no CA (Karim, 2021; Krüger et al., 2021; Shukeri & Alfordy, 2022).

Ainda a respeito desta variável, respectivamente nos Painéis B e C da Tabela 2, vale destacar que 50% das observações vão de 0% a 6,25% e de 0% a 6,97% de participação de mulheres no CA, sendo metade dessas observações sem mulheres, e outros 25% do total de observações com 16,7% a 75% e 16,8% a 75% de mulheres no CA, insinuando pouca quantidade de CA com representatividade feminina maior do que 50%, além de demonstrar que a proporção máxima de mulheres no CA em ambas as amostras é de 75%.

A variável remuneração da presidência (*rem_pres*), no Painel A da Tabela 2, apresenta coeficiente de variação de 175,5%, com 25% das observações apresentando remuneração da presidência entre 1000 e 120000 e 25% das observações entre 720000 e 7912000, que elevam significativamente a média, sugerindo que a amostra seja não homogênea e assimetricamente distribuída. É possível que tal resultado seja explicado pelos diferentes setores, reputações, alavancagem, variação percentual de vendas e capital de giro líquido das empresas.

Os resultados para a variável remuneração média (*rem_média*), respectivamente nos Painéis B e C da Tabela 2, sugerem amostras não homogêneas e assimetricamente distribuídas, com 25% das remunerações médias menores do que 110176 e do que 111125, e 25% de 557467 a 4087228 e de 552450 a 4087228, elevando significativamente as médias das amostras em relação às medianas. É possível que tais resultados sejam explicados pelas divergências entre setores, reputações, alavancagem, variação percentual de vendas e capital de giro líquido das empresas, bem como pela diferença no tamanho das empresas no caso do Painel C.

Os resultados das variáveis proporção de membros independentes (*prop_ind*) e proporção de membros externos (*prop_ext*), nos três Painéis da Tabela 2, sugerem amostras não homogêneas e de distribuições assimétricas, sendo a de independentes mais heterogênea e menor do que a de externos em todos os quartis. Respectivamente nos Painéis A, B e C, a proporção máxima de independentes é 80,4%, 84,5% e 84,5%, e 50% das observações de proporção de externos vão de 77,3% a 100%, 72,3% a 100% e de 72,5% a 100%, sendo a metade destas com 100%.

De acordo com a literatura, tal representatividade de independentes tende a aumentar o desempenho de mercado da empresa, uma vez que contribui para aprimoramento da governança corporativa e mitigação de conflitos não apenas entre sócios e gestores, mas também entre acionistas controladores e minoritários (Brandão et al., 2019; Fitzsimmons, 2012). Uma maior proporção de membros externos no CA tende a aumentar o desempenho das empresas ao otimizar o monitoramento e a reputação (Benkraiem et al., 2017; Hermalin & Weisbach, 1991), entretanto, um CA composto por 100% de membros independentes tende a ser privado de informações e respaldos de executivos internos, restando acesso ao compartilhado pelo CEO, o que pode reduzir a reputação e o desempenho de mercado (Post et al., 2021).

A amostra dos três Painéis da Tabela 2 é não homogênea e assimetricamente distribuída também nas variáveis alavancagem (*alav*), variação percentual de vendas (*var_vendas*) e capital de giro líquido (*cgl*), onde uma pequena parcela de empresas possui alavancagem e variação percentual de vendas maior do que as demais e capital de giro líquido menor do que as demais, afastando as médias das medianas.

A Tabela 3 apresenta os resultados dos testes de hipóteses de diferença de desempenho médio.

TABELA 3: TESTES DE COMPARAÇÃO DE MÉDIAS

Painel A: Testes de comparação de médias - Amostra - presidência do CA			
<i>Amostra</i>	<i>desempenho médio para empresas com rem_pres acima da mediana</i>	<i>desempenho médio para empresas com rem_pres abaixo da mediana</i>	<i>média (acima) - média (abaixo)</i>
<i>Completa</i>	1,509	1,406	0,103*
<i>Homens na presidência</i>	1,472	1,455	0,017
<i>Mulheres na presidência</i>	1,574	1,395	0,179**
Painel B: Testes de comparação de médias - Amostra - corpo do CA			
<i>Amostra</i>	<i>desempenho médio para empresas com rem_média acima da mediana</i>	<i>desempenho médio para empresas com rem_média abaixo da mediana</i>	<i>média (acima) - média (abaixo)</i>
<i>Completa</i>	1,596	1,472	0,124**
<i>prop_mulheres < mediana</i>	1,587	1,494	0,093*
<i>prop_mulheres > mediana</i>	1,602	1,462	0,140***

Fonte: Elaborada pela autora.

Nota: O Painel A mostra a comparação entre empresas a depender da remuneração da presidência para a amostra completa, com homens na presidência e com mulheres na presidência. O Painel B discrimina o comparativo entre empresas a depender da remuneração média para a amostra completa, com baixa proporção de mulheres e com alta proporção de mulheres. desempenho é a variável dependente que representa a métrica de valor de mercado QTobin da empresa, rem_pres é a variável independente de interesse que apresenta o valor da remuneração da presidência do CA, prop_mulheres é a variável independente de interesse que representa a proporção de mulheres que compõe o CA, rem_média é a variável independente de interesse que apresenta o valor da remuneração média do CA. As diferenças assinaladas com um asterisco (*) são estatisticamente significativas a 10% de significância, as diferenças sinalizadas com dois asteriscos (**) são estatisticamente significativas a 5% de significância, já as diferenças indicadas com três asteriscos (***) são estatisticamente significativas a 1% de significância.

Os resultados constantes no Painel A da Tabela 3 indicam que não há diferença estatisticamente significativa entre os desempenhos de mercado (Q de Tobin) das empresas que remuneram a presidência acima ou abaixo da mediana, para a amostra com homens na presidência do CA. Por sua vez, para a amostra com mulheres na presidência do CA, os resultados sugerem que as instituições que remuneram a presidência do CA acima da mediana apresentam desempenho de mercado (Q de

Tobin) estatisticamente superior, com 5% de significância, ao das organizações com remuneração da presidência do CA abaixo da mediana.

Estes resultados sugerem que uma remuneração satisfatória à presidência do CA está mais associada a maior desempenho de mercado quando o CA é presidido por uma mulher do que quando tal dado é indiferente, e não se identificou associação quando há um homem na direção. Tal achado está em conformidade com a hipótese H1 da pesquisa que afirma que a remuneração da presidência do CA impacta mais o desempenho de mercado da empresa quando há uma mulher na presidência do CA.

A literatura relata que mulheres na presidência do CA influenciam mais positivamente as práticas de sustentabilidade, a governança corporativa e a reputação das firmas em virtude de divergentes comprometimentos e convicções (Pessoa et al., 2022). Por enfrentarem, desde o espaço doméstico e educacional, impasses e falta de oportunidades em seu percurso profissional, elas logram expressiva performance ao serem bem remuneradas nos cargos geralmente dominados por homens (Beltramini et al., 2022; Hryniewicz & Vianna, 2018; Vaz et al., 2023).

O primeiro resultado constante no Painel B da Tabela 3 mostra que, para a amostra completa, as firmas com remuneração média do CA acima da mediana apresentam desempenho de mercado (Q de Tobin) estatisticamente superior, com 5% de significância, ao das entidades com remuneração média do CA abaixo da mediana. Assim, tal resultado sugere que as empresas que remuneram melhor seu CA apresentam desempenho de mercado superior às demais.

Isto está em conformidade com os estudos que identificaram que a manutenção de políticas de compensação de diretoria visa a mitigação de conflitos de interesses, uma vez que incentivos na remuneração de executivos são capazes de influenciá-los na gestão dos recursos da empresa, aumentando o desempenho e a geração de valor

quando as práticas de governança corporativa são efetivas (Do, 2023; Iglesias et al., 2022; Jensen & Murphy, 1990; Oliveira et al., 2021).

Os demais resultados constantes no Painel B da Tabela 3 indicam que as firmas com remuneração média do CA acima da mediana apresentam desempenho de mercado (Q de Tobin) estatisticamente superior ao das empresas com remuneração média do CA abaixo da mediana, com 10% de significância para a amostra com proporção de mulheres no CA menor do que a mediana e com 1% de significância para a amostra com proporção de mulheres no CA maior do que a mediana.

Tais resultados sugerem que as empresas cujo CA é composto por uma proporção alta de mulheres e remuneram satisfatoriamente os membros do conselho apresentam maior desempenho de mercado do que aquelas cujo CA é composto por baixa ou indiferente proporção de mulheres. Isto está em conformidade com os estudos que identificam que boas políticas de compensação são capazes de incentivar os diretores a contribuir com maior geração de valor e desempenho de mercado, quando as práticas de governança corporativa são efetivas (Do, 2023; Iglesias et al., 2022; Jensen & Murphy, 1990; Oliveira et al., 2021).

Os resultados também estão alinhados com os estudos que relacionam as mulheres a mais empenho por performance relevante ao serem bem remuneradas nos cargos geralmente dominados por homens (Beltramini et al., 2022; Hryniewicz & Vianna, 2018; Vaz et al., 2023). Adicionalmente, têm aderência com os achados de que a presença de mulheres no CA sugere atuações positivas e superiores níveis éticos no CA pela formulação de melhores estratégias para resolução de problemas complexos, atuando com liderança participativa e incentivo à colaboração e à sustentabilidade (Khan, 2022; Ongsakul et al., 2021; Pessoa et al., 2022).

A Tabela 4 especifica a matriz de correlação das variáveis do estudo.

TABELA 4: MATRIZ DE CORRELAÇÃO DAS VARIÁVEIS

Painel A: matriz de correlação - Amostra - presidência do Conselho de Administração									
Variável	desempenho	rem_pres	tam_ca	prop_ind	prop_ext	tam_empresa	alav	var_vendas	cgl
desempenho	1								
rem_pres	-0,0105	1							
tam_ca	-0,0475	0,0115	1						
prop_ind	0,0912	0,2871**	0,3868***	1					
prop_ext	0,2815*	0,0027	0,4992**	0,2289*	1				
tam_empresa	-0,3372***	0,1709***	0,4513***	0,2076*	0,1182*	1			
alav	0,2557***	-0,0445	-0,1538***	-0,1182	0,4871**	-0,2743***	1		
var_vendas	-0,0053	0,0041	0,0134	0,0671	-0,0031	0,0209	-0,056	1	
cgl	-0,0675*	0,1008***	0,0599	0,2891	-0,1718	0,1254***	-0,6373***	0,0039	1

Painel B: matriz de correlação - Amostra - corpo do Conselho de Administração										
Variável	desempenho	prop_mulheres	rem_média	tam_ca	prop_ind	prop_ext	tam_empresa	alav	var_vendas	cgl
desempenho	1									
prop_mulheres	0,0984***	1								
rem_média	0,0133	0,0746***	1							
tam_ca	-0,0599**	0,0533**	0,0846***	1						
prop_ind	0,0117*	-0,1862*	0,3279**	0,4328**	1					
prop_ext	0,2716**	0,0452	0,4092***	0,2291***	0,2289*	1				
tam_empresa	-0,2434***	-0,0207	0,3350***	0,4975***	0,4860*	0,2910*	1			
alav	0,4056***	0,0777***	-0,0307	-0,1797***	-0,1817	0,0281	-0,1573***	1		
var_vendas	0,0640***	0,0616**	0,0218	-0,0167	-0,2617	-0,2774	-0,0011	0,0211	1	
cgl	-0,2564***	-0,1208***	0,0689***	0,0536**	0,0027	-0,1890	0,0771***	-0,7786***	-0,0438*	1

CONTINUAÇÃO TABELA 4: MATRIZ DE CORRELAÇÃO DAS VARIÁVEIS

Painel C: matriz de correlação - Amostra - corpo do Conselho de Administração (reduzida)										
<i>Variável</i>	<i>desempenho</i>	<i>prop_mulheres</i>	<i>rem_média</i>	<i>tam_ca</i>	<i>prop_ind</i>	<i>prop_ext</i>	<i>tam_empresa</i>	<i>alav</i>	<i>var_vendas</i>	<i>cgl</i>
<i>desempenho</i>	1									
<i>prop_mulheres</i>	0,1178**	1								
<i>rem_média</i>	0,0281	0,0277**	1							
<i>tam_ca</i>	-0,1816***	0,0489**	0,0086***	1						
<i>prop_ind</i>	0,0137*	-0,1775*	0,1196**	0,4489*	1					
<i>prop_ext</i>	0,2829**	0,1180*	0,3826***	0,2315***	0,2871*	1				
<i>tam_empresa</i>	-0,2381*	-0,1118**	0,3460***	0,904***	0,4611	0,2389*	1			
<i>alav</i>	0,4112*	0,0661*	-0,0941*	-0,1246**	-0,1973	0,0347	-0,1667***	1		
<i>var_vendas</i>	0,0715*	0,0668**	0,0237*	-0,0117*	-0,2211*	-0,2118**	-0,0021	0,0350*	1	
<i>cgl</i>	0,0768	-0,1276***	0,0671*	0,0554*	0,0039**	-0,1679*	0,0747	-0,0229**	-0,0552*	1

Fonte: Elaborada pela autora.

Nota: O Painel A traz as correlações do Modelo 1, que avalia a presidência do CA. O Painel B mostra as correlações do Modelo 2, que investiga o corpo do CA. O Painel C discrimina as correlações do Modelo 3, que examina o corpo do CA reduzido às empresas que remuneram de maneira equiparada homens e mulheres. *desempenho* é a variável dependente que representa a métrica de valor de mercado QTobin da empresa, *d_mulher_pres* é a variável independente de interesse *dummy* que divide as empresas entre as que contam com mulher na presidência do CA e as que não, *rem_pres* é a variável independente de interesse que apresenta o valor da remuneração da presidência do CA, *prop_mulheres* é a variável independente de interesse que representa a proporção de mulheres que compõe o CA, *rem_média* é a variável independente de interesse que apresenta o valor da remuneração média do CA, *tam_ca* é a variável de controle que apresenta o tamanho do CA, *prop_ind* é a variável de controle que indica a proporção de membros independentes no CA, *prop_ext* é a variável de controle que mostra a proporção de membros externos no CA, *tam_empresa* é a variável de controle que representa o tamanho da empresa, *alav* é a variável de controle que identifica a alavancagem da empresa, *var_vendas* é a variável de controle que aponta a variação percentual da receita líquida de vendas da empresa de um período para o outro, *cgl* é a variável de controle que assinala o capital de giro líquido da empresa. As correlações assinaladas com um asterisco (*) são estatisticamente significativas a 10% de significância, as correlações sinalizadas com dois asteriscos (**) são estatisticamente significativas a 5% de significância, já as correlações indicadas com três asteriscos (***) são estatisticamente significativas a 1% de significância.

De acordo com o Painei A da Tabela 4, a variável independente remuneração da presidência do CA (rem_pres) não é estatisticamente correlacionada com a variável dependente desempenho de mercado (Q de Tobin), não sendo possível afirmar que maior remuneração da presidência do CA afeta o desempenho de mercado das empresas.

Conforme os Painéis B e C da Tabela 4, considerando as variáveis independentes da amostra, a proporção de mulheres no CA (prop_mulheres) é estatisticamente correlacionada positivamente com o desempenho de mercado (Q de Tobin) a 1% de significância na amostra completa e a 5% de significância na amostra reduzida. Já a remuneração média do CA (rem_média) não apresenta correlação estatisticamente relevante com o desempenho de mercado nas amostras. Isto significa que um aumento na proporção de mulheres no CA tende a incrementar o desempenho de mercado das empresas, mas não é possível dizer que um acréscimo na remuneração média do CA aumenta o desempenho de mercado das firmas.

Todas as variáveis independentes de controle influenciam positivamente o desempenho de mercado em ambas as amostras, exceto o capital de giro líquido (cgl) na amostra reduzida, não se podendo afirmar que ele afeta o desempenho de mercado das empresas. Os resultados vão de encontro aos estudos que dizem que quanto maior a alavancagem financeira da empresa, menor tende a ser seu desempenho de mercado, pois um endividamento alto pressupõe aumento de custos e redução da confiança dos investidores (Aouadi & Marsat, 2016; Krüger et al., 2021; Sampaio et al., 2020; Silva & Martins, 2017).

Também estão em linha com os resultados de que quanto maior variação de vendas e maior o capital de giro líquido da companhia, maior tende a ser seu desempenho de mercado, em virtude de aumento na receita de vendas ser

relacionado a melhor performance (Aouadi & Marsat, 2016; Basdekis et al., 2023; Pant et al., 2023) e por demonstrar liquidez e capacidade de quitar dívidas (Chancharat & Kumpamool, 2022; Hatane et al., 2022; Pant et al., 2023).

Os resultados ratificam as pesquisas que dizem que quanto maior o tamanho da companhia, menor tende a ser seu desempenho de mercado, pois suas atividades são mais complexas e arriscadas, com maior pressão do mercado (Aouadi & Marsat, 2016; Sampaio et al., 2020; Silva & Martins, 2017) e que citam que um CA de tamanho maior tende a reduzir o desempenho de mercado, uma vez que o aumento de conflitos internos reduz sua eficiência na tomada de decisões e aumenta os custos de agência (Aqabna et al., 2023; Camilo et al., 2012; Silva & Martins, 2017).

Os resultados corroboram a literatura que cita que maior proporção de membros independentes e de membros externos no CA tendem a incrementar o desempenho de mercado pelo aumento do foco nos interesses dos acionistas e redução dos custos de agência (Brandão et al., 2019; Gharbi & Othmani, 2022) e pela otimização do monitoramento e da reputação da empresa (Fama & Jensen, 1983; Hermalin & Weisbach, 1991), respectivamente.

A Tabela 5 exhibe os resultados das estimativas dos modelos apresentados nas equações (11), (12) e (14) do Capítulo 3.

Destaca-se que as variáveis independentes do estudo apresentam correlações significativas entre si, podendo haver problemas de multicolinearidade. Esta possibilidade foi afastada ao avaliar o fator inflacionário da variância (VIF) que se apresentou menor do que 5 para os modelos estimados (Pant et al., 2023), conforme Painel A da Tabela 5.

TABELA 5: ANÁLISE DE REGRESSÃO

PAINEL A: ESTIMAÇÃO DOS MODELOS 1, 2 E 3 (REGRESSÃO LINEAR)			
Modelo -->	1	2 (amostra completa)	3 (amostra reduzida)
Variáveis	desempenho	desempenho	desempenho
<i>d_mulher_pres</i>	0,02814*		
<i>rem_pres</i>	0,00331*		
<i>d_mulher_pres*rem_pres</i>	0,00574**		
<i>prop_mulheres</i>		0,00484	0,00581
<i>prop_mulheres²</i>		0,00517*	0,00522**
<i>rem_média</i>		0,00161*	0,00156*
<i>prop_mulheres*rem_média</i>		-0,00669	0,00281
<i>prop_mulheres²*rem_média</i>		0,01962**	0,02235**
<i>log(tam_ca)</i>	0,00023*	0,00196**	0,00207**
<i>prop_ind</i>	0,00163**	0,00159**	0,00094**
<i>prop_ext</i>	0,00215	0,00210	0,00175
<i>tam_empresa</i>	0,01775	0,01661*	0,01677
<i>alav</i>	0,21355*	0,22091*	0,23394*
<i>var_vendas</i>	-0,00192	-0,00006	-0,00018
<i>cgl</i>	-0,03257	-0,04647	-0,04281
<i>d_pand</i>	-0,11793***	-0,12291**	-0,14473**
<i>constante</i>	0,47615*	0,55905	0,37169
<i>N° de observações</i>	851	1690	915
<i>R² ajustado</i>	0,4872	0,5341	0,5539
<i>VIF médio</i>	2,886	3,117	2,997
<i>Variáveis com VIF > 5</i>	não	não	não
<i>Controle de ano e setor</i>	sim	sim	sim
<i>Valor p - teste F</i>	0,00	0,00	0,00

CONTINUAÇÃO TABELA 5: ANÁLISE DE REGRESSÃO

PAINEL B: ESTIMAÇÃO DO MODELO 3 POR PERCENTUAL DE MULHERES NO CA (REGRESSÃO QUANTÍLICA)						
<i>prop_mulheres</i>	< 5%	5% - 10%	10% - 15%	15% - 20%	20% - 25%	25% - 30%
<i>Amostra completa</i>						
<i>Variável</i>	<i>desempenho</i>	<i>desempenho</i>	<i>desempenho</i>	<i>desempenho</i>	<i>desempenho</i>	<i>desempenho</i>
<i>prop_mulheres</i>	0,00072	0,00077	0,00121*	0,00186*	0,00251*	0,00271**
<i>rem_média</i>	0,00087	0,00063	0,00119*	0,00271*	0,00054*	0,00029**
<i>prop_mulheres*rem_média</i>	0,00008	0,00014	0,00013	0,00042**	0,00046**	0,00048***
<i>Amostra reduzida</i>						
<i>Variável</i>	<i>desempenho</i>	<i>desempenho</i>	<i>desempenho</i>	<i>desempenho</i>	<i>desempenho</i>	<i>desempenho</i>
<i>prop_mulheres</i>	0,00078	0,00075	0,00145*	0,00197**	0,00249*	0,00277*
<i>rem_média</i>	0,00053	0,00067	0,00117*	0,00277	0,00055	0,00223**
<i>prop_mulheres*rem_média</i>	0,00012	0,00021	0,00022*	0,00046**	0,00052***	0,00055***

Fonte: Elaborada pela autora.

Nota: O Paine A exibe os resultados das estimativas dos Modelos 1, 2 e 3. O Paine B apresenta a estimação do Modelo 3 por percentual de mulheres no CA. *desempenho* é a variável dependente que representa a métrica de valor de mercado QTobin da empresa, *d_mulher_pres* é a variável independente de interesse *dummy* que divide as empresas entre as que contam com mulher na presidência do CA e as que não, *rem_pres* é a variável independente de interesse que apresenta o valor da remuneração da presidência do CA, *d_mulher_pres*rem_pres* é a interação entre as variáveis *d_mulher_pres* e *rem_pres*, *prop_mulheres* é a variável independente de interesse que representa a proporção de mulheres que compõe o CA, *prop_mulheres*² é a variável quadrática que representa a proporção de mulheres que compõe o CA ao quadrado, *rem_média* é a variável independente de interesse que apresenta o valor da remuneração média do CA, *prop_mulheres*rem_média* é a interação entre as variáveis *prop_mulheres* e *rem_média*, *prop_mulheres*²*rem_média* é a interação entre a variável quadrática *prop_mulheres*² e a variável *rem_média*, *tam_ca* é a variável de controle que apresenta o tamanho do CA, *prop_ind* é a variável de controle que indica a proporção de membros independentes no CA, *prop_ext* é a variável de controle que mostra a proporção de membros externos no CA, *tam_empresa* é a variável de controle que representa o tamanho da empresa, *alav* é a variável de controle que identifica a alavancagem da empresa, *var_vendas* é a variável de controle que aponta a variação percentual da receita líquida de vendas da empresa de um período para o outro, *cgl* é a variável de controle que assinala o capital de giro líquido da empresa, *d_pand* é a variável independente de interesse *dummy* que separa os anos entre os que foram anos de pandemia covid-19 (2020 a 2022) e os demais anos. Coeficientes marcados com um asterisco (*) são estatisticamente significativos com 10% de significância, coeficientes marcados com dois asteriscos (**) são estatisticamente significativos com 5% de significância e coeficientes marcados com três asteriscos (***) são estatisticamente significativos com 1% de significância.

Segundo a estimação do Modelo 1, evidenciada no Painel A da Tabela 5, a variável que registra a presença de mulher na presidência do CA (d_mulher_pres) e a variável remuneração da presidência (rem_pres) apresentam, isoladamente, coeficientes estatisticamente significativos positivos com 10% de significância. Isto sugere que, em média, firmas cuja presidência do CA é ocupada por uma mulher possuem melhor desempenho de mercado do que empresas com homem no mesmo cargo, e que, em média, a remuneração da presidência do CA tem impacto positivo no desempenho de mercado das instituições.

Tal resultado está em linha com a literatura que relata que mulheres na presidência do CA influenciam mais positivamente as práticas de sustentabilidade, a governança corporativa e a reputação das firmas, em virtude de seu superior comprometimento (Pessoa et al., 2022). Também está em conformidade com estudos que identificam a importância da manutenção de políticas de compensação de diretoria na mitigação de conflitos de interesses, uma vez que tais incentivos influenciam a gestão de recursos da empresa, aumentando o desempenho de mercado e a geração de valor quando as práticas de governança corporativa são efetivas (Do, 2023; Iglesias et al., 2022; Jensen & Murphy, 1990; Oliveira et al., 2021).

Ainda no Modelo 1, ao avaliar o efeito conjunto entre uma mulher na presidência do CA e a remuneração da presidência do CA, interação representada pela variável $d_mulher_pres*rem_pres$, o coeficiente estatisticamente significativo positivo com 5% de significância sugere que, em média, quando há uma mulher na presidência do CA, o efeito da remuneração da presidência no desempenho de mercado é maior do que quando há um homem no mesmo cargo. Tal resultado corrobora a H1 que afirma que a remuneração da presidência do CA impacta mais o desempenho de mercado da empresa quando uma mulher ocupa a presidência do CA.

De fato, este resultado mescla os achados da literatura a respeito da presença de mulheres no CA, que sugerem atuações positivas, de superiores níveis éticos, melhores estratégias para resolução de problemas complexos, liderança participativa e incentivo à colaboração e a procedimentos de sustentabilidade (Costa et al., 2019; Khan, 2022; Ongsakul et al., 2021; Pessoa et al., 2022), com aqueles acerca de políticas de compensação de diretoria na mitigação de conflitos de interesses com práticas de governança corporativa efetivas e aumento no desempenho (Do, 2023; Iglesias et al., 2022; Jensen & Murphy, 1990; Oliveira et al., 2021).

Tais efeitos são majorados, possivelmente, pela experiência das mulheres em enfrentar, desde o espaço doméstico e educacional, impasses e falta de oportunidades em seu percurso profissional, o que as faz empenhar-se mais ao serem bem remuneradas nos cargos geralmente dominados por homens, conseguindo performar melhor (Beltramini et al., 2022; Hryniewicz & Vianna, 2018; Vaz et al., 2023).

De acordo com as estimações dos Modelos 2 e 3, assinaladas no Painel A da Tabela 5, as variáveis remuneração média ($rem_média$) e proporção quadrática de mulheres no CA ($prop_mulheres^2$) apresentam, individualmente, coeficientes estatisticamente significativos positivos, sugerindo que, em média, a remuneração média do CA tem impacto positivo no desempenho da instituição e que, em média, a proporção de mulheres no CA afeta de forma não linear o desempenho de mercado.

Em outras palavras, o efeito da proporção de mulheres no CA no desempenho de mercado da empresa primeiro é negativo e, depois, é positivo, em linha com estudo de Simões et al. (2022), que identificou que baixa presença de mulheres no corpo do CA impacta negativamente o desempenho da organização quando a presidência do CA é ocupada por uma mulher, uma vez que há a ciência de pertencimento a uma minoria. Em contrapartida, de acordo com estes autores, quando a presidência do CA

é conduzida por uma mulher e há presença mais alta de mulheres no corpo do CA, o desempenho da firma passa a ser impulsionado, pelos benefícios da diversidade, ultrapassada a noção de minoria.

Ainda nos Modelos 2 e 3, o efeito conjunto entre a proporção de mulheres no CA e a remuneração média do CA, interação representada pela variável $\text{prop_mulheres} \times \text{rem_média}$, não apresenta coeficiente estatisticamente significativo em relação ao desempenho, entretanto, o efeito conjunto entre a proporção quadrática de mulheres no CA e a remuneração média do CA, interação representada pela variável $\text{prop_mulheres}^2 \times \text{rem_média}$, apresenta coeficiente estatisticamente positivo. Estes resultados em conjunto sugerem que o impacto da remuneração média do CA no desempenho da firma é distinto a depender da proporção de mulheres no CA.

Assim como exposto no Capítulo 3, tal resultado indica que o efeito marginal da remuneração do CA no desempenho de mercado das empresas depende de forma não linear da proporção de mulheres no CA. O coeficiente estatisticamente positivo mostra que a relação entre proporção de mulheres no CA e o efeito da remuneração do CA no desempenho de mercado se dá como uma parábola com concavidade para cima. Assim, pode-se dizer que quando há uma baixa participação de mulheres no CA o efeito da remuneração é negativo no desempenho de mercado, no entanto, à medida que se aumenta essa proporção e se atinge a massa crítica, o efeito se torna positivo.

Tais achados sugerem que o CA responde de forma negativa ao incentivo na remuneração quando há baixa participação de mulheres, o que pode ser justificado pelo fato da compensação não ser o único fator a impactar a performance profissional das mulheres, mas também as condições do trabalho, geralmente hostis e excludentes às líderes, pois fatores como segurança, estabilidade e pertencimento

somente tendem a melhorar com mais mulheres no ambiente laboral (Basdekis et al., 2023; Silva & Martins, 2017; Stichman et al., 2010; Torchia et al., 2011).

Estes resultados estão em conformidade com as teorias do *tokenismo* e da massa crítica, segundo as quais as mulheres não são ouvidas, não influenciam decisões estratégicas e não performam resultados relevantes no desempenho da organização quando sua presença é um simbolismo, o que tende a ocorrer quando não compõem uma minoria consistente em torno de 30% (Fitzsimmons, 2012; Gharbi & Othmani, 2022; Karim, 2021; Oliveira et al., 2021; Silva & Martins, 2017).

Conforme o Pannel B da Tabela 5, a estimação do Modelo 3 pelo percentual de mulheres no CA demonstra que o efeito conjunto entre a proporção de mulheres no CA e a remuneração média do CA, variável de interação $prop_mulheres*rem_média$, só é estatisticamente significativo a partir de 15% de representatividade, sendo positivo com aumento no coeficiente e na significância nos quantis acima. Em outros termos, apenas quando a proporção de mulheres no CA atinge 15%, o incentivo na remuneração do CA passa a afetar positivamente o desempenho de mercado das empresas, que depende de forma não linear da proporção de mulheres no CA.

Desta forma, a relação entre proporção de mulheres no CA e o efeito da remuneração do CA no desempenho de mercado se dá como uma parábola com concavidade para cima, isto é, quando há uma baixa participação de mulheres no CA o efeito da remuneração é negativo no desempenho de mercado, no entanto, à medida que se aumenta essa proporção e se atinge a massa crítica, o efeito se torna positivo.

Isto posto, a diferença que o desempenho de mercado apresenta em virtude do aumento na remuneração média do CA é identificada somente a partir do momento em que há uma alta proporção de mulheres no CA, tal qual delineado na H2, que afirma que o efeito da remuneração do CA no desempenho de mercado é negativo

quando há uma baixa proporção de mulheres no CA e que esse efeito se torna positivo à medida que se aumenta a proporção de mulheres no CA.

Nos três modelos, do Painei A da Tabela 5, as variáveis de controle tamanho do CA (*tam_ca*), proporção de membros independentes (*prop_ind*) e alavancagem (*alav*) possuem coeficiente estatisticamente significativo, ao passo que a variável que registra se o ano é de pandemia (*d_pand*) possui coeficiente estatisticamente negativo. Isso significa que, em média, quanto maior a alavancagem, o tamanho do CA e a proporção de membros independentes, maior o desempenho da instituição, e que, em média, as firmas performaram menos em anos de pandemia covid-19.

Estão em linha com a literatura os resultados de proporção de membros independentes no CA e se ano de pandemia no desempenho (Aharon & Siev, 2021; Brandão et al., 2019; Gharbi & Othmani, 2022; Pant et al., 2023; Zheng, 2022), e vão de encontro à literatura acerca de resultados de tamanho do CA e alavancagem das empresas no desempenho (Aouadi & Marsat, 2016; Camilo et al., 2012; Chancharat & Kumpamool, 2022; Krüger et al., 2021; Sampaio et al., 2020; Silva & Martins, 2017).

Com base em empresas não financeiras listadas na B3, no período de 2010 a 2022, os resultados deste estudo sugerem, primeiramente, que um incentivo na remuneração da presidência do CA impacta mais o desempenho de mercado da empresa quando há uma mulher na presidência do CA e, em segundo lugar, que quando há uma baixa participação de mulheres no CA, o efeito do incentivo da remuneração no CA é negativo no desempenho de mercado, contudo torna-se positivo conforme aumenta a proporção de mulheres no CA, atingindo a massa crítica.

Tais resultados estão fundamentados na literatura que indica que compensação satisfatória a executivos mitiga conflitos de interesses ao incentivar

gestores a performar melhor, aumentando o desempenho e a geração de valor quando as práticas de governança corporativa são efetivas (Do, 2023; Iglesias et al., 2022; Jensen & Murphy, 1990; Oliveira et al., 2021), e que as mulheres, por enfrentarem desde o espaço doméstico e educacional impasses e falta de oportunidades em seu percurso profissional, empenham-se mais ao serem bem remuneradas nos cargos geralmente dominados por homens, incrementando o desempenho (Beltramini et al., 2022; Hryniewicz & Vianna, 2018; Vaz et al., 2023).

Adicionalmente, estão em conformidade com os estudos sobre mulheres na presidência do CA que identificam influência positiva nas práticas de sustentabilidade, governança corporativa e reputação das firmas, em virtude de superiores comprometimentos (Pessoa et al., 2022), e relacionam sua presença no CA, mesmo que diminuta, a atuações positivas e de superiores níveis éticos, sendo capazes de formular melhores estratégias para resolução de problemas complexos, atuando com liderança participativa e incentivo à colaboração e a procedimentos de sustentabilidade, o que impacta positivamente o desempenho (Costa et al., 2019; Khan, 2022; Ongsakul et al., 2021; Pessoa et al., 2022).

Uma vez que a remuneração satisfatória não é o único fator a impactar a performance profissional das mulheres, mas também as condições do trabalho, geralmente hostis e excludentes às mulheres líderes, fatores como segurança, estabilidade e pertencimento (Basdekis et al., 2023; Silva & Martins, 2017; Stichman et al., 2010; Torchia et al., 2011) são importantes para que as contribuições das mulheres sejam ouvidas, possam influenciar decisões estratégicas e, de fato, tenham relevância no desempenho da firma (Fitzsimmons, 2012; Gharbi & Othmani, 2022; Karim, 2021; Oliveira et al., 2021; Silva & Martins, 2017). Isto pode ocorrer, segundo

as teorias do *tokenismo* e da massa crítica, se sua presença não for um simbolismo reduzido a um estereótipo, ou seja, se atingir uma proporção consistente.

Em síntese, os resultados da pesquisa revelam que uma baixa proporção de mulheres no CA e um incentivo na remuneração do CA tem efeito negativo no desempenho de mercado da empresa, entretanto, com aumento dessa proporção, em torno de 30%, tal efeito torna-se positivo. Isto vai ao encontro das teorias do *tokenismo* e da massa crítica, sendo crucial que a presença de mulheres no CA seja superior a 30% para que a minoria simbólica se transforme em massa crítica capaz de pertencer ao ambiente e ter suas experiências, aptidões e decisões influenciando o desempenho de mercado organizacional.

Capítulo 5

5 . CONCLUSÃO

A vigente pesquisa objetivou identificar em que medida incentivos na remuneração aos membros do Conselho de Administração (CA) influenciam o desempenho de mercado de empresas não financeiras com ações na B3 a depender da proporção de mulheres a bordo, adicionalmente verificando se tal influência é alterada quando a proporção de mulheres atinge a massa crítica (em torno de 30%).

Os resultados da pesquisa mostraram que quando a proporção de mulheres no CA é baixa, o impacto de um incentivo na remuneração no desempenho de mercado da empresa é negativo, contudo, que à medida que aumenta tal representatividade o impacto passa a ser positivo. Desta forma, o estudo revelou que o efeito da remuneração dos membros do CA no desempenho de mercado apenas é positivo quando atingida a massa crítica de mulheres no CA (cerca de 30% do órgão).

Tais resultados podem ser explicados pelo *tokenismo*, que ocorre quando a minoria de mulheres é inserida em grupo dominante de homens, como o CA, apenas para atender às expectativas da empresa, do mercado, da sociedade ou de órgãos reguladores, sem a efetiva mudança estrutural que permita o entendimento da maioria a respeito da importância e das contribuições que as mulheres podem ter nos objetivos da instituição. Cabe destacar que o *tokenismo* se retroalimenta, pois a minoria simbólica não tem, efetivamente, suas ideias levadas em consideração, não influenciando de forma relevante as decisões estratégicas da firma, não sendo associada a melhorias no desempenho, o que justifica a exclusão do grupo diminuto.

Tais resultados também podem ser fundamentados na teoria da massa crítica, que prediz uma representatividade ideal a partir da qual o grupo minoritário de

mulheres passa a estar integrado, de fato, no CA, não sendo hostilizado apenas por serem mulheres em um espaço de poder dominado por homens e que a eles pertenceria. Quando a minoria simbólica se transforma em massa crítica, passa a se sentir e ser considerada pertencente a este ambiente, o que pode permitir que suas perspectivas, decisões e discursos passem, enfim, a ser considerados. Somente a partir desta representatividade, cerca de 30%, as mulheres afetam positivamente o desempenho de mercado das empresas, através de sua efetiva contribuição no CA.

Além disso, uma possível explicação para a melhor resposta das mulheres aos incentivos compensatórios é sua experiência com o teto de vidro, não apenas uma barreira para atingir o topo, mas algo que conduziu seu desenvolvimento desde crianças por caminhos diferentes. Ao chegar no mercado de trabalho, os homens tendem a ter uma progressão retilínea, enquanto a delas parece um labirinto.

Por certo, todas essas diferenças moldaram as características das mulheres, que se tornaram mais resilientes, dedicadas, esforçadas, detalhistas, observadoras, atentas e preocupadas com as consequências de suas práticas. Ao ter acesso a um cargo de gestão e de poder, geralmente reservado aos homens, elas precisam ser mais cuidadosas e empenhadas, pois a qualquer passo em falso serão julgadas, o que também é explicado pelo *tokenismo*, e podem perder o cargo que, com muita dificuldade, atingiram. Essas peculiaridades podem explicar os melhores resultados das mulheres quando recebem melhor remuneração para atuarem no CA.

Conforme os resultados, as aptidões adquiridas pelas mulheres ao longo do tempo podem impactar positivamente o desempenho das empresas desde que elas estejam integradas ao ambiente e possam atuar como um membro efetivo, e não como uma minoria simbólica. Isto aponta para a importância de uma reestruturação

organizacional com aumento consistente e intensivo da proporção de mulheres no CA, envolvendo toda a empresa nessa mudança e aprendizado.

Esta pesquisa mostra não apenas a importância de políticas remuneratórias adequadas no CA, mas também da representatividade consistente de mulheres neste relevante órgão colegiado, pois apenas um ambiente em que elas se sintam integradas permite melhores respostas às políticas de remuneração e impactos positivos no desempenho de mercado da instituição. Remunerar satisfatoriamente um CA com baixa proporção de mulheres tem impacto negativo no desempenho de mercado das empresas.

A pesquisa contribui para estudos acerca de desempenho, remuneração de executivos, diversidade e teoria da massa crítica no CA ao demonstrar que o impacto da remuneração do CA no desempenho de mercado da empresa é alterado conforme atingida a massa crítica de mulheres neste importante órgão colegiado. Contribui também ao mostrar que uma representatividade consistente das mulheres no CA facilita sua integração, permitindo que elas demonstrem suas peculiaridades e respostas aos incentivos, contribuindo para aumentar o desempenho da instituição.

Uma das limitações da pesquisa é não ter tido acesso às remunerações discriminadas para executivas e executivos ou às informações da presidência para mais anos. Adicionalmente, não se considerou a divisão da remuneração dos executivos em parte fixa e variável nem características individuais, como etnia, idade, cor, anos de experiência, dentre outras. Como pesquisas futuras, sugere-se incluir na amostra mais anos, principalmente contendo remuneração da presidência do CA para mulheres e homens e com parte fixa e variável, além de adicionar dados de etnia, idade, cor, anos de experiência, dentre outras.

REFERÊNCIAS

- Adichie, C. N. (2015). *Sejamos todos feministas* (Baum, C. Trad.). Companhia Das Letras.
- Aharon, D. Y., & Siev, S. (2021). COVID-19, government interventions and emerging capital markets performance. *Research in International Business and Finance*, 58, 101492. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2021.101492>
- Ahmed, A., Atif, M., & Gyapong, E. (2021). Boardroom gender diversity and CEO pay deviation: Australian evidence. *Accounting & Finance*, 61(2), 3135-3170. <https://doi.org/10.1111/acfi.12696>
- Aouadi, A., & Marsat, S. (2016). Do ESG controversies matter for firm value? Evidence from international data. *Journal of Business Ethics*, 151(4), 1027-1047. <https://doi.org/10.1007/s10551-016-3213-8>
- Aqabna, S. M., Aga, M., & Jabari, H. N. (2023). Firm performance, corporate social responsibility and the impact of earnings management during COVID-19: evidence from MENA Region. *Sustainability*, 15(2), 1485. <https://doi.org/10.3390/su15021485>
- Arévalo-Alegría, M., Acuña-Duarte, A. A., & King-Domínguez, A. (2020). Composición del consejo de administración y desempeño financiero en mercados emergentes de América Latina: evidencia para Brasil, Chile y México. *Estudios Gerenciales*, 36(156), 272-287. <https://doi.org/10.18046/j.estger.2020.156.3739>
- Ashraf, S., Sadiq, M., Ferreira, P., & Almeida, A. M. (2023). Intellectual capital and a firm's sustainable performance and growth before and during the COVID-19 crisis: a comparative analysis of small and large european hospitality firms. *Sustainability*, 15(12), 9743-9743. <https://doi.org/10.3390/su15129743>
- Basdekis, C., Katsampoxakis, I., & Anathreptakis, K. (2023). Women's participation in firms' management and their impact on financial performance: pre-COVID-19 and COVID-19 period evidence. *Sustainability*, 15(11), 8686. <https://doi.org/10.3390/su15118686>
- Beltramini, L. M., Cepellos, V. M., & Pereira, J. J. (2022). Mulheres jovens, "teto de vidro" e estratégias para o enfrentamento de paredes de cristal. *Revista de Administração de Empresas*, 62(6), 1-25. <https://doi.org/10.1590/s0034-759020220608>
- Benkraiem, R., Hamrouni, A., Lakhal, F., & Toumi, N. (2017). Board independence, gender diversity and CEO compensation. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 17(5), 845-860. <https://doi.org/10.1108/CG-02-2017-0027>

- Black, B. S., Carvalho, A. G. de, & Sampaio, J. O. (2014). The evolution of corporate governance in Brazil. *Emerging Markets Review*, 20, 176-195. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2014.04.004>
- Bobe, B. J., & Kober, R. (2018). Does gender matter? The association between gender and the use of management control systems and performance measures. *Accounting & Finance*, 60(3), 2063-2098. <https://doi.org/10.1111/acfi.12365>
- Brandão, I. de F., Vasconcelos, A. C. de, Luca, M. M. M. D., & Crisóstomo, V. L. (2019). Composition of the board of directors and pay-performance sensitivity. *Revista Contabilidade & Finanças*, 30(79), 28-41. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201806610>
- Camilo, S. P. O., Marcon, R., & Bandeira-de-Mello, R. (2012). Conexões políticas e desempenho: um estudo das firmas listadas na BM&FBovespa. *Revista de Administração Contemporânea*, 16(6), 806-826. <https://doi.org/10.1590/S1415-65552012000600003>
- Carvalho, F. P.de., Maia, V. M., Louzada, L. C., & Gonçalves, M. A. (2017). Desempenho setorial de empresas brasileiras: um estudo sob a ótica do ROE, Q de Tobin e Market to Book. *Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade*, 7(1), 149-163. <https://doi.org/10.18028/2238-5320/rgfc.v7n1p149-163>
- Chancharat, N., & Kumpamool, C. (2022). Working capital management, board structure and Tobin's *q* ratio of Thai listed firms. *Managerial Finance*, 48(4), 541-556. <https://doi.org/10.1108/mf-08-2021-0361>
- Chen, X., Torsin, W., & Tsang, A. (2022). International differences in the CEO gender pay gap. *Corporate Governance: An International Review*, 30(5), 516-541. <https://doi.org/10.1111/corg.12421>
- Costa, L., Sampaio, J. O., & Flores, E. S. (2019). Diversidade de gênero nos conselhos administrativos e sua relação com desempenho e risco financeiro nas empresas familiares. *Revista de Administração Contemporânea*, 23(6), 721-738. <https://doi.org/10.1590/1982-7849rac2019180327>
- Creswell, J. W., & Creswell, J. D. (2021). *Projeto de pesquisa: métodos qualitativo, quantitativo e misto* (5a ed.). Grupo A. https://integrada.minhabiblioteca.com.br/reader/books/9786581334192/epubcfi/6/2%5B%3Bvnd.vst.idref%3Dcover.xhtml%5D!4/2%5Bpage_i%5D/2%4051:20
- Do, T. (2023). The impact of board ethnic diversity on executive pay-to-performance sensitivity: Australian evidence. *Accounting & Finance*, 00:1-32. <https://doi.org/10.1111/acfi.13065>
- Elvira, M. M., Quintana-García, C., & Villamor, I. (2023). Aging the gap: the compensation among men and women executives. *Journal of Management & Organization*, 11-18. <https://doi.org/10.1017/jmo.2023.11>

- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 26(2), 301-325. <https://doi.org/10.2139/ssrn.94034>
- Fitzsimmons, S. R. (2012). Women on boards of directors: why skirts in seats aren't enough. *Business Horizons*, 55(6), 557-566. <https://doi.org/10.1016/j.bushor.2012.07.003>
- Gharbi, S., & Othmani, H. (2022). Threshold effects of board gender diversity on firm performance: panel smooth transition regression model. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 23(1), 243-261. <https://doi.org/10.1108/CG-10-2021-0373>
- Gondrige, E. O., Clemente, A., & Espejo, M. M. S. B. (2012). Estrutura do conselho de administração e valor das companhias brasileiras. *Brazilian Business Review*, 9(3), 72-95. <https://doi.org/10.15728/bbr.2012.9.3.4>
- Gujarati, D. (2019). *Econometria: princípios, teoria e aplicações práticas*. Editora Saraiva. <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/reader/books/9788553131952/pageid/4>
- Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2011). *Econometria básica* (5a ed.). Grupo A. <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/books/9788580550511>
- Hatane, S. E., Winoto, J., Tarigan, J., & Jie, F. (2022). Working capital management and board diversity towards firm performances in Indonesia's LQ45. *Journal of Accounting in Emerging Economies*, 13(2), 276-299. <https://doi.org/10.1108/jaee-11-2018-0130>
- Hermalin, B. E., & Weisbach, M. S. (1991). The effects of board composition and direct incentives on firm performance. *Financial Management*, 20(4), 101-112. <https://www.jstor.org/stable/3665716>
- Hoang, A., & Wu, Q. (2023). Could “Lehman Sisters” reduce bank risk-taking? International evidence. *Corporate Governance: An International Review*, 32(2), 297-321. <https://doi.org/10.1111/corg.12530>
- Hryniewicz, L. G. C., & Vianna, M. A. (2018). Mulheres em posição de liderança: obstáculos e expectativas de gênero em cargos gerenciais. *Cadernos EBAPE.BR*, 16(3), 331-344. <https://doi.org/10.1590/1679-395174876>
- Iglesias, T. M. G., Silva, T. D., Jesuka, D., & Peixoto, F. M. (2022). Reflections of corporate governance on pay-performance sensitivity: a new perspective. *Revista de Administração Mackenzie*, 23(1), 1-27. <https://doi.org/10.1590/1678-6971/eramf220088>
- Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística. (2021). Estudos e Pesquisas. Informação Demográfica e Socioeconômica. *Estatísticas de Gênero. Indicadores sociais das mulheres no Brasil*, 2ª ed. (38), IBGE. http://abet-trabalho.org.br/wp-content/uploads/2021/03/liv101784_informativo.pdf

- Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. (2023a). *Análise da participação das mulheres em conselhos e diretorias das empresas de capital aberto*, 3ª ed., IBGC <https://conhecimento.ibgc.org.br/Paginas/Publicacao.aspx?PubId=24629>
- Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. (2023b). *Código das melhores práticas de governança corporativa*, 6ª ed., IBGC. <https://conhecimento.ibgc.org.br/Paginas/Publicacao.aspx?PubId=24640>
- Jensen, M. C., & Murphy, K. J. (1990). Performance pay and top-management incentives. *Journal of Political Economy*, 98(2), 225-264. <https://www.jstor.org/stable/2937665>
- Joecks, J., Pull, K., & Vetter, K. (2013). Gender diversity in the boardroom and firm performance: what exactly constitutes a “critical mass”? *Journal of Business Ethics*, 118(1), 61-72. <https://doi.org/10.1007/s10551-012-1553-6>
- John, K., & Senbet, L. W. (1998). Corporate governance and board effectiveness. *Journal of Banking & Finance*, 22(4), 371-403. [https://doi.org/10.1016/S0378-4266\(98\)00005-3](https://doi.org/10.1016/S0378-4266(98)00005-3)
- Kalogeraki, O., & Georgakakis, D. (2021). Friend or Foe? CEO gender, political ideology, and gender-pay disparities in executive compensation. *Long Range Planning*, 55(3), 102126. <https://doi.org/10.1016/j.lrp.2021.102126>
- Kanter, R. M. (1977). Some effects of proportions on group life: Skewed sex ratios and responses to token women. *American Journal of Sociology*, 82(5), 965-990. <https://doi.org/10.1086/226425>
- Karim, S. (2021). An investigation into the remuneration - CSR nexus and if it can be affected by board gender diversity. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 21(4), 608-625. <https://doi.org/10.1108/cg-08-2020-0320>
- Khan, M. A. (2022). ESG disclosure and firm performance: a bibliometric and meta-analysis. *Research in International Business and Finance*, 61, 101668. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2022.101668>
- Krüger, S. D., Porta, C. D., & Moura, G. D. de. (2021). A participação das mulheres na gestão influencia o desempenho das organizações? *Revista de Administração IMED*, 11(2), 70-86. <https://seer.atitus.edu.br/index.php/raimed/article/view/4361/2915>
- Lefley, F., & Janeček, V. (2023). Board gender diversity, quotas and critical mass theory. *Corporate Communications: An International Journal*. <https://doi.org/10.1108/CCIJ-01-2023-0010>
- Maoret, M., Moreira, S., & Sabanci, H. (2023). Closing the Gender Pay Gap: Analyst coverage, stakeholder attention, and gender differences in executive compensation. *Organization Studies*, 0(0), 1-27. <https://doi.org/10.1177/01708406231200725>

- Mustapha, U. A., Rashid, N., Bala, H., & Musa, H. (2020). Corporate governance and financial performance of nigerian listed banks. *Journal of Advanced Research in Dynamical and Control Systems*, 12(1), 5-10. 10.5373/JARDCS/V12I1/20201002
- Nawaz, T. (2022). How much does the board composition matter? The impact of board gender diversity on CEO compensation. *Sustainability*, 14(18), 11719. <https://doi.org/10.3390/su141811719>
- Oliveira, N. G. de, Vieira, L. K., & Cunha, J. V. A. de (2021). Remuneração do Chief Executive Officer (CEO) e criação de valor em empresas brasileiras listadas no IBRX 100. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 18(49), 38-55. <https://doi.org/10.5007/2175-8069.2021.e78381>
- Ongsakul, V., Jaroenjitrkam, A., Treepongkaruna, S., & Jiraporn, P. (2021). Does board gender diversity reduce “CEO luck”? *Accounting & Finance*, 62(1), 243-260. <https://doi.org/10.1111/acfi.12788>
- Pant, P., Rathore, P., Dadsena, K. K., & Shandilya, B. (2023). Working capital and firm performance: role of COVID-19 disruption. *International Journal of Productivity and Performance Management*.73(4),1137-1166. <https://doi.org/10.1108/ijppm-07-2022-0328>
- Perlin, M., Kirch, G., Vancin, D., & Mastella, M. (2021). The impact of academic titles of board member and directors over the performance of companies traded at B3. *Brazilian Business Review*, 18(5), 561-584. <https://doi.org/10.15728/bbr.2021.18.5.5>
- Pessoa, A. F. P., Nascimento, Í. C. S. do, Guimarães, D. B., Rocco, L. A., & Silva, M. N. M. da. (2022). Mulheres no poder: análise da participação feminina no Conselho de Administração e a performance empresarial no Brasil. *Enfoque: Reflexão Contábil*, 41(2), 1-22. <https://doi.org/10.4025/enfoque.v41i2.52692>
- Pinheiro, A. B., Prado, N. B. do, Batistella, A. J., Ribeiro, C. M. A., & Mazzioni, S. (2023). From zero to Hero: effect of gender diversity on corporate social performance in Brazil. *International Journal of Manpower*. <https://doi.org/10.1108/IJM-06-2023-0347>
- Post, C., Ketchen Jr, D. J., & Wowak, K. D. (2021). Should governments mandate more female board representation? Possible intended and unintended consequences. *Business Horizons*, 64(3), 379-384. <https://doi.org/10.1016/j.bushor.2021.02.003>
- Rocca, M. La, Fasano, F., Rocca, T. La, & Neha, N. (2024). Women in CEO duality and firm performance in Europe. *Journal of Management and Governance*,28,177-214. <https://doi.org/10.1007/s10997-023-09669-6>
- Sampaio, J., Gallucci, H., Silva, V. A. B., & Schiozer, R. F. (2020). Adoção obrigatória de IFRS, governança corporativa e valor da firma. *Revista de Administração de Empresas*, 60(4), 284-298. <http://dx.doi.org/10.1590/S0034-759020200405>

- Shukeri, S. N., & Alfordy, F. D. (2022). Female director in boardroom: Does it affect board compensation package and firm performance in Saudi Arabia? *Cogent Business & Management*, 9(1). <https://doi.org/10.1080/23311975.2022.2057114>
- Silva, A. L. C. da, & Chien, A. C. Y. (2013). Remuneração executiva, valor e desempenho das empresas brasileiras listadas. *Revista Brasileira de Finanças*, 11(4), 481-502. <https://doi.org/10.12660/rbfin.v11n4.2013.7224>
- Silva, C. P. da, Jr., & Martins, O. S. (2017). Mulheres no conselho afetam o desempenho financeiro? Uma análise da representação feminina nas empresas listadas na BM&FBOVESPA. *Sociedade, Contabilidade e Gestão*, 12(1). https://doi.org/10.21446/scg_ufrj.v12i1.13398
- Simões, T. H. A., Moreira, N. C., & Oliveira, E. S. de. (2022, novembro). *Diversidade de gênero nos conselhos de administração e desempenho das instituições financeiras brasileiras: Análise sob a perspectiva dos conflitos intragrupo*. [Artigo apresentado]. Congresso ANPCONT, Foz do Iguaçu, PR, Brasil. https://anpcont.org.br/wp-content/uploads/2023/02/ID_82.pdf
- Srivastava, C., Kashmiri, S., & Mahajan, V. (2022). Customer orientation and financial performance: Women in top management teams matter! *Journal of Marketing*, 87(2), 190-209. <https://doi.org/10.1177/00222429221120419>
- Stichman, A. J., Hassell, K. D., & Archbold, C. A. (2010). Strength in numbers? A test of Kanter's theory of tokenism. *Journal of Criminal Justice*, 38(4), 633-639. <https://doi.org/10.1016/j.jcrimjus.2010.04.036>
- Tarkovska, V., Gabaldon, P., & Ratiu, R. V. (2023). The importance of a critical mass of women on boards to reduce the gender pay disparity among non-executive directors. *Gender in Management: An International Journal*, 38(6), 821-840. <https://doi.org/10.1108/gm-12-2021-0386>
- Torchia, M., Calabrò, A., & Huse, M. (2011). Women directors on corporate boards: From tokenism to critical mass. *Journal of Business Ethics*, 102(2), 299-317. <https://doi.org/10.1007/s10551-011-0815-z>
- United Nations Entity for Gender Equality and the Empowerment of Women & United Nations Development Programme. 2023. *The Paths to Equal: Twin indices on women's empowerment and gender equality*. <https://hdr.undp.org/system/files/documents/hdp-document/pathsequal2023.pdf.pdf>
- Vaz, E. R. D., Gallon, S., & Fraga, A. M. (2023). "We go through a bit of everything": The labyrinth career of the professional trajectories of executive women. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, 25(1), 88-107. <https://rbgn.fecap.br/RBGN/article/view/4213/1908>
- Venkatraman, N., & Ramanujam, V. (1986). Measurement of business economic performance: An examination of method convergence. *Journal of Management Development*, 13(1), 109-22. <https://doi.org/10.1177/014920638701300109>

- Williams, C. L. (1992). The glass escalator: Hidden advantages for men in the “female” professions. *Social Problems*, 39(3), 253-267.
<https://www.jstor.org/stable/3096961>
- Zaccone, M. C. (2023). Unveiling the relationship between women on board and woman CEO selection: what is the role of sustainability governance? *Sinergie Italian Journal of Management*, 41(3), 215-234.
<https://doi.org/10.7433/s122.2023.10>
- Zheng, M. (2022). Is cash the panacea of the COVID-19 pandemic: Evidence from corporate performance. *Finance Research Letters*, 45, 102151.
<https://doi.org/10.1016/j.frl.2021.102151>