

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO, CONTABILIDADE E ATUÁRIA
DEPARTAMENTO DE ADMINISTRAÇÃO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO

Marize Minakawa

**Desempenho financeiro e risco sob a gestão de mulheres:
Um estudo transnacional**

São Paulo
2023

Prof. Dr. Carlos Gilberto Carlotti Júnior
Reitor da Universidade de São Paulo

Profa. Dra. Maria Dolores Montoya Diaz
Diretora da Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Atuária

Prof. Dr. João Maurício Gama Boaventura
Chefe do Departamento de Administração

Prof. Dr. Felipe Mendes Borini
Coordenador do Programa de Pós-Graduação em Administração

Marize Minakawa

**Desempenho financeiro e risco sob a gestão de mulheres:
Um estudo transnacional**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração do Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Atuária da Universidade de São Paulo, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências.

Orientador: Prof. Dr. Leandro dos Santos Maciel

Versão Corrigida
São Paulo
2023

Catálogo na Publicação (CIP)
Ficha Catalográfica com dados inseridos pela autora

Minakawa, Marize.

Desempenho financeiro e risco sob a gestão de mulheres:
Um estudo transnacional / Marize Minakawa. - São Paulo, 2023.
110p.

Dissertação (Mestrado) - Universidade de São Paulo, 2022.
Orientador: Leandro dos Santos Maciel.

1. Equidade de gênero. 2. Conselho de administração. 3. Executivos Seniores. 4. Cultura. 5. Recessão Econômica. I. Universidade de São Paulo. Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Atuária. II. Título.

Nome: Marize Minakawa

Título: Desempenho financeiro e risco sob a gestão de mulheres: Um estudo transnacional

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração do Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Atuária da Universidade de São Paulo, como requisito para obtenção do título de Mestre em Ciências.

Aprovada em: 01/11/2023

Banca Examinadora

Professor Dr. Leandro dos Santos Maciel (Presidente)

Instituição: Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Atuária, Universidade de São Paulo

Professora Dra. Daniela Verzola Vaz

Instituição: Escola Paulista de Política, Economia e Negócios da Universidade Federal de São Paulo

Julgamento: Aprovada

Professora Dra. Tatiana Albanez

Instituição: Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Atuária, Universidade de São Paulo

Julgamento: Aprovada

Professor Dr. Eduardo Kazuo Kayo

Instituição: Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Atuária, Universidade de São Paulo

Julgamento: Aprovada

Agradecimentos

Gostaria de expressar meus sinceros agradecimentos a todos que contribuíram para a realização desta dissertação, um importante marco em minha jornada acadêmica.

Em primeiro lugar, agradeço à Deus e à minha família, meus pilares de apoio. A meu pai e minha mãe, cujo amor e sacrifícios incansáveis tornaram possível meu percurso acadêmico, dedico este trabalho. Meus irmãos merecem meu mais profundo agradecimento.

À pessoa especial em minha vida, meu namorado, Marcel Hashimoto, agradeço por seu apoio incondicional, compreensão e incentivo constantes. Sua presença foi essencial e trouxe equilíbrio e alegria aos dias desafiadores.

Ao meu orientador, Prof. Dr. Leandro Maciel, agradeço por sua orientação sábia, paciência e compromisso com minha formação acadêmica. Sua expertise e conselhos foram fundamentais para o desenvolvimento desta dissertação.

Expresso minha gratidão aos meus gestores e colegas de trabalho do Itaú Unibanco, cujo apoio e colaboração foram inestimáveis durante esta jornada. Ressalto a generosidade dos meus gestores ao disponibilizarem o acesso à plataforma Bloomberg, o que tornou viável a coleta de uma parte significativa dos dados para esta dissertação.

Aos avaliadores da banca, agradeço por dedicarem tempo na avaliação deste trabalho. Suas contribuições críticas e insights foram fundamentais para aprimorar a qualidade desta dissertação.

Agradeço também aos professores do PPGA, cujo conhecimento e orientação moldaram meu percurso acadêmico. Suas aulas inspiradoras e desafios intelectuais foram fundamentais para o meu crescimento como pesquisadora.

Não posso deixar de reconhecer a importância dos meus colegas de turma, cuja camaradagem e apoio tornaram esta jornada acadêmica mais rica e significativa.

Por fim, dedico um agradecimento especial à Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo (FEA USP). O ambiente acadêmico estimulante e os recursos oferecidos por esta instituição foram cruciais para o desenvolvimento deste trabalho.

Cada um de vocês desempenhou um papel vital nesta conquista, e estou verdadeiramente grata por ter compartilhado este percurso com pessoas tão excepcionais.

Muito obrigada.

Marize Minakawa

RESUMO

Minakawa, M. (2023). *Desempenho financeiro e risco sob a gestão de mulheres: Um estudo transnacional* (Dissertação de Mestrado). Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Atuária, Universidade de São Paulo, São Paulo.

A presença de mulheres em posições de alto nível hierárquico de empresas tornou-se uma questão de destaque nos últimos anos, e vários estudos investigaram sua influência no desempenho e risco das empresas. A presente pesquisa analisou a existência de impactos da gestão de mulheres no desempenho financeiro e no risco de falência de firmas. As contribuições à atual literatura são: (i) consideração de uma ampla amostra de empresas de diversas nacionalidades; (ii) investigação da influência da dimensão cultural dos países; (iii) avaliação empírica de duas vertentes teóricas complementares; (iv) e tratamento robusto de potenciais problemas de endogeneidade nas abordagens econométricas. Para atingir o objetivo de pesquisa, explorou-se, em termos teóricos: a Teoria de Masculinidades, associada à Síndrome de *Queen Bee*; e a concepção de diferenças comportamentais entre sexos, associada à Teoria da Massa Crítica. No que concerne à metodologia, foram adotados modelos de regressão para dados em painel. Com uma amostra de dados composta por 918 companhias que constituíram importantes índices de bolsas de valores de um total de 20 nacionalidades distintas durante o período de 2010 a 2022, concluiu-se que, à medida que a participação das mulheres se eleva, o desempenho das empresas, medido por métricas de valor de mercado, aumenta, e o risco de falência reduz. Além disso, observou-se que, em culturas com um menor nível de equidade de gênero, a associação positiva (negativa) entre diversidade de gênero e rentabilidade (risco) é mais relevante; e, em períodos de recessão econômica, a diversidade de gênero está significativamente associada a um menor risco de falência e um maior desempenho financeiro das firmas.

Palavras-chave: Equidade de Gênero. Conselho de Administração. Executivos Seniores. Cultura. Recessão Econômica.

ABSTRACT

Minakawa, M. (2023). *Financial performance and risk under women's management: A cross-country study* (Dissertação de Mestrado). Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Atuária, Universidade de São Paulo, São Paulo.

The presence of women in high-level positions in companies has become a prominent issue in recent years, and several studies have investigated their influence on company's performance and risk. This research analyzed the existence of impacts of women's management on the financial performance and risk of bankruptcy of firms. The contributions to the current literature are: (i) consideration of a large sample of companies from different nationalities; (ii) investigation of the influence of the cultural dimension of countries; (iii) empirical evolution of two complementary theoretical strands; (iv) and robust treatment of potential endogeneity problems in econometric approaches. To achieve the research objective, the following were explored, in theoretical terms: Theory of Masculinities, associated with Queen Bee Syndrome; and the conception of behavioral differences between sexes, associated with the Critical Mass Theory. Regarding the methodology, regression models for panel data were adopted. With a data sample made up of 918 companies that constitute important stock market indices from a total of 20 different nationalities during the period from 2010 to 2022, it was concluded that, as the participation of women increases, the performance of companies, measured by the market value metrics, increases, and the risk of bankruptcy reduces. Furthermore, it was observed that, in cultures with a lower level of gender equality, the positive (negative) association between gender diversity and profitability (risk) is more relevant; and, in periods of economic recession, gender diversity is significantly associated with a higher financial performance and lower increase of firm bankruptcy.

Keywords: Gender Equality. Board of Directors. Senior Executives. Culture. Economic Recession.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1. Tipos de Grupos de acordo com a Teoria da Massa Crítica.	23
--	----

LISTA DE TABELAS

Tabela 1. Descrição das variáveis utilizadas (Continua na próxima página)	48
Tabela 2. Estatísticas descritivas das variáveis de estudo	62
Tabela 3. Matriz dos coeficientes de correlação amostral para as variáveis do estudo.....	64
Tabela 4. Resultados das regressões estimadas por MQ2E: Hipótese 1 - Massa Crítica, Desempenho Financeiro e Risco de Falência	67
Tabela 5. Resultados das regressões estimadas por MQ2E: Hipótese 1 - Presença de ao menos uma mulher, Desempenho Financeiro e Risco de Falência	69
Tabela 6. Resultados das regressões estimadas por MQ2E: Hipótese 2 - Impacto da cultura do país na relação presença de mulheres no Conselho-desempenho-risco	72
Tabela 7. Resultados das regressões estimadas por MQ2E: Hipótese 2 - Impacto da cultura do país na relação presença de mulheres entre Executivos-desempenho-risco.....	74
Tabela 8. Resultados das regressões estimadas por MQ2E: Hipótese 3 - Impacto do cenário econômico adverso e da cultura do país na relação presença de mulheres entre Conselho-desempenho-risco	76
Tabela 9. Resultados das regressões estimadas por MQ2E: Hipótese 3 - Impacto do cenário econômico adverso e da cultura do país na relação presença de mulheres entre Executivos-desempenho-risco	78
Tabela 10. Resumo dos resultados das Regressões MQ2E por Hipótese de Pesquisa	80
Tabela 11. Equidade de gênero por economia.....	81

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	9
1.1 Organização da dissertação	12
2. REVISÃO DE LITERATURA	12
3. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA	16
3.1 Equidade de Gênero	17
3.2 Diferenças comportamentais entre gêneros feminino e masculino	19
3.3 Teoria da Massa Crítica	21
3.4 Síndrome de Queen Bee	26
3.5 Teoria de Masculinidades	28
3.6 Hipóteses de Pesquisa	32
4. METODOLOGIA	34
4.1 Definição operacional das variáveis utilizadas	36
4.1.1 Variáveis dependentes	36
4.1.2 Variáveis independentes	39
4.1.3 Variáveis de controle	43
4.2 Amostra de dados	50
4.3 Modelagem Econométrica	52
4.3.1 MQO (Mínimos Quadrados Ordinários)	53
4.3.2 Efeitos Fixos e Efeitos Aleatórios	54
4.3.3 Principal Modelo e Método de Estimação: MQ2E	56
5. RESULTADOS	59
5.1 Análise descritiva dos dados	60
5.2 Análise dos resultados de Regressões MQ2E	65
5.3 Resumo dos resultados	79

6. CONCLUSÃO	82
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	86
APÊNDICES	93
APÊNDICE A – Firmas por país.....	94
APÊNDICE B – Resultados regressão MQO.....	95

1. INTRODUÇÃO

Historicamente a humanidade criou um papel de submissão para a figura feminina, colocando-a em uma posição de inferioridade em relação ao homem em dimensões sociais, políticas, econômicas e profissionais (Sultana, 2010). O patriarcado, que pode ser definido como um sistema de estruturas e práticas sociais no qual os homens dominam, oprimem e exploram as mulheres (Walby, 1990), é o principal obstáculo para o avanço e desenvolvimento delas, segundo Sultana (2010).

No Brasil, ao longo dos últimos quatro séculos (XVIII – XXI), a luta pela igualdade de gêneros conquistou importantes triunfos para as mulheres, como o voto feminino, acesso à educação, direitos reprodutivos, e proteção em casos de violência doméstica (Bernardes, 2021). Não obstante a tais êxitos, ainda que sejam essenciais na construção do retrato da mulher contemporânea, há mais a ser conquistado.

Existem diversas dimensões nas quais há luta pela igualdade de gêneros. Por exemplo, o *Global Gender Gap Report*, um relatório publicado desde 2006 pelo Fórum Econômico Mundial, estuda as dimensões de oportunidades e participação econômica; saúde e sobrevivência; empoderamento político e nível educacional para construir e reportar um índice denominado *Global Gender Gap Index* (GGGI). Este índice apresenta valores entre 0 (desigualdade) e 1 (igualdade) ao considerar a paridade entre homens e mulheres, e resulta em um *ranking* de igualdade de gênero entre os diversos países observados. De acordo com a publicação realizada em 2023, tendo em vista o ritmo registrado desde 2006, seriam necessários, em média, mais 131 anos para atingir a igualdade de gênero globalmente em termos das dimensões avaliadas.

Nesse contexto, a presente dissertação explora o aspecto profissional da desigualdade de gênero. Mais especificamente, o tema associado ao impacto de mulheres líderes em cargos

de gestão corporativa (executivos seniores, *C-level* ou *Top Management Team*) e de Conselho de Administração (CA). Dentro deste tema de mulheres líderes, algumas teorias são emblemáticas e ilustram o problema profissional e social. Discute-se a chamada barreira do *glass ceiling*, que debate a dificuldade das mulheres em ascender a cargos hierárquicos de alto escalão, até mesmo em campos nos quais os profissionais atuantes são majoritariamente do sexo feminino. Complementarmente, o conceito de *glass cliff* (Ryan & Haslam, 2005; 2007) propõe que as mulheres sejam sistematicamente indicadas para cargos de liderança mais precários do que os homens, em firmas que estão em condições de crise ou com baixo desempenho financeiro, por exemplo. Estas indicações de mulheres, segundo Ryan e Haslam (2005; 2007), seriam decorrentes de fatores sociais, psicológicos e estruturais sociais: poderiam refletir sexismo e/ou discriminação aberta no local de trabalho; desejo de encontrar alguém para responsabilizar caso a situação se deteriore; crenças sobre as distintas competências de homens e mulheres; ou desejo genuíno de nomear mulheres para cargos disponíveis.

Assim, incita-se o problema de pesquisa: qual o impacto provocado pelas características comportamentais de membros do alto escalão do sexo feminino no risco financeiro e nos desempenhos financeiro e econômico das empresas? Para auxiliar no entendimento desta problemática, a presente dissertação propõe-se a analisar a existência de impactos no desempenho financeiro/econômico e no risco de falência de firmas de acordo com distintos níveis de diversidade de gênero em posições de alto nível hierárquico.

Embora exista uma série de pesquisas que abordem esse tema, ainda é necessário maior aprofundamento, uma vez que estudos anteriores possuem posicionamentos controversos, de modo que suas conclusões são positivas, negativas ou indiferentes em relação ao impacto da mulher no desempenho das empresas. De forma geral, a literatura sugere o desenvolvimento de contribuições ao estado da arte por meio de pesquisas que: i) utilizem dados abrangendo empresas de diversos países (Nguyen et al., 2020; Valls Martínez & Cruz Rambaud, 2019), por

exemplo; ii) investiguem a dimensão cultural (Nguyen et al., 2020); iii) relacionem resultados empíricos com abordagens teóricas já existentes (Nguyen et al., 2020); iv) tratem de forma adequada problemas de endogeneidade nas abordagens econométricas (Garanina & Muravyev, 2021); v) abordem teorias ainda não amplamente exploradas, como a Síndrome de Queen Bee (Nguyen et al., 2020); vi) utilizem abordagens multimétodo (Hoobler et al., 2018; Nguyen et al., 2020); vii) utilizem dados de empresas não listadas em bolsa de valores (Valls Martínez & Cruz Rambaud, 2019); viii) considerem *proxies* para o talento individual e outras informações pessoais (González et al., 2020; Valls Martínez & Cruz Rambaud, 2019); dentre outros.

Nesse sentido, as contribuições da presente pesquisa envolvem as quatro primeiras sugestões supracitadas. Além disso, complementa a literatura existente ao utilizar um novo conjunto de dados de painel, coletado manualmente em grande parte, explorando múltiplas abordagens de identificação, moderando os diferentes níveis de equidade de gênero em países ocidentais, orientais, desenvolvidos e emergentes, e analisa tais aspectos em diferentes cenários econômicos, com atenção a potenciais problemas de endogeneidade.

Utilizando dados de 918 empresas não financeiras de capital aberto, situadas em 20 diferentes países ao longo de 22 anos, evidencia-se, por meio de regressões Mínimos Quadrados em 2 Estágios (MQ2E), que à medida que a participação das mulheres se eleva, a rentabilidade, mensurada por variáveis de mercado, aumenta, e o risco de falência reduz. Caso a empresa esteja situada em um país com um nível de equidade de gênero mais baixo, a rentabilidade tende a ser influenciada de forma mais positiva do que em países com uma cultura mais equânime em termos de gênero. E, ainda, se a situação econômica for adversa, a presença feminina está relacionada a um menor aumento do risco de falência dessas empresas, e possui impactos mistos em termos de rentabilidade.

1.1 Organização da dissertação

Esta dissertação está organizada da seguinte maneira. O capítulo 2 apresenta a revisão de literatura, que analisa as pesquisas empíricas relacionadas aos impactos da diversidade de gênero sobre a rentabilidade e o risco de falência das empresas. O capítulo 3 compõe o referencial teórico da pesquisa sobre a equidade de gênero, descrevendo diferentes vertentes teóricas sobre o comportamento feminino (diferenças comportamentais baseadas em gênero e Teoria da Massa Crítica; e Síndrome de Queen Bee e Teoria de Masculinidades), bem como o desempenho financeiro, o risco e as influências de decisões sobre o valor da firma. O capítulo 4 descreve as variáveis que compõem o estudo e apresenta a metodologia que será utilizada nas análises. Os resultados, acerca dos efeitos da diversidade de gênero sobre o desempenho e o risco da firma, são relatados no capítulo 5. Por fim, o capítulo 6 conclui o trabalho e sugere direcionamentos de pesquisas futuras.

2. REVISÃO DE LITERATURA

Há uma extensa literatura empírica acerca do impacto da presença da mulher em cargos hierarquicamente elevados sobre o desempenho financeiro das firmas. Não obstante, a necessidade do desenvolvimento de pesquisas neste tema ainda é justificada pela existência de conclusões controversas (Nguyen et al., 2020) e, complementarmente, pela expansão e complementariedade da literatura já existente sob os pontos de vista teórico (Nguyen et al., 2020), multidisciplinar (Hoobler et al., 2018), metodológico (Bouteska & Mili, 2021; Garanina & Muravyev, 2021; García & Herrero, 2021; Nguyen et al., 2020) e amostral (Bouteska & Mili, 2021; Valls Martínez & Cruz Rambaud, 2019).

De forma geral, os estudos neste campo adotaram, principalmente, as métricas Q de Tobin, *Market-to-Book*, ROA (*Return on Assets*) e/ou ROE (*Return on Equity*) como medidas

de mensuração do desempenho financeiro, enquanto a caracterização da alta hierarquia, por via de regra, é identificada pela presença ou proporção de mulheres no conselho de administração e/ou corpo de gestores executivos sêniores (*C-level* ou *Top Management Team*). Em uma ampla revisão sistemática da literatura, por exemplo, Nguyen et al. (2020) analisaram 634 estudos multidisciplinares realizados em mais de 100 países, de 1981 a 2019, e identificaram que a relação entre desempenho financeiro e a presença de mulheres nos conselhos de administração é inconclusiva devido a achados mistos: positivos, negativos, não lineares ou nenhum relacionamento.

Sob o ponto de vista de retornos a anúncios de nomeações de CEOs (*Chief Executive Officer*), Lee e James (2007) utilizaram uma amostra de empresas estadunidenses no período de 1990 a 2000 e concluíram que as reações dos investidores aos anúncios de CEOs do sexo feminino são significativamente mais negativas do que as de seus pares do sexo masculino, de modo que o retorno após o evento é -2,47% para as nomeações de pessoas do sexo feminino, e -0,5% para as nomeações de CEO do sexo masculino. Em contraponto, Cook e Glass (2011) encontraram evidências de que os investidores respondem positivamente à nomeação de mulheres para cargos de poder em indústrias dominadas por mulheres, enquanto naquelas dominadas por homens, elas são avaliadas negativamente.

Adicionalmente, mulheres seriam associadas a uma maior transparência de divulgação de informações. Pesquisas anteriores mostram que a proporção de especialistas financeiros do sexo feminino no conselho de administração está associada a menos gerenciamento de resultados - alteração intencional de informações financeiras para produzir um resultado predeterminado - (Zalata et al., 2018), e que CFOs (*Chief Financial Officer*) do sexo feminino seguem estratégias de gerenciamento de resultados mais conservadoras em relação aos homens (Peni & Vähämaa, 2010). Complementarmente, o fornecimento de informações contábeis mais confiáveis auxiliaria as empresas com CFOs do sexo feminino a adquirirem empréstimos junto

a instituições financeiras com juros mais baixos e termos contratuais mais favoráveis (Francis et al., 2013). Por outro lado, Sun et al. (2011) não identificaram associação entre comitês de auditoria com diversidade de gênero e gerenciamento de resultados, de forma que a eficácia da supervisão dos relatórios financeiros se mostraram semelhantes em comitês de auditorias com diversidade de gênero ou sem diversidade de gênero.

No que diz respeito às cotas, Ahern e Dittmar (2012) afirmaram que a imposição de cotas de gênero em conselhos de administração de empresas norueguesas causou uma queda significativa no preço das ações após o anúncio da lei, que não é revertida em benefícios futuros como maiores rentabilidades das operações, além de apresentar um grande declínio no Q de Tobin nos anos seguintes, o que, segundo os autores, seria consistente com a ideia de que as empresas escolhem os conselhos para maximizar o seu valor. No mesmo sentido, Labelle et al. (2015) constataram que a relação entre diversidade de gênero e desempenho é positiva nos países que usam a abordagem voluntária, enquanto é negativa nos países que usam a abordagem regulatória, concluindo que as mudanças devam ser introduzidas de forma gradual e voluntária, e não rápida e coercitiva, para evitar uma composição sub-ótima do conselho.

Considerando que as decisões de investimento, de financiamento e de distribuição de dividendos compõem as decisões corporativas financeiras relevantes que determinarão o valor da empresa, a literatura acerca do tema indica, de forma geral, que a presença feminina em posições de alto escalão contribui para tomadas de decisões mais conservadoras. Existem evidências de que as mulheres investem menos e, portanto, aparentam ser mais avessas ao risco financeiro do que homens (Charness & Gneezy, 2012) e, apesar de realizarem uma menor quantidade de aquisições, seus retornos após anúncio são aproximadamente 2% maiores do que aqueles feitos por empresas geridas por executivos do sexo masculino (Huang & Kisgen, 2013). Analogamente, executivos do sexo masculino emitem dívidas com mais frequência do que suas colegas do sexo feminino, e estas emissões têm retornos mais baixos após anúncio (Huang &

Kisgen, 2013). Além disso, há indícios de que executivas mulheres tendem a preferir uma estrutura de capital mais flexível, ao passo que preferem um nível mais alto de dívida de curto prazo em detrimento de dívidas de longo prazo, o que poderia ser interpretado como um sinal de que as executivas são menos confiantes (Rocca et al., 2020). No que concerne às decisões de pagamento de dividendos, a presença de três ou mais mulheres no conselho de administração tende a ter um impacto positivo no pagamento de dividendos de empresas de grande porte, e um impacto negativo nos casos de alta concentração de propriedade (Gyapong et al., 2021).

Em termos de desempenho financeiro em geral, diversos estudos não identificaram diferenças significativas no desempenho de mulheres quando comparado aos obtidos por homens. Algumas das métricas adotadas para obtenção de tal resultado foram a taxa de sobrevivência e os níveis de retornos de novos empreendimentos (Robb & Watson, 2012); o desempenho agregado de portfólios de empresas com conselhos diversos e não diversos (Chapple & Humphrey, 2014); e o retorno financeiro e qualidade do serviço de fundações cuja gestão possuía elevada presença feminina (Ellwood & Garcia-Lacalle, 2015). Sob outra perspectiva, pesquisas indicam existir, a princípio, uma relação negativa entre desempenho e diversidade de gênero em escalões superiores, que pode ser revertida caso a massa crítica de cerca de 30% de mulheres seja alcançada (Joecks et al., 2013); e/ou pode ser revertida no longo prazo (Jeong & Harrison, 2017). Por fim, um outro conjunto de estudos (Dwaikat et al., 2021; Perryman et al., 2016; Sun & Zou, 2021; Tiliuță et al., 2021) identificou impactos positivos do desempenho de mulheres sobre o desempenho financeiro das empresas. Uma das justificativas apresentadas para tal resultado é que, devido ao fato de existirem apenas algumas CEOs do sexo feminino, e, portanto, maior concorrência, poderia significar que elas são mais propensas a serem excelentes administradoras, estando em um nível superior ao dos seus colegas homens (Sun & Zou, 2021).

Outra característica frequentemente atribuída às mulheres é a menor propensão à tomada de risco. Especificamente, Palvia et al. (2014) concluíram que firmas com CEOs e presidentes do conselho de administração do sexo feminino possuem menor risco de falência (Palvia et al., 2014); García e Herrero (2021) descobriram que o percentual de mulheres no conselho de administração está negativamente relacionado à alavancagem, custo da dívida, vencimento da dívida e risco de inadimplência, mostrando que ter mulheres na diretoria leva a uma estrutura de capital que reduz o risco de falência. Todavia, Bouteska e Mili (2021) encontraram evidências divergentes, apontando que os bancos com mais mulheres em altos níveis hierárquicos são mais arriscados e têm lucros maiores do que aqueles liderados por homens.

Diante de tal discussão, identifica-se a necessidade de analisar a existência de impactos no desempenho financeiro/econômico e no risco de falência de firmas de acordo com distintos níveis de diversidade de gênero em posições de alto nível hierárquico. A presente pesquisa se propõe a complementar à literatura atual existente por (i) utilizar uma ampla amostra de empresas de diversas nacionalidades; (ii) investigar a influência da dimensão cultural dos países; (iii) avaliar empiricamente duas vertentes teóricas complementares; (iv) e tratar de forma robusta potenciais problemas de endogeneidade nas abordagens econométricas.

Para formular as hipóteses de pesquisa avaliadas, o capítulo 3, a seguir, explora as teorias utilizadas como base nesta dissertação.

3. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Aqui são apresentadas as duas vertentes teóricas que fundamentam a presente pesquisa. Inicialmente, são discutidas as teorias de equidade de gênero. Em seguida, os itens 3.2 e 3.3, em conjunto, descrevem a primeira vertente teórica avaliada nesta dissertação, que propõe que as mulheres possuem comportamentos diferentes dos homens e, para influenciarem nas

decisões, devem somar certa quantidade (representatividade) no grupo que estão inseridas. A segunda vertente teórica, explicada nos itens 3.4 e 3.5, argumenta que mulheres praticam masculinidades, e podem vivenciar a chamada Síndrome de *Queen Bee*. Por fim, o item 3.6 resume as vertentes teóricas e apresenta as hipóteses de pesquisa a serem exploradas.

3.1 Equidade de Gênero

Durante os séculos XVII e XVIII, no contexto da transição do feudalismo para a ascensão do capitalismo e da sociedade civil, em meio a um cenário de escassez, no qual os indivíduos desejavam assegurar para si a maior quantidade de recursos possível, e no qual havia a transição da economia centrada no lar para a economia industrial, os homens assumem o papel social e as mulheres, gradativamente, tornam-se economicamente dependentes, sendo excluídas da academia, do fórum e do mercado (Calás et al., 1999). Criou-se um papel de submissão para a figura feminina, colocando-a em uma posição de inferioridade em relação ao homem em dimensões sociais, políticas, econômicas e profissionais (Sultana, 2010). Diante deste cenário, os primeiros teóricos do feminismo liberal assumem um papel reformista, ao tentarem demonstrar que as mulheres eram tão humanas como os homens e visavam igualdade. Contudo, em meados dos anos 80, Friedan (1981, citada por Calás et al., 1999) coloca em pauta o fator gestação atribuído biologicamente à mulher, reposicionando o movimento feminista liberal de conceitos de igualdade para os da diferença. Assim, passa-se a buscar a equidade sexual, também denominada como justiça de gênero (Calás et al., 1999).

A equidade de gênero no ambiente de trabalho trata-se de um conceito amplo, que possui diversos aspectos, tais como: acesso ao mercado de trabalho, segregação ocupacional de gênero, diversidade de gênero, equidade de remuneração, acessibilidade a cargos de alta hierarquia, entre outros (Coron, 2020). Nesta pesquisa, entende-se por equidade de gênero a igualdade no

acesso a altos cargos hierárquicos, tema explorado pelo conceito denominado *glass ceiling*¹. Este conceito refere-se a um tipo específico de desigualdade de gênero, que pode ser identificado por quatro características: as diferenças de gênero não decorrem de outras características profissionais relevantes do funcionário; crescem apenas em níveis mais elevados de ganhos (monetários ou de autoridade); impactam na probabilidade de avanço para níveis mais elevados; e aumentam ao longo de uma carreira (Cotter et al., 2001). Desta forma, identificou-se evidências da existência de um teto de vidro na progressão de carreira das mulheres.

Ainda que uma mulher ocupe um cargo de alto escalão, é provável que ele seja precário e arriscado, uma vez que esta situação é mais comum às mulheres do que aos homens (Ryan et al., 2016). Adicionalmente, as mulheres têm uma representatividade excessiva em cargos precários de liderança (Haslam & Ryan, 2008) e, em geral, lideram empresas de menor porte (Mohan, 2014). Um cargo precário é tido como uma posição de liderança em circunstâncias de crise financeira geral, declínio no desempenho da empresa e circunstâncias organizacionais problemáticas. Tais indícios corroboram com o chamado conceito de *glass cliff*, que indica outro tipo específico de desigualdade de gênero no qual os homens têm acesso preferencial a posições de liderança tidas como confortáveis, também denominados empregos quentes, ao passo que as mulheres são designadas para posições precárias (Ryan et al., 2016; Silva et al., 2012).

Em uma primeira instância, uma justificativa para esta alta concentração masculina em cargos de alto escalão seria decorrente da possibilidade de as mulheres utilizarem *soft skills* para gerenciar (Mohan, 2014), o oposto do que seria desejado em termos de atributos do CEO, que necessitaria ser mais resolutivo, ter excesso de autoconfiança, mas não necessariamente exibir habilidades sociais (Bolton et al., 2008; Kaplan et al., 2012). Para Bolton et al. (2008) e Kaplan

¹Marilyn Loden, durante um discurso em 1978, descreveu o teto de vidro como um limite invisível e não dito de quão alto as mulheres podem subir em uma organização (Vargas, 2018).

et al. (2012), *soft skills* estariam relacionadas com habilidades interpessoais e à equipe, como ser bons ouvintes, desenvolver pessoas, ser aberto a críticas, dentre outros. Neste sentido, introduz-se a concepção da existência de diferenças comportamentais entre os gêneros feminino e masculino, explorada a seguir.

3.2 Diferenças comportamentais entre gêneros feminino e masculino

Pesquisas de gênero aplicadas, extensivamente, corroboram com a ideia de que, de forma geral, há traços na personalidade da mulher que as diferem dos homens. Mulheres tendem a se preocupar mais com risco e a possuir tendências mais conservadoras (Amore & Garofalo, 2016; Barber & Odean, 2001; Croson & Gneezy, 2009; Jianakoplos & Bernasek, 1998; Lundeberg et al., 1994; Niederle & Vesterlund, 2007), tendem a ser menos agressivas, menos competitivas, e a possuir menos excesso de autoconfiança (Barber & Odean, 2001; Lundeberg et al., 1994). Além de se envolverem menos em situações de competição (Datta Gupta et al., 2013), podem reduzir a probabilidade de falência (Darrat et al., 2016; Farag & Mallin, 2017). As mulheres também seriam relacionadas aos adjetivos atenciosa, gentil, afetuosa, complacente, benevolente (Broverman et al., 1972; Croson & Gneezy, 2009). Seriam associadas a uma maior qualidade, quantidade e transparência de divulgação de informações (Armstrong et al., 2014; Gul et al., 2011). Complementarmente, os homens tendem a ser mais agressivos, atribuir mais importância aos valores de poder, hedonismo, autorrealização e autodireção; correr mais riscos e possuir mais excesso de autoconfiança (Mohan, 2014; Prince, 1993).

Por outro lado, Adams e Funk (2012) não encontram nenhuma evidência de que as conselheiras mulheres sejam mais avessas ao risco do que os homens. Eles argumentam que o grau de aversão ao risco nas mulheres desaparece quando elas quebram o *glass ceiling* e passam a operar em uma cultura dominada por homens. Em consonância, Nelson (2015) e Farag e

Mallin (2017) identificam que mulheres e homens executivos demonstram comportamentos de assunção de risco semelhantes; e, mais especificamente, o comportamento entre as mulheres membras de conselhos de administração e de conselho fiscal difere do corpo executivo, de modo que as mulheres do corpo executivo são muito menos avessas ao risco e podem apresentar o mesmo nível de apetite ao risco dos colegas homens (Farag & Mallin, 2017).

Mais especificamente, Nelson (2015) revela que, em sua revisão de literatura empírica, são identificadas interpretações incorretas dos resultados estatísticos, com muitos casos em que a diferença entre o comportamento médio de risco de homens e mulheres não possuía significância estatística, ou o tamanho da diferença era consideravelmente menor que um desvio padrão. Assim, defende que o entendimento de que mulheres são menos arriscadas do que homens não é sustentado pela evidência empírica. Adicionalmente, discute que a aparente maior propensão ao risco dos homens seria decorrente de sua tendência a se exibirem.

Complementarmente, Schwartz e Rubel (2005) avaliaram as diferenças de sexo na importância de 10 valores básicos como princípios orientadores e identificaram que homens e mulheres diferem consistentemente na importância que atribuem aos valores mais básicos. No entanto, o tamanho das diferenças entre os sexos é pequeno e explica menos do que a idade e muito menos do que a cultura. Os autores defendem que a cultura modera todas as diferenças de sexo, sendo que o tipo de amostra e o instrumento de medição têm influências menores. Tal consideração sugere a importância da variável cultura na análise do papel da mulher e de seus comportamentos.

Tendo em vista tais evidências controversas, remanescem dúvidas acerca da existência de diferenças comportamentais entre gêneros e se há situações que podem amenizá-las ou intensificá-las. Porém, ainda que estas diferenças existam ou não, a representatividade de diferentes gêneros na composição de um grupo é importante para determinar o nível de influência de cada gênero, e, conseqüentemente, o nível de diversidade de ideias e opiniões na

tomada de decisão (Kanter, 1977). Expõe-se, a seguir, a Teoria da Massa crítica, que descreve as diferentes terminologias que um grupo pode ser denominado em decorrência de sua composição de membros ser diversa ou uniforme.

3.3 Teoria da Massa Crítica

Kanter (1977), em seu trabalho seminal, disserta sobre a relevância das proporções de membros de diferentes sexos nos grupos para a construção da vida social, dando evidência para a chamada Teoria da Massa Crítica, em estudos de diversidade de gênero. A pesquisadora coloca questionamentos acerca das características comportamentais tidas como naturalmente distintas entre os sexos, indagando se teria sido a escassez de mulheres no mercado de trabalho que as empurrou para posições clássicas, em conjunto com a superioridade numérica dos homens que os encorajou a afirmar a superioridade em alguns tipos de tarefas.

No que concerne aos grupos, identificados por sua composição, quatro tipos diferentes são estabelecidos por Kanter (1977): grupos uniformes (uniform groups), grupos enviesados (skewed groups), grupos inclinados (tilted groups) e grupos balanceados (balanced groups), ilustrados na Figura 1.

- Grupos uniformes são compostos unicamente por membros que compartilham das mesmas características fenotípicas, ou seja, têm apenas um tipo social (proporção 100:0): em termos de sexo, podem ser grupos formados integralmente por mulheres ou por homens. Os membros do grupo podem desenvolver suas próprias diferenciações, mas são considerados homogêneos no que tange ao sexo;
- Grupos enviesados é a categoria na qual há uma grande preponderância de um gênero sobre outro. Para que um grupo possa ser classificado como enviesado, sua composição deve estar entre as proporções de 99:1 (99% de homens e apenas 1% de mulheres, por exemplo) até 85:15 (85% de homens e 15% de mulheres, por exemplo). Nesta categoria,

o tipo numericamente superior é chamado de dominante e o numericamente inferior, denomina-se token. O tipo dominante (no exemplo dado, os homens) controla o grupo e a cultura como um todo; já os membros do tipo token (no exemplo dado, as mulheres), são frequentemente tratados como representantes de sua categoria, ou seja, são tidos como símbolos e não como indivíduos. Em qualquer dos tipos citados (token ou dominante), é possível que, observando-se a proporcionalidade descrita anteriormente, mais de uma pessoa faça parte de cada um dos tipos (por exemplo, (i) se um grupo for formado por 10 pessoas, é possível que apenas uma delas seja token e as demais, dominantes; (ii) por outro lado, se um grupo for formado por 100 pessoas, é possível que 15 delas sejam tokens e as demais, dominantes).

- Grupos inclinados possuem proporções menos extremas. Sua composição está entre as proporções de 84:16 (84% de homens e 16% de mulheres, por exemplo) até 65:35 (65% de homens e 35% de mulheres, por exemplo). Dentro dos grupos inclinados, o tipo numericamente superior é chamado de majoritário, enquanto que o numericamente inferior é chamado de minoritário. Tokens são diferentes de minoritários pois estes são potenciais aliados entre si, podem formar coalizões e afetar a cultura do grupo. Além disso, os minoritários são identificados como um subgrupo distinto dos majoritários, e os indivíduos são também diferenciados uns dos outros, deixando de ser considerados apenas símbolos;
- Os grupos são considerados como balanceados quando possuem as proporções de aproximadamente 60:40 (60% de homens e 40% de mulheres, por exemplo) até 50:50 (50% de homens e 50% de mulheres, por exemplo). Neste caso, cada um dos tipos é chamado de subgrupo potencial, sendo que a cultura e a interação de cada um dos tipos entre si e entre os membros de cada subgrupo potencial reflete esse equilíbrio. Assim, as diferenças de gênero tornam-se cada vez menos importantes. Os resultados das

decisões de um grupo balanceado dependerão mais de outros fatores estruturais e pessoais, incluindo a formação de subgrupos ou habilidades e competências diferenciadas.

A título de exemplo, tenha-se um grupo composto por cem pessoas, sendo 99 delas do sexo masculino e apenas uma do sexo feminino. Considerando esta proporção (99:1), este grupo é denominado enviesado, os homens são dominantes e as mulheres, tokens. Em um segundo momento, neste mesmo grupo ingressam 15 mulheres e saem 15 homens. O grupo continuou composto por cem pessoas, porém agora com 16 mulheres e 84 homens. Devido à nova proporção de membros (84:16), este mesmo grupo é agora denominado inclinado, em que os homens são chamados maioria e as mulheres, minoria.

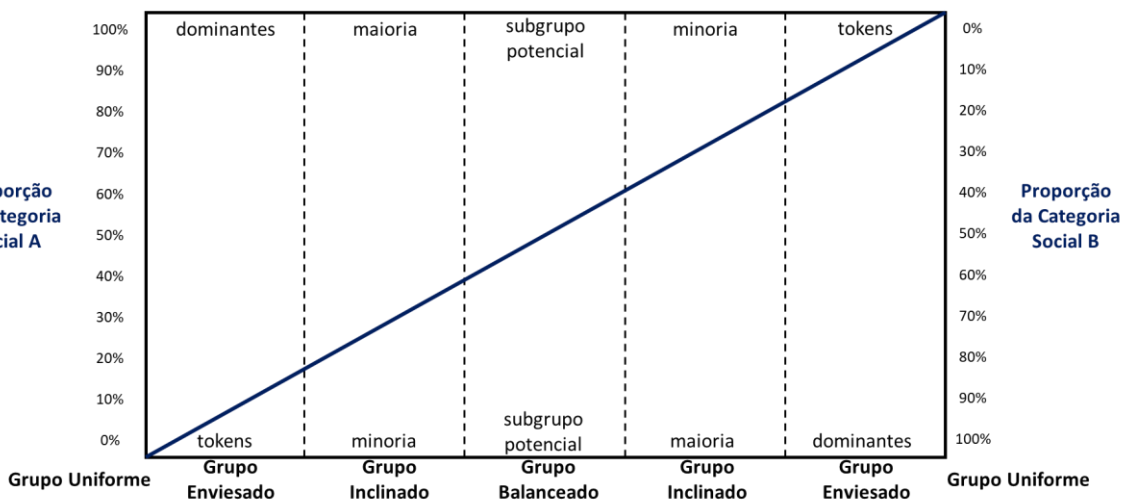


Figura 1. Tipos de Grupos de acordo com a Teoria da Massa Crítica.

Fonte: Kanter (1977). Tradução: a autora.

Relatórios de diversidade de gênero apontam que as mulheres ocupam 19,7% dos assentos dos conselhos de administração, 6,7% das posições de presidência do conselho de administração (*board chair*), 5,0% das posições de presidência executiva (CEO) e 15,7% da diretoria financeira (CFO) (*Deloitte Global Center for Corporate Governance*, 2023). Desta

forma, em termos gerais, os grupos de executivos e conselheiros variam entre enviesados ou inclinados no que diz respeito ao sexo de seus membros.

Ressalta-se que as empresas com grupos enviesados podem praticar tokenismo. O tokenismo representa baixa oportunidade e baixo poder, prevê que os indivíduos tokens enfrentam desafios, incluindo hiper escrutínio (Glass & Cook, 2016), pressões de desempenho e estereótipos negativos, além de acionar ciclos auto perpetuantes que reforçam o baixo número de mulheres na alta gestão e, na ausência de intervenção externa, elas são mantidas na posição de tokens (Eagly et al., 2012; Kanter, 1977).

Desta forma, a Teoria da Massa Crítica coloca em pauta se haveria um número mínimo de tokens em um grupo que permita a existência de alianças entre eles com a finalidade de afetar a cultura e a tomada de decisão e, conseqüentemente, mudar a dinâmica do grupo, se aproximando dos grupos inclinados (minoritários), nos quais os membros possuem maior poder e não são meros símbolos.

No que diz respeito aos processos de interação grupal, Kanter (1977) discute qual seria a quantidade de membros necessária para os tokens passarem a ser minoritários. Observou-se que em cenários nos quais haviam duas mulheres, o grupo numericamente superior agiu de modo a combater ou não contribuir com a formação de possíveis alianças entre elas:

- Comparações entre indivíduos eram feitas, nas quais uma mulher era superior à outra. Aquela que recebeu o rótulo de sucesso sentiu-se aliviada por ser incluída e elogiada, reconhecendo que a aliança com a ‘fracassada’ prejudicaria sua aceitação. Assim, a primeira manteve-se distante da segunda, não a ajudando em seu desempenho ao reter para si críticas construtivas que havia ouvido, e a segunda mulher logo foi embora;
- Uma camada de hierarquia era inserida entre as duas mulheres: uma se torna chefe da outra, o que causa atrito entre elas;

- Paradoxalmente, os dominantes também podiam derrotar alianças tentando promovê-las. Duas mulheres em um grupo de treinamento foram automaticamente tratadas como um par, de modo que os demais se sentiram isentos da responsabilidade de interagir ou apoiá-las. As mulheres reagiram a esse emparelhamento forçado tentando criar diferença e distância entre elas e tornando-se extremamente competitivas;
- Por outro lado, houve também casos nos quais as duas mulheres desenvolveram uma aliança próxima e recusaram-se a voltar-se uma contra a outra. A forte identificação com a causa feminista ou com outras mulheres estava por trás dessas alianças.

Ou seja, ainda que haja dois indivíduos tokens em um mesmo grupo enviesado, dificilmente se gerará uma aliança entre tais indivíduos que possa se tornar poderosa no grupo. Adicionalmente, Kanter (1977) defende que um mero acréscimo de um token em um grupo com apenas um token, totalizando dois tokens, poderia atenuar o tokenismo. Ao mesmo tempo, os dominantes teriam facilidade em distanciar esta quantidade de pessoas, sugerindo um acréscimo adicional de mais um token, ou seja, um número mínimo de três tokens (no caso, mulheres) para que alianças de apoio se desenvolvam no contexto simbólico. Resultados de estudos empíricos corroboram com esta proposição de três tokens no mínimo (Torchia et al., 2011; Flabbi et al., 2017 e Schwartz-Ziv, 2017).

Por fim, Kanter (1977) afirma que as mulheres, em seus papéis de tokens, possuem duas possibilidades gerais de resposta: aceitar o isolamento, permanecendo marginalizadas e manter suas características originais, ou podem tentar esconder suas características individuais, provar sua lealdade ao grupo dominante e voltar-se contra sua própria categoria social, o que sugere a formação de mulheres preconceituosas contra mulheres, ou Síndrome da abelha rainha, teoria discutida na seção 2.4 a seguir.

3.4 Síndrome de Queen Bee

O termo Síndrome de Queen Bee (traduzido como Síndrome da abelha rainha) foi cunhado por Staines et. al. (1973) e Abramson (1975), porém, popularizou-se com a publicação do livro intitulado *Queen Bees and Wannabes: Helping Your Daughter Survive Cliques, Gossip, Boyfriends, and Other Realities of Adolescence* em 2002 (Wilson, 2015).

De acordo com Rindfleish (2000) e Staines et al. (1973), em seu estudo acerca do posicionamento de mulheres em relação à libertação, os pesquisadores atentaram-se às evidências de que algumas mulheres ativamente se opunham a mudanças nos papéis sexuais tradicionais, o que os levou a conclusão da existência de um grupo de mulheres antifeministas, que exemplificariam a síndrome Queen Bee. A verdadeira abelha rainha sentiria que é bem sucedida no âmbito profissional, com um emprego de alto status com boa remuneração em um campo dominado pelos homens, e também no âmbito social, no qual desfrutaria de popularidade entre os homens, atratividade e um bom casamento no qual ela administraria uma casa e uma família com facilidade. De acordo com Staines et al. (1973, p. 63), as abelhas rainhas pensariam que se elas podem fazer isso sem um movimento inteiro para ajuda-las, todas aquelas outras mulheres também podem.

Complementarmente, Abramson (1975) identificou a extensão da deferência ao sistema dominante e aos valores exibidos pelo status de token das mulheres na gestão naquele momento e reconheceu que mulheres que já haviam conquistado níveis proeminentes na gestão tendiam a negar a existência de discriminação sistemática contra as mulheres, efeito este que a autora também denominou como Síndrome de Queen Bee. As executivas bem sucedidas agiriam desta forma pois, caso elas admitissem a existência da discriminação contra mulheres na sociedade, isso depreciaria seu próprio nível de êxito.

Pesquisas empíricas corroboram com esta teoria sob a ótica de que mulheres líderes demonstram mais preconceito contra outras mulheres líderes (Garcia-Retamero & López-Zafra,

2006), são mais críticas frente às suas colegas hierarquicamente inferiores e assumem, inclusive, posição contra à quota de gênero (Faniko et al., 2017), expressam percepções mais negativas sobre o comprometimento com a carreira de outras mulheres (Ellemers et al., 2004) e se tornam menos favoráveis a programas de igualdade de oportunidades à medida que avançam na organização (Ng & Chiu, 2001). Os motivos pelos quais as mulheres Queen Bee agiriam de tal forma envolvem a percepção de que os sacrifícios pessoais que elas fizeram para superar as expectativas estereotipadas de gênero as fazem ser diferentes de outras mulheres no trabalho que não fizeram sacrifícios semelhantes (Faniko et al., 2017); e também a tentativa de mitigar os sentimentos de inadequação e exclusão frente ao grupo dominante, o que as fazem evitar serem vistas como um membro do grupo social desfavorecido composto por suas subordinadas (Baykal et al., 2020). Desta forma, o fenômeno Queen Bee era tratado como evidência de que as mulheres são seus próprios inimigos e que a rivalidade entre as mulheres é um obstáculo importante na carreira das mulheres (Dobson & Iredale, 2006; Derks et al., 2011), o que atribui a conotação de que as próprias mulheres são responsáveis por desenvolverem esta síndrome.

Todavia, sob uma perspectiva diferente, Mavin (2008) defende que o termo seja sexista, uma vez que culpa as mulheres e absolve os homens por resultados de carreira desiguais entre as mulheres, além de propagar a suposição estereotipada de que as mulheres devem demonstrar solidariedade umas com as outras, mas que os homens podem competir uns contra os outros pelos melhores empregos. Derks et al. (2011) propõem que o comportamento das mulheres Queen Bee seja resultado da discriminação de gênero no local de trabalho uma vez que a cultura da organização que desvaloriza a mulher ameaça sua identidade, como consequência, a trabalhadora pode tentar melhorar a posição de seu grupo de forma coletiva ou melhorar sua carreira individual. De acordo com os pesquisadores, as mulheres com baixa identificação de gênero otimizam seus resultados individuais mesmo quando essa estratégia diminui as

oportunidades para outras mulheres, enquanto mulheres com alta identificação de gênero buscam tentativas de melhorar os resultados coletivos.

Neste sentido, Arvate et al. (2018) realizaram um estudo em larga escala e identificaram que o fenômeno Queen Bee pode ser um mito, pois mulheres líderes se comportaram de maneira benevolente em relação às mulheres subordinadas. Seus principais resultados mostram que, comparando-se municípios em que uma mulher foi eleita líder (grupo de tratamento) com municípios em que um homem foi eleito líder (grupo controle), houve um aumento no número de chefias de nível superior e médio nas organizações públicas, o que seria congruente com indivíduos com alta identificação de gênero analisados por Derks et al. (2011).

As trabalhadoras com baixa identificação de gênero, por outro lado, podem perceber seu gênero como um passivo, o que as induz a avançar na carreira por meio do comportamento Queen Bee, que enfatiza características masculinas, visões estereotipadas de gênero e nega a existência de preconceito de gênero (Derks et al., 2011). Em outros termos, estariam praticando masculinidades. Na seção 2.5, a seguir, expõe-se a Teoria de Masculinidades, que explica que as mulheres podem se comportar de formas tidas como masculinas.

3.5 Teoria de Masculinidades

No contexto dos estudos de gênero, discute-se as noções de masculinidade e feminilidade, com a perspectiva de que o aspecto comportamental do indivíduo seja baseado na socialização, cultura e vivência a que cada pessoa é submetida, e não de forma biológica. A caracterização dessas noções está em constante mudança, sendo cultural e historicamente dependente dos significados a que lhe são atribuídos, sendo, portanto, formas de subjetividades (orientações no pensar, sentir e valorizar) que reconhecem que homens, assim como mulheres, são capazes de agir de formas masculinas e femininas (Mavin, 2008).

Anteriormente à Teoria de Masculinidades, as Teorias Feministas foram desenvolvidas partindo do pressuposto comum de reconhecimento da dominação masculina e o desejo se alterar tal *status quo*. Em um breve resgate histórico daquelas mais relevantes para a presente pesquisa, destaca-se as teorias liberal, radical e socialista.

A teoria feminista liberal nasce no contexto de transição do feudalismo para a ascensão do capitalismo e da sociedade civil, dando luz à concepção de equidade de gênero. Entendia-se a distinção entre homem e mulher devido ao sexo do indivíduo, ou seja, suas características biológicas. No que diz respeito à literatura de mulheres gestoras sob a ótica da teoria feminista liberal, em grande parte, estudou-se a desigualdade remuneratória e carreiras com pequena amplitude, ou seja, trata-se do fenômeno *glass ceiling* (Calás et al., 1999).

A teoria feminista radical tem sua origem em meados dos anos 60 e defende que o problema da subordinação das mulheres consiste no sistema de dominação masculina e este, por sua vez, norteia a sociedade patriarcal. Desta forma, argumenta-se sobre a necessidade de uma extensa transformação em todos os âmbitos da vida, que estão sob influência dos privilégios do gênero masculino, e propõe-se um feminismo centrado na mulher, com uma nova ordem social na qual as mulheres não sejam subordinadas aos homens (Calás et al., 1999).

A teoria feminista socialista, por sua vez, reporta intersecções de gênero, raça, classe e sexualidade; defendendo uma sociedade na qual tanto a masculinidade quanto a feminilidade são irrelevantes e não há a dicotomização entre homem e mulher. Em termos organizacionais, identifica-se nas práticas de recrutamento e promoção, o ciclo de segregação do trabalho (Collinson et al., 1990), que se estende à legitimação masculina em cargos hierarquicamente superiores por meio de símbolos e imagens, incluindo interações sociais de dominação como interrupções de falas femininas e, por fim, destaca-se os atributos de personalidade que bloqueiam o desenvolvimento de mulheres: diz-se muito emocional, muito sensível, não suficientemente independente a ponto de tomar as decisões mais difíceis (Calás et al., 1999).

De maneira geral, as primeiras teorias do feminismo liberal distinguem o masculino e o feminino por suas características biológicas; e, posteriormente, as teorias delinearam a distinção entre sexo biológico e gênero construído com base na socialização e vivência de cada indivíduo. Especificamente o sexo seria uma categoria social produzida por meio de critérios biológicos para classificar as pessoas como mulheres ou homens, enquanto o gênero seria um sistema culturalmente institucionalizado produzido e reproduzido por meio de relações de subordinação e dominação baseadas em diferenciações hierárquicas históricas por sexo, classe e raça (Calás et al., 2014).

Em linha com a abordagem de gênero como um sistema produzido culturalmente por meio da repetição, o conceito de masculinidade é apresentado como combinações de sinais que mostram se uma pessoa é um homem (Collinson & Hearn, 2005), em outras palavras, uma cultura masculinista é replicada e reforçada e não seria resultado da biologia como gênero predeterminado, mas sim das persistentes e dominantes maneiras de pensar sobre homens e dos homens (Whitehead, 2014). Adicionalmente, Carrigan et al. (1985) explicam a existência de ‘masculinidades múltiplas’, que determina a existência de diversas maneiras pelas quais formas específicas de masculinidade (por exemplo, branca, de classe média, de meia-idade, heterossexual, homofóbica, anglo-saxônica, cristã, ocidental, corpórea) podem ser dominantes em relação a outras formas de masculinidade (por exemplo, classe trabalhadora e homossexual) e à feminilidade. O conceito de ‘masculinidade hegemônica’ corrobora com esta percepção ao identificar que o poder dos homens surge de uma forma de ser que privilegia a racionalidade, homosociabilidade, competição, machismo e heterossexualidade (Connell, 2000). Assim, é possível definir em diferentes contextos os comportamentos masculinos apropriados e aqueles tidos como inadequados (Whitehead, 2014). Ressalta-se que as masculinidades nas organizações podem ocorrer em diferentes formas simultaneamente: os aviadores enfatizavam

sua masculinidade em termos de risco, os oficiais do exército priorizavam sua resistência e os oficiais de suprimentos se orgulhavam de sua racionalidade técnica (Barrett, 1996).

As masculinidades podem ser percebidas em ações, atitudes e na ética de funcionários e líderes, ou seja, tratam-se de práticas gerenciais dominantes que reforçam a identidade masculina: em particular, a competição, individualização, distanciamento emocional, assertividade e agressividade, não estando as repercussões do estilo de gestão limitadas às paredes da organização, influenciando profundamente e diretamente as atitudes dos funcionários, seus relacionamentos e suas identidades (Whitehead, 2014). Complementarmente, Collinson e Hearn (2005), examinaram as maneiras pelas quais os gestores homens podem administrar mal casos de assédio sexual e podem discriminar rotineiramente as mulheres na seleção. Kanter (1977) usou o termo ‘reprodução homosocial’ para descrever os processos pelos quais os gerentes seniores do sexo masculino selecionavam outros gerentes do sexo masculino de modo que reproduziam uma elite gestora totalmente masculina.

O conceito de ‘performatividade’ de Butler (1990, 1993) esclarece que o sexo biológico do indivíduo não determina seus comportamentos, mas sim a mimetização de outros comportamentos preconizados em ambientes familiares e sociais, além de sua repetição ao longo do tempo. Tal conceito é útil na compreensão da possibilidade de masculinidades também serem performadas por mulheres, e não apenas por homens (Halberstam 1998; Whitehead, 2014). Em particular, no ambiente organizacional, mulheres gestoras, em suas experiências de se tornarem líderes, podem replicar discursos masculinos de forma convincente como sujeitos de gênero; e aquelas mulheres que atingem os níveis hierarquicamente mais altos o fazem apesar de, não por causa de atitudes masculinas e da cultura masculinista (Whitehead, 2014). Assim, a masculinidade dominante pode exigir um compromisso físico e emocional para que a pessoa desempenhe um papel de masculinidade a todo momento.

Desta maneira, Powell e Butterfield (2003) veem uma incongruência entre o papel de gestora executiva e o papel de gênero da mulher: caso elas se conformem com o papel de gênero feminino, deixam de ser executivas; caso se conformem com o papel de executivas, deixam de ser femininas. Nicolson (1996) destaca que o custo para as mulheres expressarem um comportamento não feminino pode ser alto uma vez que elas têm que lidar com a avaliação dupla tanto como mulheres profissionais em competição com homens quanto como profissionais do sexo feminino. Ou seja, além de serem femininas em âmbito social e profissional, elas precisam ser melhores do que os homens profissionalmente, o que é um dilema crucial. (Mavin, 2008)

De acordo com Whitehead (2014), as masculinidades nas organizações são ocultas, invisíveis e persistentes. Ocultas devido à incapacidade de conexão entre os discursos da gestão aos discursos da masculinidade, e também porque associa-se a masculinidade aos homens, sem perceber que as mulheres também fazem masculinidades. Invisíveis em consequência da reflexividade bloqueada dos homens (Middleton, 1992), fenômeno decorrente da aparente falta de autoconsciência dos homens quanto ao próprio gênero, em outros termos, os homens não sabem que têm um gênero. Persistentes pois apesar de décadas de crítica feminista, da maior representatividade de mulheres em cargos de gestão e do reconhecimento das organizações sobre a necessidade de oportunidades iguais, expressões de masculinidades continuam a persistir na gestão.

3.6 Hipóteses de Pesquisa

A primeira vertente teórica propõe que as mulheres possuiriam comportamentos distintos dos homens, tendendo a ser menos competitivas, autoconfiantes e propensas a incorrer em riscos (Barber & Odean, 2001; Lundeberg et al., 1994) e, portanto, poderiam assumir posicionamentos diferentes dos homens no processo de tomada de decisão. Contudo, para que

as mulheres tenham poder e exerçam influência na tomada de decisões da firma (grupo), seguindo a Teoria da Massa Crítica proposta por Kanter (1977), elas necessitariam ter certa representatividade no grupo.

Já a segunda vertente teórica propõe que as mulheres com baixa identificação de gênero poderiam praticar masculinidades² para serem vistas como membros do grupo masculino dominante e, assim, serem elegíveis a ascender níveis hierárquicos. Ao atingir níveis mais elevados, poderiam desenvolver a chamada Síndrome de Queen Bee (Staines et. al., 1973; Abramson, 1975), e comportar-se de forma a enfatizar características masculinas, visões estereotipadas de gênero e a negar a existência de preconceito de gênero, perpetuando a disparidade de gênero na organização.

Entende-se que há, portanto, duas possibilidades: (i) existir diferenças significantes entre o desempenho financeiro e o risco de falência das firmas para os distintos níveis de diversidade de gênero no alto escalão da gestão; ou (ii) não existir diferenças significantes. Caso a possibilidade (i) seja obtida nas análises empíricas, pressupõe-se o indicativo de que a primeira vertente teórica seja aplicável; e, na eventualidade de as estimações indicarem a possibilidade (ii), a segunda vertente teórica seja mais apropriada. Assim, propõe-se a seguinte hipótese sob a perspectiva da primeira vertente teórica (i):

Hipótese 1: A diversidade de gênero em posições de alta gestão possui uma relação positiva com desempenho financeiro, e negativa com o nível de risco de falência da empresa.

Tendo em vista que diferentes culturas promovem níveis de equidade de gênero diferentes, em concordância com Bouteska e Mili (2021), propõe-se a investigação da influência da cultura e do nível de equidade de gênero sobre o impacto da presença feminina em cargos de alta hierarquia desenvolvido na Hipótese 1. Pressupondo que a amostra de

² Trata-se de comportamentos dominantes que reforçam a identidade masculina como a competição, individualização, distanciamento emocional, assertividade e agressividade (Whitehead, 2014).

companhias selecionada representa a cultura do país como um todo, analisar-se-á a segunda hipótese:

Hipótese 2: A relação positiva entre desempenho financeiro e a diversidade de gênero em posições de alto escalão é menor em empresas situadas em países nos quais há um maior nível de equidade de gêneros.

Por fim, caso as mulheres possuam tais comportamentos distintos dos homens, espera-se que o nível de risco de dificuldades financeiras da firma seja reduzido com a presença de mulheres, conforme indicam resultados de pesquisas empíricas (Garanina & Muravyev, 2021; García & Herrero, 2021). Caso o risco de dificuldades financeiras tenha relação negativa com a presença feminina em cargos de elevada hierarquia, é possível que o nível de retorno em cenários economicamente adversos também sejam afetados. Desta forma, propõe-se a investigação da terceira hipótese:

Hipótese 3: A relação negativa (positiva) entre risco de falência (desempenho financeiro) e a diversidade de gênero em posições de alto escalão é maior em momentos de recessão econômica

A seguir, na seção 4, são apresentadas as estratégias metodológicas adotadas para operacionalização e posterior análise de resultados acerca das hipóteses apresentadas.

4. METODOLOGIA

A metodologia considera modelos de regressão para dados em painel. A amostra é composta por dados de companhias não financeiras de capital aberto de diversos países³, como *proxy* para capturar o efeito de diferentes culturas. Os dados são referentes ao período de 2010 a 2022, coletados a partir de bases de dados secundários como Capital IQ Pro, Bloomberg, sites oficiais de bolsas de valores, Fórum Econômico Mundial e reguladores, além de quaisquer

³ A lista das empresas consideradas, por país, é apresentada no Anexo A.

outras fontes que sejam consideradas confiáveis e contributivas ao trabalho⁴. Este estudo considerará como alta hierarquia o corpo de gestores sêniores (*C-level* ou *Top Management Team*) e o Conselho de Administração (CA). Todas as estimações econométricas adotam como variável dependente: (i) o desempenho financeiro da firma, mensurado pelo Q de Tobin, Market-to-Book, ROA e ROE ou; (ii) o risco de falência da firma, representado pelo Z de Altman.

A fim de testar a Hipótese 1, estabeleceu-se, como principal variável independente de interesse, medidas de diversidade de gênero na alta gestão da empresa. Estas medidas são especificadas como: (i) variável binária sobre a presença de ao menos uma mulher no grupo; (ii) variável binária que determina a presença de três ou mais mulheres, seguindo a Teoria da Massa Crítica e; por fim, (iii) variável relativa ao percentual de mulheres no grupo. Para que os resultados corroborem com a Hipótese 1, o coeficiente dessa variável independente de diversidade de gênero deverá ser positivo e estatisticamente significativo pelo menos ao nível de 90%.

No que tange à Hipótese 2, as principais variáveis de interesse mensuram: (i) o efeito moderador, medido pela interação entre variáveis de diversidade de gênero da empresa e do nível de equidade de gênero do país; (ii) a diversidade de gênero da empresa, e (iii) o nível de equidade de gênero do país. A Hipótese 2 será válida caso a Hipótese 1 seja corroborada e o coeficiente da variável moderadora associada seja negativo (ou positivo caso a variável se refira ao nível de risco de dificuldades financeiras) e estatisticamente significativa ao menos ao nível de 90%.

Por fim, a Hipótese 3 adota como principais variáveis de interesse: (i) o efeito moderador, medido pela interação entre variáveis de diversidade de gênero da empresa e uma variável binária de período de recessão econômica; (ii) a diversidade de gênero da empresa, e

⁴ Foram consultados sites com a finalidade de identificar o sexo de cada indivíduo.

iii) períodos de recessão econômica. Caso a Hipótese 1 seja corroborada e o coeficiente da variável moderadora seja positivo (ou negativo caso a variável se refira ao nível de risco de falência) e estatisticamente significativa ao menos ao nível de 90%, a Hipótese 3 também será corroborada.

Este capítulo está organizado da seguinte maneira: o item 4.1 apresenta as variáveis dependentes e explicativas da pesquisa, juntamente com as expectativas teóricas quanto ao impacto das variáveis de controle e da presença feminina em cargos de elevado escalão sobre o desempenho e o risco da firma. O item 4.2 discorre acerca da base de dados, enquanto o item 4.3 se concentra na descrição dos modelos econométricos adotados.

4.1 Definição operacional das variáveis utilizadas

Esta seção tem como objetivo definir as variáveis utilizadas nos modelos econométricos e evidenciar os argumentos teóricos e empíricos que sustentam as relações esperadas entre elas.

Na sequência são apresentadas três subseções. A primeira subseção aborda as variáveis dependentes, a segunda subseção trata acerca das variáveis independentes de presença feminina em posições de alta hierarquia de firmas e, por fim, a última subseção, expõe as variáveis de controle consideradas.

4.1.1 Variáveis dependentes

O presente estudo, em seu objetivo de analisar a existência de impactos no desempenho financeiro/econômico e no risco de falência de firmas de acordo com distintos níveis de diversidade de gênero em posições de alto nível hierárquico, utiliza variáveis dependentes relativas ao desempenho financeiro e risco da firma. A seguir tais variáveis são exploradas, porém também são representadas nos Painéis A e B da Tabela 1.

- **Variáveis dependentes: desempenho financeiro**

No que concerne ao valor da firma e ao seu desempenho financeiro, existem diferentes conceitos aplicáveis. O primeiro deles, o valor contábil, é proveniente dos demonstrativos financeiros publicados pelas próprias empresas, como o balanço patrimonial. Já o valor intrínseco diz respeito à expectativa de geração de fluxos de caixa futuros, mensurado por meio do método de orçamento de fluxos de caixa descontados a valor presente. Por fim, o valor de mercado (no caso de empresas com capital aberto, refere-se ao preço das ações negociadas em bolsa de valores multiplicado pela quantidade de ações em circulação), assim como o valor intrínseco, reflete a expectativa dos investidores em relação à capacidade de geração de fluxos de caixa no futuro da firma. Os conceitos de valor intrínseco e valor de mercado se aproximam, devendo ser equivalentes ao serem desconsideradas as imperfeições de mercado.

As métricas dão importantes sinalizações sobre o estado presente e futuro das firmas. Métricas que combinam a visão contábil (referente ao presente da empresa) com a visão de mercado ou intrínseca (referentes ao futuro da empresa) representariam as oportunidades de crescimento que o mercado vislumbra para a firma em um determinado momento.

Desta forma, as variáveis dependentes utilizadas como métrica de desempenho contábil foram ROA e ROE. Adicionalmente a elas, as variáveis dependentes utilizadas que representam (*proxy*) as oportunidades de crescimento são Q de Tobin e *Market-to-Book*. A fórmula de mensuração das variáveis e maiores informações são demonstradas no Painel A da Tabela 1.

- **Variáveis dependentes: risco de falência da firma**

A Teoria do Portfólio de Markowitz (1952) estabelece que decisões relacionadas à seleção dos investimentos que irão compor a carteira devem ser tomadas com base na relação entre risco e retorno e estipula a identificação matemática da diversificação ótima de ativos,

partindo da teoria da utilidade sob incerteza. A teoria explica como investidores racionais irão usar o princípio da diversificação para otimizar as suas carteiras de investimentos com base no valor descontado dos retornos futuros esperados e como um ativo arriscado deve ser precificado. A otimização de portfólio, denominada Fronteira Eficiente, compreende um conjunto de carteiras que, para cada dado nível de risco, seleciona-se uma respectiva carteira de maior retorno. Ou seja, trata-se das carteiras que apresentam o máximo retorno para um determinado nível de risco.

Assim, uma empresa com perfil mais arriscado deve conferir maiores retornos ao acionista, sendo que o risco financeiro é associado à possibilidade de prejuízo em decorrência de transações financeiras e operações de investimentos. Exemplificando, alguns dos riscos existentes na gestão financeira são: (i) riscos de crédito, relacionados à possibilidade de inadimplência de clientes, por exemplo; (ii) riscos de liquidez, associados às dificuldades na gestão de capital de giro e/ou liquidação de ativos; (iii) riscos de mercado, que dizem respeito a variações de preço de ativos financeiros, produtos ou commodities; (iv) riscos operacionais, relativos a erros humanos ou sistêmicos; e os (v) riscos legais, decorrente da não conformidade da empresa com as normas obrigatórias estabelecidas para sua atividade.

Neste estudo, assume-se como nível de risco de falência da firma o Z-score de Altman (1968), seguindo estudos anteriores (Dissanayake et al., 2017; García & Herrero, 2021; Hedija & Němec, 2021). Essa métrica foi capturada via consulta à base de dados secundários, porém deve ser composta por: working capital sobre total de ativos; lucros retidos sobre total de ativos; EBIT dividido pelo total de ativos; valor de mercado sobre valor de book do total de dívidas e vendas sobre o total de ativos.

Conforme demonstrado no Painel B da Tabela 1, a variável binária de risco de falência (Z_{Altman}) assume valor igual a um caso o valor do Z-score de Altman seja menor que 1,81. Tal valor foi assumido considerando as conclusões de Altman (1968) de que todas as empresas

com Z score superior a 2,99 enquadram-se claramente na categoria não falido, enquanto as empresas com Z abaixo de 1,81 estão todos falidos. A área entre 1,81 e 2,99 será definida como zona cinzenta. De forma conservadora, considerou-se apenas o corte de 1,81 para analisar o risco de falência das empresas da amostra.

4.1.2 Variáveis independentes

As hipóteses traçadas no presente estudo propõem a investigação do impacto da diversidade de gênero sobre o desempenho financeiro da firma (*Hipótese 1: A diversidade de gênero em posições de alta gestão possui uma relação positiva com desempenho financeiro, e negativa com o nível de risco de falência da empresa*), dos efeitos moderadores da cultura (*Hipótese 2: A relação positiva entre desempenho financeiro e a diversidade de gênero em posições de alto escalão é menor em empresas situadas em países nos quais há um maior nível de equidade de gêneros*) e dos efeitos moderadores de estresses na economia em que a firma está inserida (*Hipótese 3: A relação negativa (positiva) entre risco de falência (desempenho financeiro) e a diversidade de gênero em posições de alto escalão é maior em momentos de recessão econômica*). As variáveis estão retratadas nos Painéis C, D e E da Tabela 1 e, complementarmente, são explicadas a seguir.

- **Variáveis independentes: diversidade de gênero na firma**

A definição operacional do fator diversidade de gênero consistiu na construção de três variáveis para cada nível hierárquico do alto escalão, também listadas no Painel C da Tabela 1. Os níveis hierárquicos do alto escalão foram segregados entre os grupos conselho de administração e executivos, compondo, assim, seis variáveis. A identificação do gênero de cada indivíduo, por sua vez, foi realizada através de uma premissa operacionalizada pela *proxy* de seu sexo.

A primeira variável independente, “Presença1”, trata-se de uma variável binária que assume valor igual a um caso houvesse ao menos uma mulher no grupo e zero caso o grupo fosse composto integralmente por membros do sexo masculino. Esta variável representa a existência de diversidade de gênero no grupo.

Complementarmente à primeira variável independente, a variável “Percentual” retrata a intensidade da diversidade de gênero naqueles grupos em que há esta diversidade. Em outras palavras, ilustra-se a representatividade da diversidade de gênero no grupo.

Por fim, a variável independente “Presença3” é oriunda da Teoria da Massa Crítica (Kanter, 1977), e parte da concepção de que é necessário que um grupo tenha um número mínimo de três mulheres para que alianças de apoio se desenvolvam entre elas, de modo a serem capazes de impactar a cultura e a tomada de decisão do grupo como um todo (Torchia et al., 2011; Flabbi et al., 2017 e Schwartz-Ziv, 2017). A variável foi operacionalizada através de uma *dummy* que assumiu valor igual a um caso houvesse ao menos três mulheres no grupo, e zero caso contrário.

Propõe-se que as variáveis explicativas possuam uma associação positiva com as métricas de desempenho financeiro, e negativa com o nível de risco de falência da firma. Caso esta relação seja verificada nos resultados empíricos, a interpretação seria de que as mulheres possuem características distintas dos homens e estes atributos são capazes de influenciar a tomada de decisão do grupo como um todo (leia-se primeira vertente teórica).

Contudo, sabe-se possível a aferição de dois outros resultados: relação oposta à esperada e nenhuma relação.

No caso de a relação analisada ser oposta à esperada, ou seja, se houver uma associação negativa com o desempenho e positiva com a tomada de riscos, acredita-se que a primeira vertente teórica também explicaria os achados. Em contrapartida, na eventualidade de os resultados não indicarem relação entre as variáveis explicativas e as dependentes, a análise

passaria pela proposição teórica que expõe que mulheres também podem praticar masculinidades, enfatizar características masculinas e até desenvolver a Síndrome de Queen Bee, de forma que suas considerações e contribuições são semelhantes às do grupo que mimetizam e, portanto, não haveria distinções comportamentais entre tais mulheres e os homens.

- **Variáveis independentes: efeito moderador da cultura do país**

O presente estudo, em sua hipótese 2, propõe a investigação da existência de um efeito moderador da cultura na qual a firma está inserida, o que poderia influenciar a relação entre o desempenho da firma e a presença feminina em posições de alto escalão. Acredita-se que possa haver um efeito moderador que influencie negativamente a relação entre desempenho financeiro e presença feminina em posições de elevada hierarquia. Ou seja, quanto maior o nível de equidade de gênero da cultura em que a empresa está inserida, menor será o impacto causado pela presença feminina sobre o desempenho financeiro da empresa em questão.

A *proxy* representativa do atributo cultura foi o nível de equidade de gênero de cada país, pressupondo-se que a amostra de companhias selecionada representa a cultura do país como um todo⁵.

A definição operacional do nível de equidade de gênero de cada país consistiu em uma variável, enumerada no Painel D da Tabela 1, que equivale a um componente do índice *Global Gender Gap Index* (GGGI) mensurado pelo Fórum Econômico Mundial (*World Economic Forum*) e publicado periodicamente em seu relatório de avaliação global, *Global Gender Gap Report* (GGGR), desde 2006.

Este índice representa o nível de equidade de gênero e é composto por quatro dimensões: (i) oportunidades e participação econômica, (ii) nível educacional, (iii) empoderamento

⁵ Esta premissa foi assumida devido às limitações operacionais de captura de dados.

político, e (iv) saúde e sobrevivência. Trata-se de uma variável métrica que assume valores entre 0 (desigualdade) e 1 (igualdade) ao considerar a paridade entre homens e mulheres em 146 países (*Global Gender Gap Report, 2023*).

As quatro dimensões do GGGI, por sua vez, são compostas por indicadores. Em específico, a dimensão mais relacionada com o tema da presente pesquisa, nomeadamente ‘oportunidades e participação econômica’, é composta pelos indicadores: (i) taxa de participação na força de trabalho; (ii) igualdade salarial para trabalho semelhante, (iii) receita auferida estimada; (iv) % legisladores, altos funcionários e gestores; e (v) % trabalhadores profissionais e técnicos. Dentre tais indicadores, o item ‘% legisladores, altos funcionários e gestores’ se aproxima mais do tema da presente pesquisa⁶ e é definido como a proporção de mulheres para homens empregados em cargos seniores, definido pela Organização Internacional do Trabalho como aqueles que planejam, dirigem, coordenam e avaliam as atividades gerais de empresas, governos e outras organizações, ou de unidades dentro deles, e formulam e revisam suas políticas, leis, regras e regulamentos.

Define-se, desta maneira, a variável “Cultura”, equivalente ao indicador ‘% legisladores, altos funcionários e gestores’. Este indicador mede a equidade de gênero e se trata de uma variável métrica que assume valores entre 0 (desigualdade) e 1 (igualdade).

- **Variáveis independentes: efeito moderador de recessões econômicas**

Finalmente, a terceira hipótese do presente estudo propõe a investigação da existência de um efeito moderador de recessões econômicas sobre a relação entre o desempenho e risco da firma em comparação com a presença feminina em posições de alto escalão. Esta hipótese se posiciona de forma semelhante a estudos empíricos sobre o papel da mulher em momentos econômicos adversos, que explicam que uma menor propensão ao risco das mulheres poderia

⁶ O GGGR publica variáveis de % de membros femininos do conselho de empresas listadas em bolsa de valores e % de empresas com gerentes de alta hierarquia do sexo feminino. Contudo, o reporte destas variáveis teve início apenas em meados de 2013, e possui dados *missing*.

levá-las a tomarem decisões que acarretem em retornos financeiros e econômicos não voláteis, o que, por sua vez, refletiria positivamente no valor das empresas, além de gerar uma redução do risco de falência (Palvia et al., 2014; Mittal & Lavina, 2018; Garanina & Muravyev, 2021; García & Herrero, 2021). Desta forma, um efeito moderador que influencie de forma positiva a relação entre risco de falência e/ou desempenho financeiro e a presença feminina em posições de alto escalão é esperado. Ou seja, em momentos economicamente adversos, a relação positiva entre desempenho (risco de dificuldades financeiras) e a presença feminina em posições de alto escalão é maior (menor).

A representação de momentos econômicos adversos, conforme o Painel E da Tabela 1, foi operacionalizada na variável *dummy* “Recessão Econ”, que assumiu valor igual a um caso houvesse uma queda do PIB por pelo menos dois trimestres consecutivos em um determinado país, e zero caso contrário.

4.1.3 Variáveis de controle

Foram consideradas variáveis de controle relativas às características específicas da empresa, nomeadamente: tamanho da empresa, tamanho do conselho de administração, bens tangíveis, capital de giro e setor (ver Painel F da Tabela 1). Regressões que adotaram medidas de rentabilidade como variável dependente, utilizaram outros indicadores de rentabilidade e de risco como variáveis de controle, e vice-versa. Detalha-se, a seguir, cada uma das variáveis, sintetizando as relações esperadas e suas justificativas, com a finalidade de fundamentar as análises dos resultados.

- **Tamanho da empresa**

Empresas de maior porte são mais propensas a serem diversificadas, deterem maior nível de capital e possuem mais ativos para apresentar como colateral em captações de dívidas

de longo prazo (García & Herrero, 2021), por exemplo. Desta forma, seus riscos de insolvência, falência e de inadimplência são percebidos como reduzidos (Ertugrul & Hegde, 2008), o que acarreta em um maior acesso à captação de recursos externos a taxas mais baixas, ainda que o custo da dívida possa aumentar à medida que há o aumento da alavancagem (García & Herrero, 2021). Adicionalmente, como grandes empresas possuem economias de escala e são capazes de contratar gestores mais experientes, seu desempenho financeiro tende a ser mais elevado (Ward & Forker, 2017).

Neste sentido, espera-se encontrar uma relação negativa entre tamanho da empresa e seu risco, e uma relação positiva entre tamanho da empresa e desempenho financeiro.

Sob uma outra ótica, uma empresa maior também é mais complexa e possui maiores custos de monitoramento, o que poderia gerar uma deterioração do seu desempenho (Campbell & Mínguez-Vera, 2010; Adams & Ferreira, 2012; Valls Martínez & Cruz Rambaud, 2019)

No presente estudo, considerou-se como o logaritmo natural do total de ativos como atributo tamanho da empresa (Valls Martínez & Cruz Rambaud, 2019).

- **Tamanho do conselho de administração**

O tamanho do conselho de administração pode ser relacionado negativamente com a probabilidade de dificuldades financeiras (Manzaneque et al., 2016) à medida que poderia indicar mais habilidades, conhecimento e transparência (García & Herrero, 2021). Portanto, propõe-se a existência de uma relação negativa entre o tamanho do conselho e o risco da firma.

Em contrapartida, conselhos grandes podem ter de enfrentar problemas devido à falta de coordenação na tomada de decisões frente a situações financeiras críticas. Por exemplo, estudos identificaram que o tamanho do conselho está positivamente relacionado com a probabilidade de falência (Fich & Slezak, 2008).

Esta variável foi obtida pelo número de membros do conselho de administração da firma.

- **Bens tangíveis**

Os bens tangíveis de uma empresa podem ser definidos como uma saída de recursos no presente para a manutenção das atividades no futuro, ou com a expectativa de obtenção de entradas de recursos no futuro por meio do aumento do potencial produtivo da empresa. Além disso, podem ser considerados como colateral em negociações de captação de recursos, reduzindo o risco de crédito do ente credor. Em situações de insolvência, os credores ficam resguardados, o que implica em custos de falência reduzidos para a firma. Espera-se, portanto, que haja uma relação positiva (ou neutra, sob a ótica de manutenção da atividade) entre a tangibilidade e a rentabilidade (Frank et al., 2009).

A variável de bens tangíveis foi definida pela razão entre os ativos tangíveis e o total de ativos (R. Sun & Zou, 2021).

- **Capital de giro**

A literatura envolvendo a influência da presença feminina em posições de alta hierarquia sobre o nível de capital de giro não é conclusiva. Sun & Zou (2021), por exemplo, identificaram que empresas administradas por mulheres CEOs provavelmente terão mais dinheiro nas mãos, maiores gastos com capital de giro e maior volume de fluxo de caixa. Por outro lado, Imes & Bazel-Shoham (2021) indicam que a diversidade de gênero no conselho de administração impacta negativamente o capital de giro, ou seja, estas firmas detêm menores saldos de capital de giro em seus balanços.

Para mensurar o capital de giro das firmas da amostra, utilizou-se a razão entre a diferença entre o ativo circulante e o passivo circulante para o total de ativos (R. Sun & Zou, 2021).

- **Setor**

Sabendo-se que, mesmo em campos nos quais os profissionais atuantes são majoritariamente do sexo feminino, as mulheres encontram dificuldades em ascender a cargos hierárquicos de alto escalão (Ryan & Haslam, 2005; 2007); e que há um percentual mais elevado de mulheres nos conselhos de empresas que atuam em setores associados à proximidade com os consumidores finais (Campbell & Vera, 2010), infere-se que a variável setor da firma auxiliará a isolar as idiosincrasias dos diferentes setores não captadas pelos demais regressores (Barros & Silveira, 2008).

Em complemento, Permatasari et al. (2022) propõem que um dos motivos das divergências nos resultados de estudos anteriores poderia ser devido ao fato de que as diferenças na dominância de gênero entre setores das firmas não foram consideradas. Por exemplo, o setor automobilístico e o setor da construção são tidos como parte da indústria dominada por homens, enquanto que as mulheres estão mais envolvidas no setor de serviços (Permatasari et al., 2022).

Desta forma, o setor de atividade da empresa foi estimado por meio de um conjunto de variáveis binárias. Uma vez que o presente estudo analisa uma amostra composta por empresas situadas em mais de um país, o setor foi identificado pelo SIC code (Standard Industrial Classification) para que houvesse uma padronização de forma simples (Ahern & Dittmar, 2012).

- **Risco e rentabilidade**

Como mencionado anteriormente, o presente estudo investiga a existência de uma relação entre a presença feminina em posições de elevada hierarquia e os quesitos (i) rentabilidade e (ii) risco. Para isso, elabora-se dois modelos econométricos. Um dos modelos assume como variável dependente uma das medidas de rentabilidade, sua variável independente é a medida de equidade de gênero e as variáveis de controle: risco, tamanho da empresa,

tamanho do conselho de administração, bens tangíveis, capital de giro e setor são considerados. Já o outro modelo adota uma das medidas de risco como variável dependente, e a medida de rentabilidade, em conjunto com os demais indicadores, são definidas como variáveis de controle. Adota-se como variável de risco a alavancagem e o risco de falência, e as variáveis ROA e Q de Tobin como rentabilidade.

A relação estabelecida pela Teoria do Portfólio de Markowitz (1952) entre risco e retorno é de que firmas mais arriscadas devem proporcionar maiores retornos ao acionista.

Todavia, existem razões para se acreditar que empresas com maior ROA preferem se financiar por meio do acúmulo de lucros retidos em detrimento de emitir dívidas (García & Herrero, 2021), e ao fazê-lo, reduzem sua alavancagem, o que demonstra a existência de uma relação inversa entre a rentabilidade de uma empresa e o seu índice de endividamento (Frank et al., 2009). Complementarmente, empresas com melhor desempenho têm menor probabilidade de se tornarem inadimplentes, visto que seus custos de dívida são mais baixos (Ertugrul & Hegde, 2008)

Tabela 1. Descrição das variáveis utilizadas (Continua na próxima página)

Painel A Variáveis dependentes: Desempenho financeiro da firma				
Acrônimo	Descrição	Fórmula	Componentes	Representação
Q Tobin	Q de Tobin	$Q = VM/AT$	VM = valor de mercado (preço x número de ações) AT = ativo total	Oportunidades de crescimento
MB	Market-to-Book	$MB = VM/PL$	VM = valor de mercado (preço x número de ações) PL = patrimônio líquido	Oportunidades de crescimento
ROA	Retorno sobre o ativo	$ROA = LL/AT$	LL = EBIT AT = ativo total	Valor contábil
ROE	Retorno sobre o patrimônio líquido	$ROE = LL/PL$	LL = EBIT PL = patrimônio líquido	Valor contábil
Painel B Variável dependente: Risco da firma				
Acrônimo	Descrição	Fórmula	Componentes	Representação
Z Altman	Z- Score de Altman	$Z \text{ Altman} = \text{Dummy} (1,0)$	1 = Z de Altman < 1,81 0 = caso contrário	Risco de falência
Painel C Variáveis independentes: Diversidade de gênero				
Acrônimo	Descrição	Fórmula	Componentes	Representação
Presença1_CA	Presença de mulheres no conselho	$\text{Presença1_CA} = \text{Dummy} (1, 0)$	1 = presença de ao menos uma mulher no conselho de administração 0 = caso contrário	Existência de diversidade no Conselho de Administração
Percentual_CA	Porcentagem de mulheres no conselho	$\text{Percentual_CA} = \text{NMC}/\text{Tamanho_CA}$	NMC = número de mulheres no conselho Tamanho_CA = número total de membros do conselho	Representatividade da diversidade no Conselho de Administração
Presença3_CA	Presença de ao menos três mulheres no conselho	$\text{Presença3_CA} = \text{Dummy} (1, 0)$	1 = presença de ao menos três mulher no conselho 0 = caso contrário	Teoria da Massa Crítica: Conselho de Administração
Presença1_Exec	Presença de mulheres no corpo executivo	$\text{Presença1_Exec} = \text{Dummy} (1, 0)$	1 = presença de ao menos uma mulher no corpo executivo 0 = caso contrário	Existência de diversidade no corpo executivo
Percentual_Exec	Porcentagem de mulheres executivas	$\text{Percentual_Exec} = \text{NME}/\text{NTE}$	NME = número de mulheres executivas NTE = número total de membros do corpo executivo	Representatividade da diversidade no corpo executivo
Presença3_Exec	Presença de ao menos três mulheres no corpo executivo	$\text{Presença3_Exec} = \text{Dummy} (1, 0)$	1 = presença de ao menos três mulher no corpo executivo 0 = caso contrário	Teoria da Massa Crítica: executivos

Tabela 1. Descrição das variáveis utilizadas (Continuação)

Painel D Variáveis independentes: Cultura do país				
Acrônimo	Descrição	Fórmula	Componentes	Representação
Cultura	GGGI: % legisladores, altos funcionários e gestores	$Cultura = Metric$ (1:0)	1 = desigualdade total 0 = igualdade total	Equidade de gênero específica de um país
Presença1CA/Exec_Cultura; PercentualCA/Exec_Cultura; Presença3CA/Exec_Cultura	Interação entre Painel C e 'Cultura'	= Diversidade Gênero*Cultura	Diversidade de gênero = variáveis representadas no Painel C	Impacto da diversidade de gênero países com diferentes níveis de equidade de gênero
Painel E Variável independente: Recessões econômicas				
Acrônimo	Descrição	Fórmula	Componentes	Representação
Recessão_Econ	Queda do PIB por pelo menos dois trimestres consecutivos	$Recessão_Econ = Dummy$ (1, 0)	1 = período de recessão econômica no país 0 = caso contrário	Momentos de recessão econômica
Presença1CA/Exec_Recessão; PercentualCA/Exec_Recessão; Presença3CA/Exec_Recessão	Interação entre Painel C e 'Recessão_Econ'	= Diversidade Gênero* Recessão_Econ	Diversidade de gênero = variáveis representadas no Painel C	Impacto da diversidade de gênero em momentos de recessão econômica de um determinado país
Painel F Variáveis de Controle				
Acrônimo	Descrição	Fórmula	Componentes	Relação Esperada
Ativos_Totais	Tamanho da empresa	$Ativos_Totais = \ln(AT)$	Ln = logaritmo natural AT = ativo total	Rentabilidade: + Risco: -
Tamanho_CA	Tamanho do conselho de administração	$Tamanho_CA = \ln(NTC)$	Ln = logaritmo natural NTC = número total de membros do conselho AT = ativo total	Rentabilidade: + Risco: -
Ativos_Tangíveis	Tangibilidade da empresa	$Ativos_Tangíveis = TAT/AT$	TAT = total de ativos tangíveis AT = ativo total	Rentabilidade: + Risco: -
Capital_Giro	Capital de giro	$Capital_Giro = (AC - PC)/ AT$	AC = Ativo circulante PC = Passivo circulante; AT = ativo total	Indeterminado
Alavancagem	Alavancagem	$Alavancagem = DT/AT$	DT = dívida financeira total AT = ativo total	Indeterminado
Setor	Setor de atividade	$Setor = Dummy$ (1, 0)	setor = 1 se pertencente a um determinado setor de atividade setor = 0 caso contrário	Indeterminado
Periodo _t	Trimestres	$Periodo_t = Dummy$ (1, 0)	periodo _t = 1 para o t-ésimo período periodo _t = 0 caso contrário	Indeterminado

4.2 Amostra de dados

A amostra de dados secundários foi obtida por meio de consulta em bases de dados e relatórios, detalhados a seguir. A amostra compreende as empresas de capital aberto de 20 países diferentes que constituíram importantes índices de bolsas de valores na data base de dezembro de 2021. A seleção dos 20 países foi realizada de forma não aleatória, considerando a posição global do país no ranking do GGGI, do PIB, além de sua localização geográfica. Tal escolha é justificada pela necessidade de obter uma amostra com diversidade de culturas, considerando o disposto na Hipótese 2, e pela limitação operacional da coleta de dados de uma amostra mais extensa.

Foram coletados indicadores financeiros e de mercado, além de dados trimestrais do Balanço Patrimonial e da Demonstração de Resultados trimestralmente⁷ entre os períodos fiscais de 2010 e 2022 (parcial) em termos da moeda brasileira (real, BRL), convertidos pela cotação da época.

Dentre os 1249 ativos que originalmente integravam os índices de bolsas de valores mencionados, a amostra final contemplou 918 empresas, tendo em vista a disponibilidade de dados e os seguintes critérios de seleção: (i) diversas categorias de empresas financeiras⁸ não compuseram a amostra; (ii) foram excluídas as empresas que apresentaram patrimônio líquido negativo⁹ durante o referido período. Algumas observações não puderam ser calculadas devido à falta de disponibilidade de dados, e foram consideradas *missings* nas análises estatísticas,

⁷ Informações foram capturadas mensalmente, porém, de forma geral, somente oscilam nas publicações dos demonstrativos financeiros trimestrais. Por este motivo, considerou-se apenas as publicações trimestrais para toda a amostra.

⁸ Para fins do presente estudo, as empresas financeiras foram identificadas pelo dígito inicial do código SIC 6. Dentre as empresas classificadas como financeiras, compuseram a amostra apenas as empresas relacionadas ao setor imobiliário, que fornecem serviços hospitalares e médicos e empresas de bandeiras de cartão de crédito.

⁹ Empresas com patrimônio líquido negativo são caracteristicamente sobrealavancadas e poderiam influenciar os resultados.

caracterizando a amostra como um painel não balanceado com um total de 45.074 observações empresa-período. Detalha-se, a seguir, as fontes de informações das variáveis utilizadas.

- **Amostra de dados: Fonte de informações**

Os dados financeiros das empresas, seu setor e dados referentes à macroeconomia foram obtidos na plataforma S&P Capital IQ Pro, através de seu *add in* para Microsoft Excel¹⁰: (i) preço de fechamento da ação; (ii) quantidade de ações em circulação; (iii) ativo total; (iv) patrimônio líquido; (v) EBIT; (vi) z-score; (vii) dívidas de longo prazo; (viii) total de ativos tangíveis; (ix) ativo circulante; (x) passivo circulante; (xi) setor da empresa e (xii) PIB do país.

As informações acerca da composição do conselho de administração e do time de executivos ao longo dos períodos não foram extraídas da mesma plataforma devido à indisponibilidade do histórico¹¹. Estas informações foram capturadas via consulta aos Formulários de Referência entregues pelas empresas brasileiras, disponibilizadas no site da CVM (Comissão de Valores Mobiliários). Já os dados referentes às empresas das demais nacionalidades foram obtidos através de consulta realizada em terminal Bloomberg. A identificação do gênero do indivíduo foi realizada por meio de uma premissa operacionalizada pela *proxy* de seu sexo. O sexo de cada pessoa, por sua vez, foi distinguido entre masculino e feminino¹² considerando seu nome cadastrado em tais bases de consulta.

Para identificar o sexo de cada pessoa foram utilizados três sites: (i) o primeiro, ‘genderize’¹³, que possui mais de 114 milhões de nomes em sua base, composta por dados

¹⁰ Extensão *add-in* obtida em <<https://www.capitaliq.spglobal.com/apiservices/office-tools-service/download?lang=en-us&platform=x64>>. Acesso realizado em maio de 2023.

¹¹ A plataforma S&P Capital IQ fornece apenas dados atuais da composição dos grupos de interesse, de forma que fica inviável a captura desta composição ao longo do tempo. Como o estudo propõe uma análise temporal, foi necessário utilizar outra fonte de informações.

¹² Trata-se de uma limitação do estudo considerar o sexo do indivíduo como *proxy* para o gênero.

¹³ Fonte: <<https://genderize.io/>>. Acesso realizado em julho de 2023.

coletados por toda a web, é capaz de identificar a probabilidade de uma pessoa com um determinado primeiro nome ser de um dos dois sexos; (ii) ‘Gender API’¹⁴, que se auto declara como a maior plataforma na Internet para determinar o sexo pelo primeiro nome, e combinam dados de várias fontes, sendo as principais os dados publicamente disponíveis, dados governamentais e adições/correções manuais; e (iii) o ‘Gendernamfinder’¹⁵, um site gratuito que disponibiliza informações apenas sobre o gênero. Caso os resultados das consultas realizadas nos sites sejam iguais entre si, não sejam apontados como unissex e a probabilidade acerca da acurácia desta informação seja maior ou igual a 80%, o sexo obtido é considerado. Do contrário, cada um dos indivíduos, por meio de seus nomes completos, foi manualmente pesquisado em ferramentas de busca. Houve mais de 2.000 nomes nesta situação.

Os níveis de equidade de gênero por país foram capturados em publicações dos relatórios oficiais do *Global Gender Gap Report* (GGGR), disponibilizados no site do Fórum Econômico Mundial¹⁶.

A seguir, discute-se a metodologia econométrica empregada.

4.3 Modelagem Econométrica

A presente pesquisa explora três abordagens complementares para identificar os efeitos econômicos e financeiros da diversidade de gênero em cargos de elevada hierarquia nas empresas.

Primeiro, foram estimados modelos com dados agrupados (*pooled*) em painel por meio de MQO (Mínimos Quadrados Ordinários). Posteriormente, foram testados os modelos de dados em painel com efeitos fixos e efeitos aleatórios. Em terceiro lugar, foram consideradas

¹⁴ Fonte: <<https://gender-api.com/>>. Acesso realizado em julho de 2023.

¹⁵ Fonte: <<https://gendernamfinder.com/>>. Acesso realizado em julho de 2023.

¹⁶ Fonte: <<https://www.weforum.org/reports/>>. Acesso realizado em julho de 2023.

regressões de painel estimadas por MQ2E (Mínimos Quadrados em 2 Estágios) em que as variáveis instrumentais foram definidas ao nível da indústria e da região.

4.3.1 MQO (Mínimos Quadrados Ordinários)

Para realizar inferências acerca da existência de impactos no desempenho financeiro e no risco nas firmas que possuem mulheres em posições de alto nível hierárquico em comparação com aquelas empresas que não possuem, é realizada, além da análise descritiva, uma modelagem econométrica com base em modelos de regressão para dados em painel. Em sua dimensão transversal, o painel de dados é composto por 918 empresas, examinadas no decorrer de um período total 50 trimestres, em sua dimensão longitudinal.

As relações entre as variáveis de interesse podem ser representadas por um modelo linear geral como o explicitado a seguir:

$$y_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 GenderDiversity_{it} + \sum_j \alpha_j x_{jit} + \varepsilon_{it} \quad (4.1)$$

no qual i representa a i -ésima unidade de corte transversal, t o t -ésimo período de tempo, e $j = 2, \dots, 9$, o indexador da j -ésima variável de controle x_{it} . A variável dependente, y_{it} , pode representar a rentabilidade financeira ou o risco da firma. α_0 , quando aplicável, representa o intercepto. A variável $GenderDiversity_{it}$, caracteriza a variável independente de interesse, que é a métrica de diversidade de gênero em posições de elevada hierarquia; e seu coeficiente α_1 apresenta os principais resultados do modelo. α_j representa a medida associada à j -ésima covariada. O termo de erro, ou resíduo, do modelo é dado por ε_{it} .

Ainda que todas as variáveis estejam representadas com os subscritos de unidade (i) e de período de tempo (t), em alguns casos elas podem não variar. Como, por exemplo, as

variáveis binárias de setor de atividade, variam entre unidades (empresas), porém se mantêm constantes ao longo dos trimestres. O oposto é válido para as dummies de período, que se alteram a cada trimestre, mas são idênticas para todas as empresas da amostra.

A equação (4.1) foi estimada por MQO (Mínimos Quadrados Ordinários) de forma agrupada (*pooled*). Para esta estimação, assim como para todas as demais apresentadas no presente estudo, a variável dependente assumiu os valores de Q de Tobin, *market-to-book*, ROA e ROE para representar o desempenho financeiro; e assumiu como risco de falência o Z de Altman, conforme detalhado na Tabela 1.

4.3.2 Efeitos Fixos e Efeitos Aleatórios

Considerando que nem todas as diferenças sistemáticas entre as empresas são capturadas pelas variáveis que compõem o vetor das variáveis de controle, diversos efeitos idiossincráticos estão incluídos no termo de erro ε_{it} e não são diretamente observáveis. Para endereçar tal inconveniente, propõe-se a adoção do método dos Efeitos Fixos.

De acordo com Gujarati e Porter (2011), o termo ‘efeitos fixos’ deve-se ao fato de que, embora o intercepto possa diferir entre os indivíduos, o intercepto de cada indivíduo não varia com o tempo; ele é invariante no tempo. Esta abordagem se propõe a amenizar o problema da endogeneidade, simulando o efeito que uma variável adicional constante no tempo para um indivíduo faria, sem que seja necessário incluir mais variáveis no modelo e, conseqüentemente, reduzir os graus de liberdade.

A equação em (4.1) pode, então, ser estendida de modo a incorporar uma variável representativa de toda a heterogeneidade individual e constante ao longo do tempo. Para isso, decompõe-se o termo de erro ε_{it} entre β_i , λ_t e u_{it} . A variável β_i reproduz fatores não observáveis constantes ao longo do tempo que variam entre indivíduos, também chamada

heterogeneidade não observável, já a variável λ_t representa fatores não observáveis que variam ao longo do tempo, mas que são constantes entre indivíduos, e u_{it} diz respeito a fatores não observáveis que variam ao longo do tempo (t) e entre observações (i). Assim, é altamente recomendável a inclusão de dummies de tempo e de indivíduo na equação. Estas variáveis também são respectivamente denominadas como efeitos fixos do tempo e efeitos fixos do indivíduo e desempenham o papel de separar o efeito dos fatores não observáveis entre aqueles constantes e aqueles que variam ao longo do tempo. Por construção, devido ao intercepto variar entre os indivíduos, deve-se excluir o elemento α_0 da equação. Compõe-se, assim, o modelo (4.2), estimado por meio da abordagem de Efeitos Fixos:

$$y_{it} = \alpha_1 GenderDiversity_{it} + \sum_j \alpha_j x_{jit} + \beta_i + \lambda_t + u_{it} \quad (4.2)$$

Alternativamente aos Efeitos Fixos, o método dos Efeitos Aleatórios, considera o intercepto como uma variável aleatória e não constante.

Gujarati e Porter (2011) explicam: “Observem a diferença entre o modelo de efeitos fixos e o de componente de erros. No primeiro, a unidade de corte transversal tem seu próprio valor (fixo) de intercepto em todos esses N valores para N unidades de corte transversal. Já no modelo de componente dos erros, por outro lado, o intercepto (comum) representa o *valor médio* de todos os interceptos (de corte transversal) e o componente de erro ε_i representa o desvio (aleatório) do intercepto individual desse valor médio. Lembre-se, no entanto, de que ε_i não é diretamente observável; ele é o que se conhece como uma variável não observável ou latente.”

Seguindo recomendações da literatura estatística (Gujarati & Porter, 2011), foram estimadas as três estruturas: sem efeitos não observados (*Pooled OLS*), efeitos fixos e efeitos aleatórios. Posteriormente, foi realizado o Teste LM (Teste do Multiplicador de Lagrange) de

Breusch-Pagan com a finalidade de verificar se a variância do termo de erro está correlacionada com uma das variáveis explicativas, ou seja, se há efeitos não observados e a_i é significativo. Para este teste, a hipótese nula indica que a variância entre grupos é igual a zero, o que sugere a escolha por MQO como mais apropriada. Como hipótese alternativa tem-se que as variâncias são diferentes e, portanto, opta-se pela abordagem de Efeitos Aleatórios.

Caso seja este o cenário, Teste de Hausman é realizado (Gujarati & Porter, 2011). Ele tem como objetivo eleger entre Efeitos Fixos ou Efeitos Aleatórios, tendo como hipótese nula a consistência dos estimadores de efeitos aleatórios, de modo que a rejeição da hipótese leva à escolha dos efeitos fixos.

4.3.3 Principal Modelo e Método de Estimação: MQ2E

Uma questão crítica na análise de como as características do conselho de administração afetam o desempenho financeiro da empresa é a endogeneidade e, embora algumas fontes de endogeneidade (variáveis omitidas) sejam eliminadas pela regressão de efeitos fixos, a causalidade reversa pode permanecer (Garanina & Muravyev, 2021). Em outros termos, os dados em painel explorados nos modelos de estimação anteriormente apresentados podem não solucionar o problema de variáveis omitidas (u_{it}) que variam ao longo do tempo serem correlacionadas com as variáveis explicativas ($GenderDiversity_{it}$). Neste caso, nos deparamos com a possibilidade de viés de variáveis omitidas (ou heterogeneidade não observada), que pode ser solucionado ao se empregar a estimativa MQ2E com variáveis instrumentais exógenas e que satisfaçam as propriedades de exogeneidade e de relevância (Gujarati & Porter, 2011).

Seguindo a literatura (Garanina & Muravyev, 2021; Liu et al., 2014; Marinova et al., 2016), na presente pesquisa, a variável diversidade de gênero no alto escalão das empresas foi

instrumentalizada por uma variável que mensura, por período, o percentual de participação médio de mulheres no alto escalão de outras empresas que atuem no mesmo setor e estejam situadas na mesma região geográfica, à exceção da empresa em questão. Considerado um instrumento tradicionalmente aplicado e até mesmo tido como comum na literatura, Garanina e Muravyev (2021) afirmam que “uma determinada empresa tem um grupo maior de potenciais mulheres conselheiras quando o respectivo setor/região apresenta uma fração maior de mulheres conselheiras (...) os instrumentos são exógenos, uma vez que é pouco provável que sejam influenciados pelas políticas das empresas no que concerne à nomeação de mulheres conselheiras.”

Complementarmente, Marinova et al. (2016) também se baseiam na percentagem de mulheres na indústria, e Liu et al. (2014) discorrem que “considerando que o percentual de mulheres de uma empresa pode ser afetado pelo percentual de mulheres conselheiras na sua própria indústria (...) escolhemos o percentual de mulheres conselheiras na indústria (...) como variável instrumental”.

Com a finalidade de verificar se a variável instrumental utilizada é fraca, adotou-se o Teste de identificação fraca. Este teste ratifica que a inferência seja considerada confiável, em outros termos, os instrumentos empregados não são fracos, caso a Estatística F calculada seja elevada e não inferior ao valor crítico de 10 (Stock et al., 2002). Os resultados são reportados nas Tabelas 4 a 9.

A seguir demonstra-se a equação do Primeiro Estágio, que é composta pela variável $GenderDiversity_{it}$, dependente neste estágio, porém independente no Segundo Estágio, que representa as métricas de diversidade de gênero em posições de elevada hierarquia. z_{it} trata-se da variável instrumental (canal de exogeneidade), que afeta a variável $GenderDiversity_{it}$ e não afeta y_{it} . v_{it} trata-se do termo de erro, ou resíduo, e γ_0, γ_1 são as medidas associadas:

$$GenderDiversity_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 z_{it} + v_{it} \quad (4.3)$$

$$y_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 GenderDiversity_{it} + \sum_j \alpha_j x_{jit} + \varepsilon_{it} \quad (4.4)$$

Na sequência é apresentado o modelo linear geral principal (também denominado Primeiro Estágio) idêntico à equação (4.1) dado que será utilizado o método de estimação MQO.

Por último, com a finalidade de investigar a Hipótese 2, foram realizadas interações entre a variável representativa da dimensão de cultura (“Cultura”) e a diversidade de gênero em elevado escalão (“Presença1”, “Percentual” e “Presença3” nos níveis de conselho de administração e executivos seniores), conforme equação (4.6) representada em sequência. Esta equação se fundamenta em (4.1) e tem como variáveis adicionais $Culture_{it}$, caracterizada pela dimensão da cultura, e a variável de interação $GenderDiversity_{it} \cdot Culture_{it}$, que atribui a relação de moderação entre duas variáveis independentes de interesse.

$$GenderDiversity_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 z_{it} + v_{it} \quad (4.5)$$

$$y_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 GenderDiversity_{it} \cdot Culture_{it} + \alpha_{12} GenderDiversity_{it} + \alpha_{13} Culture_{it} + \sum_j \alpha_j x_{jit} + \varepsilon_{it} \quad (4.6)$$

Similarmente, a equação (4.6) também é utilizada para investigar a Hipótese 3. Neste caso, contudo, a variável $Culture_{it}$ é substituída pela dimensão de recessão econômica.

Em todas as estimações realizadas na presente pesquisa foram adotadas medidas prudenciais elementares quanto à especificação dos modelos. Isto é, em cada um dos modelos, não são adicionadas mais de uma variável representativa do mesmo fenômeno. Por exemplo, em cada regressão utilizou-se apenas uma medida de diversidade de gênero e/ou apenas uma medida de rentabilidade como variável de interesse. Tal medida é adotada com a finalidade de

evitar a colinearidade, que pode se tornar uma preocupação quando há uma alta correlação entre duas variáveis preditoras potenciais.

No mesmo sentido, apenas um setor de atividade (indústria de serviços) não foi incluído no modelo pois servirá como grupo de referência aos demais, evitando a colinearidade. Adicionalmente, conforme descrito na Tabela 1, algumas variáveis foram relativizadas ou proporcionalizadas através de seu logaritmo natural, de forma a auxiliar a redução da heterocedasticidade, que também foi mitigada pelo emprego de erros padrão robusto considerando os resultados dos testes de White e Breusch-Pagan (Gujarati & Porter, 2011)¹⁷.

Ademais, para evitar vieses de simultaneidade e erros de mensuração, a variável corrente Q de Tobin foi calculada com os instrumentos “fluxo de caixa” e o próprio Q de Tobin, defasados em dois anos, seguindo Erickson e Whited (2011).

Por fim, as variáveis foram winsorizadas ao nível de 90% com a finalidade de tratar *outliers*.

5. RESULTADOS

Neste capítulo são apresentados os resultados da pesquisa, organizados da seguinte forma: (a) inicia-se pela apresentação das estatísticas descritivas da amostra e pela análise de correlação entre as variáveis, discutidas no item 5.1; (b) avançando para a exploração dos coeficientes dos regressores, no item 5.2, que auxiliarão na avaliação das hipóteses de pesquisa; e, (c) por fim, o item 5.3 resume os resultados obtidos e os confronta com a literatura.

¹⁷ Os resultados de tais testes de heterocedasticidade não são apresentados uma vez que os erros padrão robusto já foram incluídos nas regressões.

5.1 Análise descritiva dos dados

As estatísticas descritivas da amostra utilizada estão resumidas na Tabela 2, enquanto a Tabela 3 apresenta a matriz de correlação de Pearson entre as principais variáveis consideradas. A amostra é composta por um total de 918 empresas de 20 países, reunidas em um período de 50 trimestres (do primeiro trimestre de 2010 até o segundo trimestre de 2022), de forma que a unidade de observação é empresa-trimestre. Considerando as empresas da amostra, os índices de rentabilidade médios apontam um ROA de 5,6% ao período, ROE de 14% ao período, Q de Tobin de 1,32 e o índice *Market-to-Book*, 3,08.

No que concerne às variáveis de interesse, em média, em cerca de 50% das observações empresa-trimestre, houve a presença de ao menos uma mulher no conselho de administração; entretanto, em apenas 16% das observações houve três ou mais figuras femininas nesta posição (ver Tabela 2). Na função de executiva, o mesmo cenário ocorre: em 59% das observações ao menos uma mulher representou sua categoria, enquanto que em 21% houve três ou mais mulheres. Tais resultados elucidam o fato de a empresa média da amostra possuir cerca de 15% de mulheres em seu corpo de executivos sêniores e 13% dos assentos de conselho de administração ocupados por membros do sexo feminino.

Uma constatação interessante, considerado o contexto deste trabalho, é que a análise das estatísticas acerca das variáveis de interesse, conforme Tabela 2, demonstra a existência de alta frequência de empresas que possuem uma única mulher (ou no máximo duas mulheres) como representante de seu gênero nos assentos da diretoria e do conselho de administração. Dessa forma, é possível inferir a existência do tokenismo no alto escalão das empresas estudadas.

Por fim, o tamanho médio das empresas, mensurado pelo logaritmo natural do total de ativos, é de 16,7, o índice de alavancagem médio do escopo estudado é de 20,6%, e o volume de ativos tangíveis sobre o total de ativos é de 25,9% (Tabela 2).

No que concerne à análise de correlação, representada na Tabela 3, com exceção do ROA, as demais variáveis de desempenho financeiro e econômico (ROE, MB e Q de Tobin) estão, de modo geral, positivamente correlacionadas com as variáveis de diversidade de gênero no conselho de administração e no corpo de executivos sêniores, representadas pelas variáveis ‘Presença1_CA’, ‘Percentual_CA’, ‘Presença3_CA’ e ‘Presença1_Exec’, ‘Percentual_Exec’ e ‘Presença3_Exec’.

Tabela 2. Estatísticas descritivas das variáveis de estudo

Variável	# obs.	Média	Des. Pad.	Mín.	Máx.
ROA	42.886	0,06	0,04	0,00	0,20
ROE	43.184	0,14	0,10	0,01	0,52
MB	39.625	3,08	2,27	0,55	11,24
Q_Tobin	39.399	1,32	1,03	0,19	4,69
Z_Altman	45.074	0,27	0,44	0,00	1,00
Presença1_CA	45.074	0,50	0,50	0,00	1,00
Percentual_CA	40.082	0,13	0,15	0,00	1,00
Presença3_CA	45.074	0,16	0,37	0,00	1,00
Presença1_Exec	45.074	0,59	0,49	0,00	1,00
Percentual_Exec	41.472	0,15	0,15	0,00	1,00
Presença3_Exec	45.074	0,21	0,41	0,00	1,00
Cultura	44.022	0,53	0,24	0,03	1,00
Presença1CA_Cultura	44.022	0,33	0,34	0,00	1,00
PercentualCA_Cultura	39.144	0,09	0,10	0,00	1,00
Presença3CA_Cultura	44.022	0,12	0,26	0,00	1,00
Presença1Exec_Cultura	44.022	0,33	0,32	0,00	1,00
PercentualExec_Cultura	40.520	0,08	0,10	0,00	1,00
Presença3Exec_Cultura	44.022	0,13	0,25	0,00	1,00
Recessão Econômica	45.074	0,07	0,25	0,00	1,00
Presença1CA_Recessão	45.074	0,03	0,18	0,00	1,00
PercentualCA_Recessão	40.082	0,01	0,05	0,00	1,00
Presença3CA_Recessão	45.074	0,01	0,12	0,00	1,00
Presença1Exec_Recessão	45.074	0,04	0,20	0,00	1,00
PercentualExec_Recessão	41.472	0,01	0,06	0,00	1,00
Presença3Exec_Recessão	45.074	0,02	0,13	0,00	1,00
Ativos_Totais	42.943	16,71	7,33	7,24	26,31
Tamanho_CA	40.082	1,82	0,74	0,00	3,81
Ativos_Tangíveis	42.928	0,26	0,25	-0,19	0,70
Capital_Giro	42.711	0,13	0,14	-0,06	0,43
Alavancagem	39.623	0,21	0,13	0,00	0,44

Pode-se perceber uma correlação positiva entre as variáveis de equidade de gênero de um país com as variáveis de diversidade de gênero no elevado escalão das empresas (ver Tabela 3).

Por fim, verifica-se que algumas variáveis possuem uma elevada correlação entre si, conforme esperado, considerando sua própria construção. Por exemplo, conforme Tabela 3: (i) o ROA é altamente correlacionado ao ROE uma vez que ambos consideram o EBIT como

numerador; (ii) “Presença1” (tanto no nível de conselho de administração como no nível do corpo de executivos) possui elevado coeficiente em relação à “Percentual”, visto que na situação em que não há nenhuma mulher no grupo, tanto a porcentagem de mulheres como a presença delas será nula; (iii) “Presença1” e “Presença3”, por sua vez, possuem uma correlação mais baixa, o que ajuda a reforçar a existência de um elevado número de empresas com apenas uma ou duas mulheres em elevados cargos hierárquicos.

Essa análise inicial traz indícios de suporte às relações postuladas na Hipótese 1. No entanto, uma avaliação mais robusta é necessária, assim, foram realizadas as análises de regressão pelas abordagens de MQO, de efeitos fixos, de efeitos aleatórios e, por fim, de MQ2E¹⁸.

¹⁸ Os resultados das regressões de MQO e de efeitos fixos são apresentadas nos Apêndices B e C, respectivamente. As estimativas obtidas pelo modelo de efeitos aleatórios não são apresentadas, dado que os resultados dos testes LM e de Hausman indicaram a adequação de um modelo de efeitos fixos para a análise considerada.

Tabela 3. Matriz dos coeficientes de correlação amostral para as variáveis do estudo.

	ROA	ROE	MB	Q_Tobin	ZAltman	Presença 1_CA	Percen _CA	Presença 3_CA	Presença 1_Exec	Percen 1_Exec	Presença 3_Exec	Cultura	Reces Econ	Ativos_ Totais	Taman _CA	Ativos_ Tangívei s	Capital_ Giro	Alavanc
ROA	1,00																	
ROE	0,83***	1,00																
MB	0,17***	0,19***	1,00															
Q_Tobin	0,28***	0,11***	0,86***	1,00														
Z_Altman	-0,34***	-0,2***	-0,31***	-0,42***	1,00													
Presença1_CA	-0,37***	-0,34***	0,2***	0,15***	0,05***	1,00												
Percentual_CA	-0,22***	-0,19***	0,14***	0,09***	0,01	0,75***	1,00											
Presença3_CA	-0,24***	-0,21***	0,16***	0,09***	0,05***	0,44***	0,57***	1,00										
Presença1_Exec	-0,05***	-0,01*	0,05***	0,00	0,00	0,25***	0,19***	0,21***	1,00									
Percentual_Exec	-0,03***	0,02***	0,02***	-0,02***	-0,01	0,14***	0,22***	0,18***	0,71***	1,00								
Presença3_Exec	-0,04***	0,02***	0,06***	0,00	0,00	0,20***	0,21***	0,26***	0,43***	0,63***	1,00							
Cultura	-0,46***	-0,41***	0,09***	0,03***	0,12***	0,50***	0,34***	0,31***	0,15***	0,14***	0,14***	1,00						
Recessão Econ	-0,08***	-0,07***	-0,02***	-0,04***	0,08***	0,00	-0,01*	0,04***	0,03***	0,02***	0,03***	0,00	1,00					
Ativos_Totais	-0,62***	-0,57***	0,15***	0,07***	0,17***	0,63***	0,37***	0,42***	0,07***	0,01	0,09***	0,7***	0,06***	1,00				
Tamanho_CA	-0,42***	-0,39***	0,15***	0,1***	0,13***	0,63***	0,31***	0,39***	0,12***	0,05***	0,12***	0,45***	0,05***	0,71***	1,00			
Ativos_Tangíveis	0,33***	0,02***	-0,1***	0,18***	-0,19***	-0,24***	-0,15***	-0,22***	-0,13***	-0,13***	-0,18***	-0,28***	-0,05***	-0,35***	-0,27***	1,00		
Capital_Giro	0,25***	0,04***	0,23***	0,42***	-0,37***	-0,03***	-0,06***	-0,09***	-0,10***	-0,11***	-0,12***	-0,14***	-0,01	-0,06***	-0,03***	0,43***	1,00	
Alavancagem	-0,28***	-0,08***	0,00	-0,22***	0,32***	0,18***	0,12***	0,13***	0,07***	0,05***	0,05***	0,28***	0,04***	0,25***	0,15***	-0,41***	-0,32**	1,00

* p<0,1, ** p<0,05, *** p<0,01

5.2 Análise dos resultados de Regressões MQ2E

Os resultados e análises das regressões apresentados a seguir estão organizados de forma a responder ordenadamente as hipóteses de pesquisa. Portanto, o item 5.2.1 aborda se a diversidade de gênero em posições de alta gestão possui uma relação positiva com desempenho financeiro, e negativa com o nível de risco de falência da empresa; o item 5.2.2 verifica se a relação positiva entre desempenho financeiro e a diversidade de gênero em posições de alto escalão é menor em empresas situadas em países nos quais há um maior nível de equidade de gêneros; e, por fim; o item 5.2.3 investiga se a relação positiva entre desempenho financeiro e a diversidade de gênero em posições de alto escalão é maior em momentos de recessão econômica. Ressalta-se que foram realizados Testes de Endogeneidade (Teste de Endogeneidade de Durbin-Wu-Hausman – Hipótese nula de exogeneidade) a fim de identificar se as variáveis independentes de interesse são exógenas. De forma geral, rejeitou-se a hipótese nula de que as variáveis de interesse são exógenas a um nível de significância de 5%, portanto, mostrou-se necessária a consideração da técnica de MQ2E para estimação dos modelos de regressão. Desta forma, são apresentados apenas os resultados MQ2E por se tratar do modelo mais robusto abordado nesta pesquisa.

5.2.1 Diversidade de gênero: desempenho financeiro e risco de falência

A Tabela 4 apresenta os principais resultados¹⁹ da análise de regressão por MQ2E utilizada para testar a influência das variáveis de presença feminina no conselho de

¹⁹ Foram estimadas regressões com diversas combinações de diferentes medidas de participação de mulheres no conselho e no comitê executivo. Os resultados de tais regressões não são apresentados por indicarem conclusões similares às reportadas.

administração e no corpo de executivos sobre a rentabilidade e sobre o risco de falência da empresa.

No que diz respeito ao desempenho contábil, foram obtidas relações negativas e significantes tanto no ROA quanto no ROE, isto é, estão em oposição com a proposição imposta na Hipótese 1. Para as demais variáveis dependentes consideradas, entretanto, os resultados se adequam à Hipótese 1: as medidas de desempenho econômico, baseadas em expectativas de oportunidades de crescimento, são afetadas significativamente e positivamente pela presença feminina no conselho de administração e no corpo de executivos; e a medida de risco de falência, mensurada pelo Z de Altman, possui uma relação negativa e significativa com a presença de ao menos três mulheres tanto no conselho de administração quanto no corpo executivo das empresas (ver Tabela 4).

Tabela 4. Resultados das regressões estimadas por MQ2E: Hipótese 1 - Massa Crítica, Desempenho Financeiro e Risco de Falência

Regressores	Painel A: Conselho de Administração					Painel B: Executivos				
	Performance Contábil		Oportunidades Crescimento	Risco Falência		Performance Contábil		Oportunidades Crescimento	Risco Falência	
	ROA	ROE	M/B	Q_Tobin	Z Altman	ROA	ROE	M/B	Q_Tobin	Z Altman
Presença3_CA	-0,010*** (0,00)	-0,003 (0,01)	2,312*** (0,13)	0,901*** (0,05)	-0,635*** (0,03)					
Presença3_Exec						-0,006*** (0,00)	-0,006*** (0,00)	0,441*** (0,05)	0,254*** (0,02)	-0,119*** (0,01)
Ativos_Totais	-0,004*** (0,00)	-0,010*** (0,00)	0,076*** (0,00)	0,042*** (0,00)	0,012*** (0,00)	-0,004*** (0,00)	-0,010*** (0,00)	0,118*** (0,00)	0,059*** (0,00)	0,001** (0,00)
Tamanho_CA	0,004*** (0,00)	0,005*** (0,00)	-0,166*** (0,02)	-0,045*** (0,01)	0,091*** (0,01)	0,003*** (0,00)	0,005*** (0,00)	0,021 (0,02)	0,022** (0,01)	0,037*** (0,00)
Ativos_Tangíveis	0,004*** (0,00)	-0,088*** (0,00)	-1,831*** (0,05)	-0,007 (0,02)	0,168*** (0,01)	0,004*** (0,00)	-0,088*** (0,00)	-1,921*** (0,05)	-0,027 (0,02)	0,193*** (0,01)
Capital_Giro	0,014*** (0,00)	0,009* (0,00)	3,228*** (0,11)	1,762*** (0,05)	-0,873*** (0,03)	0,014*** (0,00)	0,007 (0,00)	2,871*** (0,10)	1,657*** (0,04)	-0,753*** (0,02)
Alavancagem	0,007*** (0,00)	0,082*** (0,00)	0,116 (0,10)	-0,878*** (0,04)	0,575*** (0,03)	0,006*** (0,00)	0,081*** (0,00)	0,112 (0,10)	-0,870*** (0,04)	0,585*** (0,02)
Z_Altman	-0,010*** (0,00)	-0,011*** (0,00)	-1,028*** (0,03)	-0,506*** (0,01)		-0,010*** (0,00)	-0,011*** (0,00)	-1,116*** (0,03)	-0,536*** (0,01)	
ROA			16,951*** (0,45)	8,284*** (0,19)	-1,918*** (0,11)			17,992*** (0,43)	8,660*** (0,19)	-2,033*** (0,09)
Q_Tobin	0,011*** (0,00)	0,021*** (0,00)			-0,093*** (0,01)	0,011*** (0,00)	0,021*** (0,00)			-0,111*** (0,00)
constante	0,104*** (0,00)	0,299*** (0,01)	0,715*** (0,10)	0,030 (0,04)	0,216*** (0,03)	0,108*** (0,00)	0,303*** (0,01)	-0,125 (0,08)	-0,310*** (0,04)	0,404*** (0,03)
Periodo _t	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM
Estatística F										
Presença3_CA	675	675	1.468	1.468	700					
Presença3_Exec						5.077	5.077	10.723	10.723	5.275
Q_Tobin	39	39			200	67	67			191

Nota: Os resultados reportados são obtidos utilizando o estimador MQ2E com erros padrão robustos. Todas as regressões incluem variáveis de controle (total de ativos, tamanho do conselho de administração, ativos tangíveis, capital de giro, alavancagem, Z de Altman, ROA e Q de Tobin) e dummies de tempo. Os erros padrão estão entre parênteses. Os asteriscos indicam níveis de significância: *p < 0,10, **p < 0,05, ***p < 0,01. A Estatística F é demonstrada para identificação de instrumentos fracos.

De forma geral, os resultados apresentados na Tabela 4 revelam coeficientes para as variáveis de controle que estão em linha com o esperado. Por exemplo, quanto maior a rentabilidade da empresa, menor o risco de falência e vice versa; e quanto maior a empresa (variáveis consideradas: “Tamanho_CA” para medidas de desempenho contábil e “Ativos_Totais” para oportunidades de crescimento), mais rentável ela tende a ser.

A Tabela 5 apresenta as estimativas semelhantemente às da Tabela 4, com a modificação da variável independente de interesse principal (ao invés de “Presença3”, utiliza-se a variável “Presença1”), que desta vez mede a existência de uma ou mais mulheres no conselho de administração ou no corpo executivo da empresa.

Tabela 5. Resultados das regressões estimadas por MQ2E: Hipótese 1 - Presença de ao menos uma mulher, Desempenho Financeiro e Risco de Falência

Regressores	Painel A: Conselho de Administração					Painel B: Executivos				
	Performance Contábil		Oportunidades Crescimento		Risco Falência	Performance Contábil		Oportunidades Crescimento		Risco Falência
	ROA	ROE	M/B	Q_Tobin	Z Altman	ROA	ROE	M/B	Q_Tobin	Z Altman
Presença1_CA	-0,008*** (0,00)	-0,011*** (0,00)	0,960*** (0,05)	0,374*** (0,02)	-0,287*** (0,01)					
Presença1_Exec						-0,006*** (0,00)	-0,007*** (0,00)	0,438*** (0,05)	0,253*** (0,02)	-0,125*** (0,01)
Ativos_Totais	-0,004*** (0,00)	-0,009*** (0,00)	0,093*** (0,00)	0,049*** (0,00)	0,008*** (0,00)	-0,004*** (0,00)	-0,010*** (0,00)	0,120*** (0,00)	0,060*** (0,00)	0,001* (0,00)
Tamanho_CA	0,005*** (0,00)	0,007*** (0,00)	-0,194*** (0,02)	-0,056*** (0,01)	0,101*** (0,01)	0,003*** (0,00)	0,005*** (0,00)	0,013 (0,02)	0,017** (0,01)	0,038*** (0,00)
Ativos_Tangíveis	0,005*** (0,00)	-0,087*** (0,00)	-2,039*** (0,05)	-0,088*** (0,02)	0,219*** (0,01)	0,005*** (0,00)	-0,088*** (0,00)	-1,968*** (0,05)	-0,055*** (0,02)	0,206*** (0,01)
Capital_Giro	0,015*** (0,00)	0,008 (0,00)	2,837*** (0,10)	1,610*** (0,04)	-0,750*** (0,02)	0,014*** (0,00)	0,006 (0,00)	2,898*** (0,10)	1,673*** (0,04)	-0,756*** (0,02)
Alavancagem	0,009*** (0,00)	0,084*** (0,00)	-0,079 (0,10)	-0,954*** (0,04)	0,640*** (0,02)	0,007*** (0,00)	0,082*** (0,00)	0,053 (0,10)	-0,905*** (0,04)	0,593*** (0,02)
Z_Altman	-0,010*** (0,00)	-0,012*** (0,00)	-1,032*** (0,03)	-0,507*** (0,01)		-0,010*** (0,00)	-0,012*** (0,00)	-1,110*** (0,03)	-0,532*** (0,01)	
ROA			18,374*** (0,43)	8,838*** (0,19)	-2,237*** (0,10)			18,243*** (0,43)	8,805*** (0,19)	-2,086*** (0,09)
Q_Tobin	0,011*** (0,00)	0,022*** (0,00)			-0,096*** (0,00)	0,011*** (0,00)	0,021*** (0,00)			-0,113*** (0,00)
constante	0,103*** (0,00)	0,296*** (0,01)	0,289*** (0,08)	-0,136*** (0,04)	0,290*** (0,03)	0,111*** (0,00)	0,307*** (0,01)	-0,304*** (0,09)	-0,413*** (0,04)	0,472*** (0,03)
Periodo _t	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM
Estatística F										
Presença1_CA	2.682	2.682	5.962	5.962	2.749					
Presença1_Exec						3.591	3.591	8.450	8.450	3.610
Q_Tobin	39	39			200	67	67			191

Nota: Os resultados reportados são obtidos utilizando o estimador MQ2E com erros padrão robustos. Todas as regressões incluem variáveis de controle (total de ativos, tamanho do conselho de administração, ativos tangíveis, capital de giro, alavancagem, Z de Altman, ROA e Q de Tobin) e dummies de tempo. Os erros padrão estão entre parênteses. Os asteriscos indicam níveis de significância: *p < 0,10, **p < 0,05, ***p < 0,01. A Estatística F é demonstrada para identificação de instrumentos fracos.

Com todas as variáveis de interesse estatisticamente significantes e todos os coeficientes consistentes em termos de sinal, com a Tabela 4, a análise da Tabela 5 revela que o desempenho financeiro da empresa é influenciada mais positivamente quando são comparadas as empresas que possuem três ou mais mulheres no conselho de administração, em detrimento daquelas que possuem pelo menos uma mulher. O oposto é válido para o risco de falência das empresas, que reduz à medida que o número de conselheiras mulheres aumenta.

Desta forma, o conjunto de evidências dos modelos estimados por MQ2E apoiam a primeira vertente teórica avaliada (concepção de haver diferenças comportamentais entre sexos, associada à Teoria da Massa Crítica), em que os resultados sugerem que as mulheres possuiriam comportamentos distintos dos homens, e que necessitariam de certa representatividade numérica diante do grupo para influenciar sua cultura e tomada de decisões em um grau superior.

Resumidamente, se considerarmos o desempenho financeiro mensurado com as variáveis de mercado Market-to-Book e Q de Tobin, as análises suportam a Hipótese 1 no que diz respeito ao conselho de administração e ao nível de executivos. Em outros termos, a presença feminina em posições de alta gestão está positiva e significativamente relacionada com desempenho financeiro, e negativa e significativamente associada com o nível de risco de falência da empresa. Os resultados são consistentes com os de Dwaikat et al. (2021); Perryman et al. (2016); Sun & Zou (2021) e Tiliuță et al. (2021), por exemplo.

5.2.2 Diversidade de gênero: o efeito moderador da cultura

A Tabela 6 apresenta os resultados das regressões por MQ2E que têm como objetivo auxiliar na avaliação se a relação positiva entre desempenho e a presença feminina em posições de alto escalão é menor em países em que há um maior nível de equidade de gêneros. Foram

analisadas, através de variáveis de interação, diversas combinações entre as métricas de mensuração para as variáveis de rentabilidade da empresa (ROA, ROE, MB e Q de Tobin), e a presença feminina no conselho de administração da empresa (“Percentual” e “Presença3”) e o nível de equidade de gêneros dos países (“Cultura”, que mede equidade de gênero em posições de elevada hierarquia).

Os resultados da Tabela 6 sugerem que há um efeito moderador da cultura, representada pelas variáveis de nível de equidade de gêneros dos países (No painel A, coluna MB, “Cultura” = 0,656). A análise das regressões revela que empresas situadas em países com níveis mais elevados de equidade de gênero possuem menores benefícios em suas rentabilidades financeiras devido à presença feminina em assentos do conselho de administração (no painel A, coluna MB, “PercentualCA_Cultura” = -9,674). Ou seja, o impacto da presença feminina no conselho de administração, quando interagida com o nível de cultura, pode ser positivo em um país com elevada desigualdade de gênero; contudo, este efeito tende a reduzir à medida que a cultura possui níveis mais elevados de equidade de gênero.

Tabela 6. Resultados das regressões estimadas por MQ2E: Hipótese 2 - Impacto da cultura do país na relação presença de mulheres no Conselho-desempenho-risco

Regressores	Painel A: % de mulheres					Painel B: número mulheres ≥ 3				
	Performance Contábil		Oportunidades Crescimento		Risco Falência	Performance Contábil		Oportunidades Crescimento		Risco Falência
	ROA	ROE	M/B	Q_Tobin	Z Altman	ROA	ROE	M/B	Q_Tobin	Z Altman
Percentual_CA	-0,082*** (0,01)	-0,136*** (0,03)	7,433*** (0,52)	3,088*** (0,21)	-1,682*** (0,13)					
PercentualCA_Cultura	0,119*** (0,02)	0,212*** (0,04)	-9,674*** (0,77)	-4,223*** (0,32)	2,080*** (0,19)					
Presença3_CA						-0,112*** (0,01)	-0,165*** (0,04)	12,500*** (1,02)	4,816*** (0,41)	-2,645*** (0,19)
Presença3CA_Cultura						0,162*** (0,02)	0,243*** (0,05)	-17,214*** (1,43)	-6,711*** (0,57)	3,672*** (0,26)
Cultura	-0,002 (0,00)	-0,012*** (0,00)	0,656*** (0,07)	0,432*** (0,03)	-0,346*** (0,02)	0,000 (0,00)	-0,005 (0,00)	0,596*** (0,07)	0,373*** (0,03)	-0,340*** (0,02)
Ativos_Totais	-0,004*** (0,00)	-0,010*** (0,00)	0,118*** (0,00)	0,056*** (0,00)	0,007*** (0,00)	-0,004*** (0,00)	-0,010*** (0,00)	0,124*** (0,00)	0,058*** (0,00)	0,005*** (0,00)
Tamanho_CA	0,004*** (0,00)	0,006*** (0,00)	-0,052** (0,02)	0,001 (0,01)	0,040*** (0,01)	0,004*** (0,00)	0,006*** (0,00)	-0,168*** (0,03)	-0,037*** (0,01)	0,065*** (0,01)
Ativos_Tangíveis	0,005*** (0,00)	-0,087*** (0,00)	-2,040*** (0,05)	-0,087*** (0,02)	0,235*** (0,01)	0,005*** (0,00)	-0,087*** (0,00)	-1,983*** (0,05)	-0,068*** (0,02)	0,220*** (0,01)
Capital_Giro	0,015*** (0,00)	0,008 (0,00)	2,990*** (0,10)	1,687*** (0,04)	-0,822*** (0,02)	0,017*** (0,00)	0,012** (0,00)	2,976*** (0,10)	1,669*** (0,04)	-0,774*** (0,02)
Alavancagem	0,005*** (0,00)	0,077*** (0,00)	0,085 (0,10)	-0,910*** (0,04)	0,645*** (0,02)	0,004** (0,00)	0,076*** (0,00)	0,162 (0,10)	-0,885*** (0,04)	0,610*** (0,02)
Z_Altman	-0,010*** (0,00)	-0,012*** (0,00)	-1,087*** (0,03)	-0,525*** (0,01)		-0,010*** (0,00)	-0,013*** (0,00)	-1,042*** (0,03)	-0,508*** (0,01)	
ROA			18,089*** (0,44)	8,660*** (0,19)	-2,140*** (0,10)			18,390*** (0,47)	8,790*** (0,20)	-2,148*** (0,10)
Q_Tobin	0,010*** (0,00)	0,019*** (0,00)			-0,105*** (0,00)	0,010*** (0,00)	0,018*** (0,00)			-0,115*** (0,00)
constante	0,110*** (0,00)	0,309*** (0,01)	-0,399*** (0,09)	-0,453*** (0,04)	0,500*** (0,03)	0,109*** (0,00)	0,307*** (0,01)	-0,204** (0,09)	-0,371*** (0,04)	0,496*** (0,03)
Periodo _t	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM
Estatística F										
Percentual_CA	492	492	1.008	1.008	515					
Presença3_CA						186	186	370	370	184
Q_Tobin	76	76			230	43	43			170

Nota: Os resultados reportados são obtidos utilizando o estimador MQ2E com erros padrão robustos. Todas as regressões incluem variáveis de controle (total de ativos, tamanho do conselho de administração, ativos tangíveis, capital de giro, alavancagem, Z de Altman, ROA e Q de Tobin) e dummies de tempo. Os erros padrão estão entre parênteses. Os asteriscos indicam níveis de significância: *p < 0,10, **p < 0,05, ***p < 0,01. A Estatística F é demonstrada para identificação de instrumentos fracos.

Assim, os resultados suportam a Hipótese 2 avaliada, de forma geral, no que concerne ao conselho de administração, indicando que em países com menor equidade de gênero, os efeitos da gestão de mulheres são mais positivos.

Quanto ao efeito moderador da cultura sobre a composição do corpo executivo das empresas estudadas – variável independente alternativa, a Tabela 7 apresenta resultados semelhantes aos da composição do conselho de administração como variável independente (resultados da Tabela 6).

As estimativas das regressões da Tabela 7 mostram uma relação positiva e significativa do efeito da presença feminina em posições executivas seniores sobre a rentabilidade da empresa, que é reduzido à medida que o nível de equidade de gênero é elevado devido ao coeficiente negativo e significativo da variável de interação (painel A, coluna MB, “*PercentualExec_Cultura*” = -5,679).

De forma geral, os resultados suportam a Hipótese 2, tanto na categoria do conselho de administração como no nível de executivos seniores. Essa constatação indica que empresas situadas em culturas com níveis mais baixos de equidade de gênero tendem a potencializar o papel das mulheres de alto escalão e sua repercussão positiva em termos de desempenho financeiro. Os resultados sugerem que, principalmente, empresas situadas em culturas com níveis mais baixos de equidade de gênero, integrem mais mulheres nas composições de seus conselhos de administração e seus times de alta gestão. De forma similar, Mohsni et al. (2021) concluíram que o efeito moderador da cultura na relação entre diversidade de gênero do conselho e assunção de riscos.

Tabela 7. Resultados das regressões estimadas por MQ2E: Hipótese 2 - Impacto da cultura do país na relação presença de mulheres entre Executivos-desempenho-risco

Regressores	Painel A: % de mulheres					Painel B: número mulheres ≥ 3				
	Performance Contábil		Oportunidades Crescimento		Risco Falência	Performance Contábil		Oportunidades Crescimento		Risco Falência
	ROA	ROE	M/B	Q_Tobin	Z Altman	ROA	ROE	M/B	Q_Tobin	Z Altman
Percentual_Exec	-0,049*** (0,01)	-0,077*** (0,02)	3,592*** (0,35)	2,034*** (0,15)	-0,203*** (0,08)					
PercentualExec_Cultura	0,072*** (0,01)	0,131*** (0,02)	-5,679*** (0,55)	-3,267*** (0,23)	0,235** (0,12)					
Presença3_Exec						-0,033*** (0,00)	-0,050*** (0,01)	1,567*** (0,19)	0,919*** (0,08)	-0,065 (0,04)
Presença3Exec_Cultura						0,055*** (0,01)	0,090*** (0,01)	-2,396*** (0,30)	-1,443*** (0,12)	0,054 (0,06)
Cultura	-0,002 (0,00)	-0,013*** (0,00)	0,789*** (0,08)	0,546*** (0,03)	-0,313*** (0,02)	0,001 (0,00)	-0,005 (0,00)	0,380*** (0,06)	0,312*** (0,03)	-0,293*** (0,02)
Ativos_Totais	-0,004*** (0,00)	-0,010*** (0,00)	0,118*** (0,00)	0,056*** (0,00)	0,009*** (0,00)	-0,004*** (0,00)	-0,010*** (0,00)	0,122*** (0,00)	0,058*** (0,00)	0,009*** (0,00)
Tamanho_CA	0,003*** (0,00)	0,004*** (0,00)	0,015 (0,02)	0,022** (0,01)	0,017*** (0,01)	0,003*** (0,00)	0,004*** (0,00)	0,020 (0,02)	0,026*** (0,01)	0,018*** (0,01)
Ativos_Tangíveis	0,004*** (0,00)	-0,088*** (0,00)	-1,962*** (0,05)	-0,045** (0,02)	0,230*** (0,01)	0,004*** (0,00)	-0,088*** (0,00)	-1,929*** (0,05)	-0,032 (0,02)	0,226*** (0,01)
Capital_Giro	0,016*** (0,00)	0,009* (0,00)	2,801*** (0,10)	1,626*** (0,04)	-0,776*** (0,02)	0,016*** (0,00)	0,010** (0,00)	2,825*** (0,10)	1,636*** (0,04)	-0,778*** (0,02)
Alavancagem	0,005*** (0,00)	0,079*** (0,00)	0,084 (0,10)	-0,914*** (0,04)	0,666*** (0,02)	0,003* (0,00)	0,075*** (0,00)	0,179* (0,10)	-0,857*** (0,04)	0,658*** (0,02)
Z_Altman	-0,010*** (0,00)	-0,012*** (0,00)	-1,107*** (0,03)	-0,527*** (0,01)		-0,009*** (0,00)	-0,012*** (0,00)	-1,130*** (0,03)	-0,540*** (0,01)	
ROA			18,000*** (0,43)	8,633*** (0,19)	-2,070*** (0,09)			17,892*** (0,43)	8,592*** (0,19)	-2,048*** (0,09)
Q_Tobin	0,010*** (0,00)	0,020*** (0,00)			-0,109*** (0,00)	0,010*** (0,00)	0,019*** (0,00)			-0,110*** (0,00)
constante	0,113*** (0,00)	0,311*** (0,01)	-0,495*** (0,09)	-0,535*** (0,04)	0,447*** (0,03)	0,112*** (0,00)	0,310*** (0,01)	-0,349*** (0,09)	-0,458*** (0,04)	0,431*** (0,03)
Periodo _t	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM
Estatística F										
Percentual_Exec	3.600	3.600	8.081	8.081	3.687					
Presença3_Exec						1.402	1.402	2.995	2.995	1.430
Q_Tobin	145	145				87	87			169

Nota: Os resultados reportados são obtidos utilizando o estimador MQ2E com erros padrão robustos. Todas as regressões incluem variáveis de controle (total de ativos, tamanho do conselho de administração, ativos tangíveis, capital de giro, alavancagem, Z de Altman, ROA e Q de Tobin) e dummies de tempo. Os erros padrão estão entre parênteses. Os asteriscos indicam níveis de significância: *p < 0,10, **p < 0,05, ***p < 0,01. A Estatística F é demonstrada para identificação de instrumentos fracos.

5.2.3 Diversidade de gênero: o efeito moderador das recessões econômicas

A Hipótese 3 de pesquisa, a ser explorada, postula que a relação negativa (positiva) entre risco de falência (desempenho financeiro) e a diversidade de gênero em posições de alto escalão é maior em momentos de recessão econômica.

Os coeficientes estimados e reportados na Tabela 8 revelam resultados consistentes aos esperados. Leia-se a coluna Q Tobin do Painel B, e.g., o Q de Tobin aumenta em 4,621 caso haja uma ou mais mulheres na composição do conselho de administração da empresa; e, em cenários de crise econômica, a medida de desempenho perde -0,384. O Q de Tobin é favorecido em +4,237 ($= +4,621 - 0,384$), impacto este relacionado ao fato de haver ao menos uma mulher no conselho. Adicionalmente a este efeito, a empresa está sujeita à uma perda relacionada à conjuntura econômica (variável “Recessão Econ”), caracterizando um momento de adversidade econômica (Quon et al., 2012). Desta forma, a medida de desempenho perde -0,208, totalizando um ganho de +4,029 ($= +4,237 - 0,208$) caso uma ou mais mulheres façam parte do conselho.

Verifica-se que a contribuição desta presença feminina também está relacionada ao risco de falência. O Painel A da Tabela 8 mostra um efeito significativo na redução do risco de falência atribuído à diversidade de gênero em situações de recessão econômica.

Em síntese, a presença feminina em assentos do conselho de administração, sob condições economicamente adversas, está significativamente associada a uma redução do risco de falência das firmas e uma melhora de seu desempenho. Desta forma, a Hipótese 3 pode ser suportada empiricamente pelos resultados no que diz respeito ao conselho de administração.

Tabela 8. Resultados das regressões estimadas por MQ2E: Hipótese 3 - Impacto do cenário econômico adverso e da cultura do país na relação presença de mulheres entre Conselho-desempenho-risco

Regressores	Painel A: % de mulheres					Painel B: número mulheres ≥ 3				
	Performance Contábil		Oportunidades Crescimento		Risco Falência	Performance Contábil		Oportunidades Crescimento		Risco Falência
	ROA	ROE	M/B	Q_Tobin	Z Altman	ROA	ROE	M/B	Q_Tobin	Z Altman
Percentual_CA	-0,088*** (0,01)	-0,153*** (0,03)	6,932*** (0,51)	2,934*** (0,21)	-1,569*** (0,13)					
PercentualCA_Cultura	0,125*** (0,02)	0,229*** (0,04)	-9,075*** (0,76)	-4,035*** (0,32)	1,956*** (0,19)					
PercentualCA_Recessão	0,022*** (0,01)	0,055*** (0,01)	-0,097 (0,35)	-0,105 (0,14)	-0,134** (0,06)					
Presença3_CA						-0,120*** (0,02)	-0,186*** (0,04)	11,794*** (1,03)	4,621*** (0,41)	-2,548*** (0,19)
Presença3CA_Cultura						0,171*** (0,02)	0,269*** (0,05)	-16,166*** (1,43)	-6,409*** (0,58)	3,522*** (0,26)
Presença3CA_Recessão						0,014*** (0,00)	0,023*** (0,00)	-0,882*** (0,18)	-0,384*** (0,07)	0,166*** (0,03)
Cultura	-0,003* (0,00)	-0,014*** (0,00)	0,576*** (0,07)	0,406*** (0,03)	-0,332*** (0,02)	0,000 (0,00)	-0,006* (0,00)	0,503*** (0,07)	0,342*** (0,03)	-0,323*** (0,02)
Recessão_Econ	-0,004*** (0,00)	-0,013*** (0,00)	-0,646*** (0,06)	-0,211*** (0,02)	0,103*** (0,01)	-0,002*** (0,00)	-0,009*** (0,00)	-0,636*** (0,06)	-0,208*** (0,02)	0,094*** (0,01)
Ativos_Totais	-0,004*** (0,00)	-0,010*** (0,00)	0,119*** (0,00)	0,056*** (0,00)	0,007*** (0,00)	-0,004*** (0,00)	-0,010*** (0,00)	0,125*** (0,00)	0,059*** (0,00)	0,005*** (0,00)
Tamanho_CA	0,004*** (0,00)	0,006*** (0,00)	-0,042* (0,02)	0,005 (0,01)	0,037*** (0,01)	0,004*** (0,00)	0,007*** (0,00)	-0,148*** (0,03)	-0,031*** (0,01)	0,062*** (0,01)
Ativos_Tangíveis	0,005*** (0,00)	-0,087*** (0,00)	-2,041*** (0,05)	-0,087*** (0,02)	0,234*** (0,01)	0,005*** (0,00)	-0,087*** (0,00)	-1,992*** (0,05)	-0,072*** (0,02)	0,221*** (0,01)
Capital_Giro	0,015*** (0,00)	0,008* (0,00)	3,017*** (0,10)	1,696*** (0,04)	-0,826*** (0,02)	0,017*** (0,00)	0,012** (0,00)	3,011*** (0,10)	1,682*** (0,04)	-0,781*** (0,02)
Alavancagem	0,005*** (0,00)	0,077*** (0,00)	0,082 (0,10)	-0,910*** (0,04)	0,645*** (0,02)	0,004** (0,00)	0,075*** (0,00)	0,168* (0,10)	-0,880*** (0,04)	0,608*** (0,02)
Z_Altman	-0,010*** (0,00)	-0,012*** (0,00)	-1,069*** (0,03)	-0,520*** (0,01)		-0,010*** (0,00)	-0,013*** (0,00)	-1,028*** (0,03)	-0,504*** (0,01)	
ROA			17,955*** (0,44)	8,617*** (0,19)	-2,115*** (0,10)			18,261*** (0,47)	8,751*** (0,20)	-2,133*** (0,10)
Q_Tobin	0,010*** (0,00)	0,019*** (0,00)			-0,104*** (0,00)	0,009*** (0,00)	0,018*** (0,00)			-0,114*** (0,00)
constante	0,110*** (0,00)	0,310*** (0,01)	-0,379*** (0,09)	-0,448*** (0,04)	0,492*** (0,03)	0,110*** (0,00)	0,308*** (0,01)	-0,206** (0,09)	-0,374*** (0,04)	0,494*** (0,03)
Periodo _t	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM
Estatística F: Percentual_CA	455	455	950	950	473					
Estatística F: PercentualCA_Recessão						178	178	346	346	175
Estatística F: Q_Tobin	59	59			192	31	31			137

Nota: Os resultados reportados são obtidos utilizando o estimador MQ2E com erros padrão robustos. Todas as regressões incluem variáveis de controle (total de ativos, tamanho do conselho de administração, ativos tangíveis, capital de giro, alavancagem, Z de Altman, ROA e Q de Tobin) e dummies de tempo. Os erros padrão estão entre parênteses. Os asteriscos indicam níveis de significância: *p < 0,10, **p < 0,05, ***p < 0,01. A Estatística F é demonstrada para identificação de instrumentos fracos.

Por fim, a avaliação do efeito moderador de recessões econômicas sobre a composição do corpo executivo das empresas estudadas é exibida na Tabela 9. Da mesma maneira que efeitos observados na Tabela 8, os resultados da regressão do Painei A da Tabela 9 apontam impactos positivos e estatisticamente significantes acerca da presença feminina na composição do comitê executivo sobre o desempenho das empresas.

Adicionalmente, para a variável binária de risco de falência, a variável de interesse “PercentualExec” evidencia uma associação negativa e significativa no Painei A da Tabela 9.

Em conclusão, a Hipótese 3 pode ser suportada pelos resultados acerca do nível de executivos.

Tabela 9. Resultados das regressões estimadas por MQ2E: Hipótese 3 - Impacto do cenário econômico adverso e da cultura do país na relação presença de mulheres entre Executivos-desempenho-risco

Regressores	Painel A: % de mulheres					Painel B: número mulheres ≥ 3				
	Performance Contábil		Oportunidades Crescimento		Risco Falência	Performance Contábil		Oportunidades Crescimento		Risco Falência
	ROA	ROE	M/B	Q_Tobin	Z Altman	ROA	ROE	M/B	Q_Tobin	Z Altman
Percentual_Exec	-0,049*** (0,01)	-0,075*** (0,02)	3,452*** (0,36)	1,979*** (0,15)	-0,166** (0,08)					
PercentualExec_Cultura	0,072*** (0,01)	0,130*** (0,02)	-5,505*** (0,55)	-3,202*** (0,23)	0,197* (0,12)					
PercentualExec_Recessão	-0,002 (0,00)	-0,025** (0,01)	-0,107 (0,35)	0,017 (0,14)	-0,073 (0,06)					
Presença3_Exec						-0,034*** (0,00)	-0,051*** (0,01)	1,482*** (0,20)	0,897*** (0,08)	-0,050 (0,04)
Presença3Exec_Cultura						0,055*** (0,01)	0,091*** (0,01)	-2,302*** (0,31)	-1,418*** (0,13)	0,039 (0,06)
Presença3Exec_Recessão						0,003** (0,00)	0,001 (0,00)	0,093 (0,13)	-0,006 (0,05)	-0,028 (0,02)
Cultura	-0,002 (0,00)	-0,013*** (0,00)	0,713*** (0,08)	0,520*** (0,03)	-0,297*** (0,02)	0,001 (0,00)	-0,006* (0,00)	0,312*** (0,06)	0,290*** (0,03)	-0,280*** (0,02)
Recessão_Econ	-0,001 (0,00)	-0,005** (0,00)	-0,697*** (0,07)	-0,237*** (0,03)	0,117*** (0,01)	-0,002** (0,00)	-0,007*** (0,00)	-0,715*** (0,06)	-0,232*** (0,02)	0,111*** (0,01)
Ativos_Totais	-0,004*** (0,00)	-0,010*** (0,00)	0,119*** (0,00)	0,056*** (0,00)	0,008*** (0,00)	-0,004*** (0,00)	-0,010*** (0,00)	0,122*** (0,00)	0,059*** (0,00)	0,009*** (0,00)
Tamanho_CA	0,003*** (0,00)	0,004*** (0,00)	0,021 (0,02)	0,024*** (0,01)	0,016*** (0,01)	0,003*** (0,00)	0,004*** (0,00)	0,027 (0,02)	0,028*** (0,01)	0,016*** (0,01)
Ativos_Tangíveis	0,004*** (0,00)	-0,088*** (0,00)	-1,970*** (0,05)	-0,048** (0,02)	0,230*** (0,01)	0,003*** (0,00)	-0,088*** (0,00)	-1,939*** (0,05)	-0,036* (0,02)	0,227*** (0,01)
Capital_Giro	0,016*** (0,00)	0,010** (0,00)	2,847*** (0,10)	1,641*** (0,04)	-0,783*** (0,02)	0,017*** (0,00)	0,011** (0,00)	2,867*** (0,10)	1,650*** (0,04)	-0,785*** (0,02)
Alavancagem	0,005*** (0,00)	0,078*** (0,00)	0,079 (0,10)	-0,916*** (0,04)	0,665*** (0,02)	0,003 (0,00)	0,075*** (0,00)	0,167* (0,10)	-0,861*** (0,04)	0,659*** (0,02)
Z_Altman	-0,010*** (0,00)	-0,012*** (0,00)	-1,084*** (0,03)	-0,519*** (0,01)		-0,009*** (0,00)	-0,012*** (0,00)	-1,106*** (0,03)	-0,532*** (0,01)	
ROA			17,867*** (0,44)	8,590*** (0,19)	-2,051*** (0,09)			17,775*** (0,43)	8,553*** (0,19)	-2,031*** (0,09)
Q_Tobin	0,010*** (0,00)	0,019*** (0,00)			-0,108*** (0,00)	0,010*** (0,00)	0,019*** (0,00)			-0,108*** (0,00)
constante	0,113*** (0,00)	0,310*** (0,01)	-0,475*** (0,09)	-0,528*** (0,04)	0,439*** (0,03)	0,113*** (0,00)	0,311*** (0,01)	-0,332*** (0,09)	-0,454*** (0,04)	0,425*** (0,03)
Período _t	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM
Estatística F: Percentual_Exec	3.316	3.316	7.482	7.482	3.389					
Estatística F: PercentualExec_Recessão						1.360	1.360	2.911	2.911	1.387
Estatística F: Q_Tobin	131	131				78	78			151

Nota: Os resultados reportados são obtidos utilizando o estimador MQ2E com erros padrão robustos. Todas as regressões incluem variáveis de controle (total de ativos, tamanho do conselho de administração, ativos tangíveis, capital de giro, alavancagem, Z de Altman, ROA e Q de Tobin) e dummies de tempo. Os erros padrão estão entre parênteses. Os asteriscos indicam níveis de significância: *p < 0,10, **p < 0,05, ***p < 0,01. A Estatística F é demonstrada para identificação de instrumentos fracos.

5.3 Resumo dos resultados

De forma geral, os resultados suportam as Hipóteses 1, 2 e 3 de pesquisa. A Tabela 10 consolida os efeitos obtidos nas Regressões MQ2E com todas as variáveis, reportadas nas Tabelas 8 e 9. Os efeitos sintetizados da Tabela 10 são analisados em função da afirmação determinada nas respectivas hipóteses de pesquisa, ou seja, indicam ‘sim’ caso o coeficiente obtido esteja no sentido esperado e ‘não’ caso contrário.

A Hipótese 1, que afirma que *a diversidade de gênero em posições de alta gestão possui uma relação positiva com desempenho financeiro, e negativa com o nível de risco de falência da empresa* é suportada pela medida de risco de falência e pelas medidas de desempenho financeiro MB e Q de Tobin, tanto no nível do conselho de administração como no nível de executivos.

Diversas pesquisas obtiveram resultados semelhantes, como Garanina e Muravyev (2021) que também utilizaram múltiplas abordagens de identificação e encontraram evidências de que as empresas com conselhos de administração com diversidade de gênero têm valores de mercado mais elevados e melhor rentabilidade. Valls Martínez e Cruz Rambaud (2019), da mesma maneira, entendem que o número crescente de mulheres nos conselhos de administração está positivamente relacionado com um melhor desempenho financeiro, contando que sejam diretoras externas e não familiares, de acordo com González et al. (2020). Complementarmente, García e Herrero (2021) concluíram que ter um conselho de administração pequeno e independente, com uma elevada razão de mulheres no cargo, reduz a probabilidade de dificuldades financeiras.

Tabela 10. Resumo dos resultados das Regressões MQ2E por Hipótese de Pesquisa

	Retorno Contábil		Retorno Mercado		Risco Falência	
	Conselho	Executivos	Conselho	Executivos	Conselho	Executivos
Hipótese 1	Não	Não	Sim	Sim	Sim	Sim
Hipótese 2	Não	Não	Sim	Sim	Sim	Sim
Hipótese 3	Não	Não	Sim	Sim	Sim	Sim

Todavia, no que concerne às medidas de desempenho contábil, ROA e ROE, as estimações sugerem o oposto do esperado em quase todas as hipóteses, o que é o antagônico ao preconizado pela literatura de que a maioria dos estudos atuais encontra a relação positiva entre um conselho com diversidade de gênero e o desempenho contábil (Nguyen et al., 2020).

Um resultado que pode auxiliar a explicar tal fenômeno é a constatação feita por Nguyen et al. (2020) de que aparentemente a presença de mulheres no conselho de administração tem um impacto negativo no desempenho contábil das empresas situadas nos países em desenvolvimento (Ujunwa, 2012; Zhang & Qu, 2016), contudo, em países desenvolvidos, estão positivamente associadas ao desempenho contábil (Carter et al., 2003; Lyngsie & Foss, 2017). Este efeito pode ser devido aos diferentes níveis de igualdade de gênero e empoderamento feminino em cada país (Kyaw et al., 2015). Com a finalidade de verificar se a amostra estudada pela presente pesquisa exhibe a associação descrita entre nível de desenvolvimento do país e nível de equidade de gênero, foi aferido o nível médio de equidade de gênero (variável “Cultura”) segregado entre países desenvolvidos e em desenvolvimento, conforme classificação do FMI (Fundo Monetário Internacional)²⁰. Os resultados são exibidos na Tabela 11, que mostra a média historicamente superior dos países de economia avançada no que diz respeito à equidade de gênero, em detrimento das economias emergentes e em desenvolvimento.

²⁰ Fonte: <<https://www.imf.org/en/Publications/WEO/weo-database/2023/April/groups-and-aggregates>>. Acesso realizado em agosto de 2023.

Tabela 11. Equidade de gênero por economia.

Média	GGGI	Cultura
Emergentes e Economias em Desenvolvimento	0,69	0,41
Brasil	0,69	0,61
Chile	0,70	0,36
China	0,68	0,20
Colômbia	0,72	0,93
Egito	0,61	0,09
Índia	0,65	0,13
México	0,70	0,50
Namíbia	0,76	0,68
Rússia	0,70	0,65
África do Sul	0,76	0,44
Turquia	0,62	0,15
Economias Avançadas	0,73	0,61
França	0,75	0,56
Alemanha	0,77	0,46
Islândia	0,87	0,57
Israel	0,71	0,50
Japão	0,66	0,13
Luxemburgo	0,73	0,33
Holanda	0,75	0,37
Suíça	0,77	0,49
Estados Unidos	0,74	0,72
Amostra Total	0,71	0,53

Além disso, os resultados das regressões, assim como na Hipótese 1, dão suporte à Hipótese 2 de que *a relação positiva entre desempenho financeiro e a diversidade de gênero em posições de alto escalão é menor em empresas situadas em países nos quais há um maior nível de equidade de gêneros*. Novamente, apenas as métricas ROA e ROE não são condizentes com a declaração estabelecida.

A análise implica em um fator moderador no qual empresas situadas em culturas com níveis mais baixos de equidade de gênero podem potencializar o papel das mulheres de alto escalão e sua repercussão positiva em termos de desempenho financeiro e redução do risco de falência. Similarmente, Mohsni et al. (2021) documentaram o efeito moderador da cultura na relação entre diversidade de gênero do conselho e assunção de riscos, em que países com elevada masculinidade (propensos a assumir riscos mais elevados), possuem a cultura como um

atenuante ao efeito de redução do risco da diversidade de gênero nos conselhos de administração.

Por fim, a Hipótese 3, que afirma que *a relação negativa (positiva) entre risco de falência (desempenho financeiro) e a diversidade de gênero em posições de alto escalão é maior em momentos de recessão econômica* também é confirmada pelas variáveis de risco de falência, e de rentabilidade MB e Q de Tobin. Garanina e Muravyev (2021), por exemplo, evidenciam que em momentos economicamente adversos, os efeitos positivos da presença feminina sobre o valor de mercado e rentabilidade são mais relevantes.

6. CONCLUSÃO

O tema equidade de gênero é objeto de discussão em âmbito global e compõe a Agenda 2030 da ONU (Organização das Nações Unidas)²¹. Busca-se ter 30% dos cargos de alta liderança ocupados por mulheres até 2025, ou 50% até 2030. Entretanto, a atual participação feminina na alta liderança das empresas, mensurada na presente dissertação, é de apenas 13% nos assentos de Conselho de Administração e de 15% no chamado *Top Management Team*. Complementarmente, o GGGR reportou, em junho de 2023, que, tendo em vista o ritmo registrado desde 2006, seriam necessários, em média, mais 131 anos para atingir a igualdade de gênero globalmente.

Neste contexto, esta pesquisa ajudou a explicar *o impacto provocado pelas características comportamentais de membros do alto escalão do sexo feminino no risco financeiro e nos desempenhos financeiro e econômico das empresas*. Com uma amostra relevante, coletada, em grande parte, manualmente, e composta por 918 firmas espalhadas por 20 economias durante 22 anos, analisou-se a existência de impactos no desempenho

²¹ Fonte: <<https://www.undp.org/sustainable-development-goals>>. Acesso realizado em setembro de 2023.

financeiro/econômico e no risco de falência de firmas de acordo com distintos níveis de diversidade de gênero em posições de alto nível hierárquico.

Os resultados obtidos suportam, de forma geral, as Hipóteses de pesquisa avaliadas. A Hipótese 1, que afirma que *a diversidade de gênero em posições de alta gestão possui uma relação positiva com desempenho financeiro, e negativa com o nível de risco de falência da empresa* foi confirmada pelos resultados: à medida que a participação das mulheres se eleva, a rentabilidade relacionada às variáveis de mercado aumenta e o risco de falência, reduz. Em diferentes regressões consideradas, utilizando diferentes métricas de mensuração das variáveis de interesse e das variáveis dependentes, os coeficientes corroboraram tal conclusão. Inferiu-se que o motivo para tal associação é devido às mulheres provavelmente possuírem comportamentos distintos dos homens e, portanto, poderiam assumir posicionamentos diferentes no processo de tomada de decisão.

A Hipótese 2 prediz que *a relação positiva entre desempenho financeiro e a diversidade de gênero em posições de alto escalão é menor em empresas situadas em países nos quais há um maior nível de equidade de gêneros*. Tanto no nível do Conselho de Administração quanto no nível dos executivos seniores, as estimações mostraram que, caso a firma esteja situada em um país com o nível de equidade de gênero relativamente baixo, a rentabilidade tende a se elevar mais com a presença das mulheres do que em países com a cultura mais equânimes em termos de gênero.

Por fim, a Hipótese 3 declara que *a relação negativa (positiva) entre risco de falência (desempenho financeiro) e a diversidade de gênero em posições de alto escalão é maior em momentos de recessão econômica*. Neste caso, se a situação econômica for adversa, a presença feminina está relacionada a um menor aumento do risco de falência dessas empresas, e uma menor redução no que concerne à rentabilidade.

Considerando os resultados empíricos e relacionando-os com as teorias avaliadas, evidencia-se a existência de impactos em variáveis de resultado e de risco de falência relacionados à presença de mulheres em cargos de alto escalão. Assim, infere-se que mulheres possuem comportamentos diferentes dos homens e, para influenciarem nas decisões, devem somar certa quantidade (representatividade) no grupo que estão inseridas (Teoria da Massa Crítica), o que vai de encontro com a primeira vertente teórica apresentada.

As contribuições à atual literatura são: (i) consideração de uma ampla amostra de empresas de diversas nacionalidades; (ii) investigação da influência da dimensão cultural dos países; (iii) avaliação empírica de duas vertentes teóricas complementares; (iv) e tratamento robusto de potenciais problemas de endogeneidade nas abordagens econométricas.

De modo geral, tendo em vista a revisão de literatura apresentada, entende-se que uma quantidade importante de pesquisas empíricas adotou, direta ou indiretamente, a teoria feminista liberal (Nguyen et al., 2020). Tal teoria é identificada pelo fato de estas pesquisas terem utilizado o sexo biológico do indivíduo como *proxy* para o gênero e, principalmente, por fundamentarem-se em comportamentos esperados para cada sexo. O presente estudo, assim como a literatura corrente, também é limitado à medida que considera o sexo como gênero. Existem diversas limitações além desta, por exemplo, ainda que sejam controladas várias características importantes da empresa, ainda há um amplo espaço para mais pesquisas transnacionais abordarem a relação de causalidade. Adicionalmente, as conclusões não são categóricas sobre os meios que transmitem esta relação, ou seja, trata-se de uma suposição a afirmação de que as características comportamentais das mulheres são o fator decisivo para que a firma apresente ou não diferenças de desempenho e nível de risco.

Pesquisas futuras podem relacionar abordagens de pesquisa mistas, agregando a parte qualitativa com entrevistas e/ou *focus group* para melhor entender como exatamente são construídas as relações obtidas por pesquisas quantitativas. Adicionalmente, seria possível

debater novas frentes teóricas e explorar mais a variável cultura ou nível de equidade de gênero para interpretar a forma como ocorre a influência na tomada de decisões financeiras da empresa. Por fim, recomenda-se a exploração de novos temas em finanças como impacto em dividendos, emissão de dívida, decisões de investimento, perfil de mulheres gestoras de fundos, entre outros.

Apesar de tais limitações, a presente pesquisa fornece relações empíricas úteis para os âmbitos de política, de regulação, e de tomada de decisão empresarial relativamente à diversidade de gênero nos elevados cargos da alta administração. Por exemplo, os reguladores poderiam considerar a inclusão desta variável (presença de mulheres na alta liderança) na análise de risco de crédito de firmas e, desta forma, conceder crédito a um custo mais baixo uma vez que se trata de uma empresa mais rentável e com menor nível de risco. Já os líderes de firmas privadas podem analisar a situação em que a empresa se encontra em termos de cultura mais equalitária ou não, iminência de períodos de dificuldades financeiras, nível atual de participação feminina na alta cúpula, se a opinião desses membros são igualmente respeitadas pelo grupo, entre outros.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Abramson, J. (1975). *The Invincible Woman: Discrimination in the Academic Profession*. London: Jossey-Bass.
- Adams, R. B., & Funk, P. (2012). Beyond the glass ceiling: Does gender matter? *Management Science*, 58(2), 219–235. <https://doi.org/10.1287/mnsc.1110.1452>
- Adams, R. B., & Funk, P. (2012). Beyond the glass ceiling: Does gender matter? *Management Science*, 58(2), 219–235. <https://doi.org/10.1287/mnsc.1110.1452>
- Ahern, K. R., & Dittmar, A. K. (2012). The changing of the boards: The impact on firm valuation of mandated female board representation. *Quarterly Journal of Economics*, 127(1), 137–197. <https://doi.org/10.1093/qje/qjr049>
- Altman, E. I. (1968). Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy. In *Source: The Journal of Finance* (Vol. 23, Issue 4).
- Amore, M. D., & Garofalo, O. (2016). Executive gender, competitive pressures, and corporate performance. *Journal of Economic Behavior and Organization*, 131, 308–327. <https://doi.org/10.1016/j.jebo.2016.09.009>
- Armstrong, C. S., Core, J. E., & Guay, W. R. (2014). Do independent directors cause improvements in firm transparency? *Journal of Financial Economics*, 113(3), 383–403. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2014.05.009>
- Arvate, P. R., Galilea, G. W., & Todescat, I. (2018). The queen bee: A myth? The effect of top-level female leadership on subordinate females. *Leadership Quarterly*, 29(5), 533–548. <https://doi.org/10.1016/j.leaqua.2018.03.002>
- Barber, B. M., & Odean, T. (2001). Boys will be boys: gender, overconfidence, and common stock investment*. *The Quarterly Journal of Economics*, 116(1), 261–292.
- Barrett, F. J. (1996). The organizational construction of hegemonic masculinity: The case of the U.S. Navy. *The Masculinities Reader*, 3, 129–142. <http://hdl.handle.net/10945/41314>
- Barros, L. A. B. de C., & Silveira, A. D. M. Da. (2008). Excesso de confiança, otimismo gerencial e os determinantes da estrutura de capital. *Revista Brasileira de Finanças*, 6(3), 293–335. <http://www.redalyc.org/articulo.oa?id=305824735001>
- Baykal, E., Soyalp, E., & Yeşil, R. (2020). Queen bee syndrome: A modern dilemma of working women and its effects on turnover intentions. In *Contributions to Management Science* (pp. 165–178). Springer. https://doi.org/10.1007/978-3-030-50131-0_9
- Bernardes, T. (2021, Dezembro 20). As conquistas das mulheres ao longo da história. [Web page]. Retrieved from <https://www.futura.org.br/as-conquistas-das-mulheres-ao-longo-da-historia/>
- Bolton, P., Brunnermeier, M. K., & Veldkamp, L. (2008). Leadership, coordination and mission-driven management. *National Bureau of Economic Research*. <http://www.nber.org/papers/w14339>
- Bouteska, A., & Mili, M. (2021). Women’s leadership impact on risks and financial performance in banking: evidence from the Southeast Asian Countries. *Journal of Management and Governance*. <https://doi.org/10.1007/s10997-021-09594-6>
- Broverman, I. K., Vogel, S. R., Broverman, D. M., Clarkson, F. E., & Rosenkrantz, P. S. (1972). Sex-Role Stereotypes: A Current Appraisal 1. *Journal of Social Issues*, 28(2), 59–78.
- Butler, J. (1990). *Gender Trouble: Feminism and the Subversion of Identity*. New York: Routledge.
- Butler, J. (1993). *Bodies that Matter: On the Discursive Limits of Sex*. London: Routledge.

- Calás, M. B., Smircich, L., Clegg, S. R., Hardy, C., & Nord, W. R. (1999). From the 'woman's point of view': *Feminist approaches to organization studies*. Studying organization: Theory and method, 212- 251.
- Calás, M. B., Smircich, L., & Holvino, E. (2014). *Theorizing Gender-and-Organization*. Oxford University Press. <https://doi.org/10.1093/OXFORDHB/9780199658213.013.025>
- Campbell, K., & Vera, A. M. (2010). Female board appointments and firm valuation: Short and long-term effects. *Journal of Management and Governance*, 14(1), 37–59. <https://doi.org/10.1007/s10997-009-9092-y>
- Carrigan, T., Connell, B., & Lee, J. (1985). Toward a New Sociology of Masculinity. *Theory and Society*, 14(5), 551–604. <https://about.jstor.org/terms>
- Carter, D. A., Simkins, B. J., & Simpson, W. G. (2003). Corporate governance, board diversity, and firm value. *Financial Review*, 38(1), 33–53. <https://doi.org/10.1111/1540-6288.00034>
- Chapple, L., & Humphrey, J. E. (2014). Does board gender diversity have a financial impact? Evidence using stock portfolio performance. *Journal of Business Ethics*, 122(4), 709–723. <https://doi.org/10.1007/s10551-013-1785-0>
- Charness, G., & Gneezy, U. (2012). Strong Evidence for Gender Differences in Risk Taking. *Journal of Economic Behavior and Organization*, 83(1), 50–58. <https://doi.org/10.1016/J.JEBO.2011.06.007>
- Collinson, D. L., Knights, D., & Collinson, M. (1990). *Managing to discriminate*. Routledge.
- Collinson, D. L., & Hearn, J. (2005). Men and masculinities in work, organizations and management. Sage.
- Cook, A., & Glass, C. (2011). Leadership change and shareholder value: How markets react to the appointments of women. *Human Resource Management*, 50(4), 501–519. <https://doi.org/10.1002/hrm.20438>
- Coron, C. (2020). What does “gender equality” mean? Social representations of gender equality in the workplace among French workers. *Equality, Diversity and Inclusion: An International Journal*. <https://doi.org/10.1108/EDI-06-2019-0185>
- Cotter, D. A., Hermsen, J. M., Ovadia, S., & Vanneman, R. (2001). The glass ceiling effect. *Social Forces*, 80(2), 655–681.
- Crosan, R., & Gneezy, U. (2009). Gender differences in preferences. *Journal of Economic Literature*, 47(2), 448–474. <https://doi.org/10.1257/jel.47.2.448>
- Darrat, A. F., Gray, S., Park, J. C., & Wu, Y. (2016). Corporate Governance and Bankruptcy Risk. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 31(2), 163–202. <https://doi.org/10.1177/0148558X14560898>
- Datta Gupta, N., Poulsen, A., & Villeval, M. C. (2013). Gender matching and competitiveness: Experimental evidence. *Economic Inquiry*, 51(1), 816–835. <https://doi.org/10.1111/J.1465-7295.2011.00378.X>
- Derks, B., van Laar, C., Ellemers, N., & de Groot, K. (2011). Gender-bias primes elicit queen-bee responses among senior Policewomen. *Psychological Science*, 22(10), 1243–1249. <https://doi.org/10.1177/0956797611417258>
- Dissanayke, T., Somathilake, H., Madushanka, K., Wickramasinghe, D., & Cooray, N. (2017). Board configuration on financial distress. *Global Scientific Journals*, 5(5), 107–119. www.globalscientificjournal.com
- Dobson, R., & Iredale, W. I. L. L. (2006). Office queen bees hold back women's careers. *The Sunday Times*.
- Dwaikat, N., Qubbaj, I. S., & Queiri, A. (2021). Gender diversity on the board of directors and its impact on the Palestinian financial performance of the firm. *Cogent Economics and Finance*, 9(1). <https://doi.org/10.1080/23322039.2021.1948659>

- Eagly, A. H., Eaton, A., Rose, S. M., Riger, S., & McHugh, M. C. (2012). Feminism and psychology; analysis of a half-century of research on women and gender. *American Psychologist*, 67(3), 211–230. <https://doi.org/10.1037/a0027260>
- Ellemers, N., van den Heuvel, H., de Gilder, D., Maass, A., & Bonvini, A. (2004). The underrepresentation of women in science: Differential commitment or the queen bee syndrome? In *British Journal of Social Psychology* (Vol. 43). www.bps.org.uk315
- Ellwood, S., & Garcia-Lacalle, J. (2015). The Influence of Presence and Position of Women on the Boards of Directors: The Case of NHS Foundation Trusts. *Journal of Business Ethics*, 130(1), 69–84. <https://doi.org/10.1007/s10551-014-2206-8>
- Erickson, T., & Whited, T. M. (2012). Treating measurement error in Tobin's q. *The Review of Financial Studies*, 25(4), 1286–1329.
- Ertugrul, M., & Hegde, S. (2008). Board compensation practices and agency costs of debt. *Journal of Corporate Finance*, 14(5), 512–531. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2008.09.004>
- Faniko, K., Ellemers, N., Derks, B., & Lorenzi-Cioldi, F. (2017). Nothing Changes, Really: Why Women Who Break Through the Glass Ceiling End Up Reinforcing It. *Personality and Social Psychology Bulletin*, 43(5), 638–651. <https://doi.org/10.1177/0146167217695551>
- Farag, H., & Mallin, C. (2017). Board diversity and financial fragility: Evidence from European banks. *International Review of Financial Analysis*, 49, 98–112. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2016.12.002>
- Fich, E. M., & Slezak, S. L. (2008). Can corporate governance save distressed firms from bankruptcy? An empirical analysis. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 30(2), 225–251. <https://doi.org/10.1007/s11156-007-0048-5>
- Flabbi, L., Piras, C., & Abrahams, S. (2017). Female corporate leadership in Latin America and the Caribbean region: Representation and firm-level outcomes. *International Journal of Manpower*, 38(6), 790–818. <https://doi.org/10.1108/IJM-10-2015-0180>
- Francis, B., Hasan, I., & Wu, Q. (2013). The Impact of CFO Gender on Bank Loan Contracting. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 28(1), 53–78. <https://doi.org/10.1177/0148558X12452399>
- Frank, M. Z., Goyal, V. K., Barclay, M., Christie, B., Dasgupta, S., Graham, J., Head, K., Li, K., Lim, W., Lemmon, M., Maug, E., Maksimovic, V., Masulis, R., Ritter, J., Titman, S., Welch, I., & Wurgler, J. (2009). Capital Structure Decisions: Which Factors Are Reliably Important? In *Financial Management • Spring*. <http://olabout.wiley.com/>
- Friedan, B. (1981). *The Second Stage*. New York: Summit
- Gap, G. G. (2023). Report 2023. In *World Economic Forum, Geneva*.
- Garanina, T., & Muravyev, A. (2021). The gender composition of corporate boards and firm performance: Evidence from Russia. *Emerging Markets Review*, 48. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2020.100772>
- García, C. J., & Herrero, B. (2021). Female directors, capital structure, and financial distress. *Journal of Business Research*, 136, 592–601. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2021.07.061>
- Garcia-Retamero, R., & López-Zafra, E. (2006). Prejudice against women in male-congenial environments: Perceptions of gender role congruity in leadership. *Sex Roles*, 55(1–2), 51–61. <https://doi.org/10.1007/s11199-006-9068-1>
- Glass, C., & Cook, A. (2016). Leading at the top: Understanding women's challenges above the glass ceiling. *Leadership Quarterly*, 27(1), 51–63. <https://doi.org/10.1016/j.leaqua.2015.09.003>

- González, M., Guzmán, A., Pablo, E., & Trujillo, M. A. (2020). Does gender really matter in the boardroom? Evidence from closely held family firms. *Review of Managerial Science*, *14*(1), 221–267. <https://doi.org/10.1007/s11846-018-0292-1>
- Gujarati, D., & Porter, D. C. (2011). *Econometria Básica* (5^a edição). AMGH Editora.
- Gul, F. A., Srinidhi, B., & Ng, A. C. (2011). Does board gender diversity improve the informativeness of stock prices? *Journal of Accounting and Economics*, *51*(3), 314–338. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2011.01.005>
- Gyapong, E., Ahmed, A., Ntim, C. G., & Nadeem, M. (2021). Board gender diversity and dividend policy in Australian listed firms: the effect of ownership concentration. *Asia Pacific Journal of Management*, *38*(2), 603–643. <https://doi.org/10.1007/s10490-019-09672-2>
- Halberstam, J. (1998). *Female Masculinity*. Durham, NC: Duke University Press.
- Haslam, S. A., & Ryan, M. K. (2008). The road to the glass cliff: Differences in the perceived suitability of men and women for leadership positions in succeeding and failing organizations. *Leadership Quarterly*, *19*(5), 530–546. <https://doi.org/10.1016/J.LEAQUA.2008.07.011>
- Hedija, V., & Němec, D. (2021). Gender diversity in leadership and firm performance: Evidence from the czech republic. *Journal of Business Economics and Management*, *22*(1), 156–180. <https://doi.org/10.3846/jbem.2020.13680>
- Hoobler, J. M., Masterson, C. R., Nkomo, S. M., & Michel, E. J. (2018). The Business Case for Women Leaders: Meta-Analysis, Research Critique, and Path Forward. *Journal of Management*, *44*(6), 2473–2499. <https://doi.org/10.1177/0149206316628643>
- Huang, J., & Kisgen, D. J. (2013). Gender and corporate finance: Are male executives overconfident relative to female executives? *Journal of Financial Economics*, *108*(3), 822–839. <https://doi.org/10.1016/J.JFINECO.2012.12.005>
- Imes, M., & Bazel-Shoham, O. (2021). GENDER, BOARD, and WORKING CAPITAL. *Global Economy Journal*, *21*(3). <https://doi.org/10.1142/S2194565921500147>
- Jeong, S. H., & Harrison, D. A. (2017). Glass Breaking, Strategy Making, and Value Creating: Meta-Analytic Outcomes of Women as CEOs and TMT members. *Academy of Management Journal*, *60*(4), 1219–1252. <https://doi.org/10.5465/AMJ.2014.0716>
- Jianakoplos, N. A., & Bernasek, A. (1998). Are women more risk averse? *Economic Inquiry*, *36*(4), 620–630.
- Joeks, 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>
- Kanter, R. M. (1977). *Men and women of the corporation revisited*. New York: Basic Books.
- Kaplan, S. N., Klebanov, M. M., & Sorensen, M. (2012). Which CEO Characteristics and Abilities Matter? *Journal of Finance*, *67*(3), 973–1007. <https://doi.org/10.1111/J.1540-6261.2012.01739.X>
- Kristanti, F. T., Rahayu, S., & Huda, A. N. (2016). The Determinant of Financial Distress on Indonesian Family Firm. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, *219*, 440–447. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2016.05.018>
- Kyaw, K., Olugbode, M., & Petracci, B. (2015). Does gender diverse board mean less earnings management? *Finance Research Letters*, *14*, 135–141. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2015.05.006>
- Labelle, R., Francoeur, C., & Lakhali, F. (2015). To Regulate Or Not To Regulate? Early Evidence on the Means Used Around the World to Promote Gender Diversity in the Boardroom. *Gender, Work and Organization*, *22*(4), 339–363. <https://doi.org/10.1111/gwao.12091>

- Lee, P. M., & James, E. H. (2007). SHE'-E-OS: Gender effects and investor reactions to the announcements of top executive appointments. *Strategic Management Journal*, 28(3), 227–241. <https://doi.org/10.1002/smj.575>
- Liu, Y., Wei, Z., & Xie, F. (2014). Do women directors improve firm performance in China? *Journal of Corporate Finance*, 28, 169–184. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2013.11.016>
- Lonkani, R. (2019). Gender differences and managerial earnings forecast bias: Are female executives less overconfident than male executives? *Emerging Markets Review*, 38, 18–34. <https://doi.org/10.1016/J.EMEMAR.2018.11.012>
- Lundeberg, M. A., Fox, P. W., & Punóchař, J. (1994). Highly confident but wrong: Gender differences and similarities in confidence judgments. *Journal of Educational Psychology*, 86(1), 114. <https://doi.org/10.1037/0022-0663.86.1.114>
- Lyngsie, J., & Foss, N. J. (2017). The more, the merrier? Women in top-management teams and entrepreneurship in established firms. *Strategic Management Journal*, 38(3), 487–505. <https://doi.org/10.1002/smj.2510>
- Manzaneque, M., Priego, A. M., & Merino, E. (2016). Corporate governance effect on financial distress likelihood: Evidence from Spain. *Revista de Contabilidad-Spanish Accounting Review*, 19(1), 111–121. <https://doi.org/10.1016/j.rcsar.2015.04.001>
- Marinova, J., Plantenga, J., & Remery, C. (2016). Gender diversity and firm performance: evidence from Dutch and Danish boardrooms. *International Journal of Human Resource Management*, 27(15), 1777–1790. <https://doi.org/10.1080/09585192.2015.1079229>
- Markowitz, H. (1952). Portfolio Selection. *The Journal of Finance*, 7(1), 77–91.
- Mavin, S. (2008). Queen bees, wannabees and afraid to bees: No more “best enemies” for women in management? *British Journal of Management*, 19(SUPPL. 1). <https://doi.org/10.1111/j.1467-8551.2008.00573.x>
- Middleton, P. (1992). *The Inward Gaze: Masculinity and Subjectivity in Modern Culture*. London: Routledge.
- Mohan, N. (2014). A review of the gender effect on pay, corporate performance and entry into top management. *International Review of Economics and Finance*, 34, 41–51. <https://doi.org/10.1016/J.IREF.2014.06.005>
- Mohsni, S., Otchere, I., & Shahriar, S. (2021). Board gender diversity, firm performance and risk-taking in developing countries: The moderating effect of culture. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 73. <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2021.101360>
- Nelson, J. A. (2015). Are women really more risk-averse than men? A re-analysis of the literature using expanded methods. *Journal of Economic Surveys*, 29(3), 566–585. <https://doi.org/10.1111/joes.12069>
- Ng, C. W., & Chiu, W. C. K. (2001). Managing equal opportunities for women: sorting the friends from the foes. In *HUMAN RESOURCE MANAGEMENT JOURNAL* (Vol. 11, Issue 1).
- Nguyen, T. H. H., Ntim, C. G., & Malagila, J. K. (2020). Women on corporate boards and corporate financial and non-financial performance: A systematic literature review and future research agenda. *International Review of Financial Analysis*, 71. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2020.101554>
- Nicolson, P. (1996). *Gender, Power and Organization: A Psychological Approach*. London: Routledge.
- Niederle, M., & Vesterlund, L. (2007). Do women shy away from competition? Do men compete too much? *The Quarterly Journal of Economics*, 122(3), 1067–1101. <https://academic.oup.com/qje/article/122/3/1067/1879500>

- Palvia, A., Vähämaa, E., & Vähämaa, S. (2014). Are Female CEOs and Chairwomen More Conservative and Risk Averse? Evidence from the Banking Industry During the Financial Crisis. *Journal of Business Ethics*, 131(3), 577–594. <https://doi.org/10.1007/s10551-014-2288-3>
- Peni, E., & Vähämaa, S. (2010). *Female executives and earnings management*. 36(7), 629–645. <https://doi.org/10.1108/03074351011050343>
- Permatasari, W. D., Cahyono, Y. T., Program, A. A., Akuntansi, S., & Arifin, A. (2022). *The Presence and Capabilities of The Presence and Capabilities of Women on Board and Corporate Financial Women on Board and Corporate Financial Performance: a Study on Female vs Male-Performance: a Study on Female vs Male-dominated Industry dominated Industry*. <http://journals.ums.ac.id/index.php/reaksi/index>
- Perryman, A. A., Fernando, G. D., & Tripathy, A. (2016). Do gender differences persist? An examination of gender diversity on firm performance, risk, and executive compensation. *Journal of Business Research*, 69(2), 579–586. <https://doi.org/10.1016/J.JBUSRES.2015.05.013>
- Powell, G. N. and D. A. Butterfield (2003). ‘Gender, gender identity and aspirations to top management’, *Women in Management Review*, 18, pp. 88–96.
- Prince, M. (1993). Women, men, and money styles. In *Journal of Economic Psychology* (Vol. 14).
- Quon, T. K., Zeghal, D., & Maingot, M. (2012). Enterprise Risk Management and Firm Performance. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 62, 263–267. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2012.09.042>
- Rindfleish, J. (2000). Senior management women in Australia: Diverse perspectives. *Women in Management Review*, 15(4), 172–180. <https://doi.org/10.1108/09649420010335491>
- Robb, A. M., & Watson, J. (2012). Gender differences in firm performance: Evidence from new ventures in the United States. *Journal of Business Venturing*, 27(5), 544–558. <https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2011.10.002>
- Rocca, M. La, Neha, N., Tiziana, ., & Rocca, L. (2020). Female management, overconfidence and debt maturity: European evidence. *Journal of Management and Governance*, 123(24), 713–747. <https://doi.org/10.1007/s10997-019-09479-9>
- Ryan, M. K., & Haslam, S. A. (2005). The glass cliff: Evidence that women are over-represented in precarious leadership positions. *British Journal of Management*, 16(2), 81–90. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8551.2005.00433.x>
- Ryan, M. K., & Haslam, S. A. (2007). The glass cliff: Exploring the dynamics surrounding the appointment of women to precarious leadership positions. *Academy of Management Review*, 32(2), 549–572.
- Ryan, M. K., Haslam, S. A., Morgenroth, T., Rink, F., Stoker, J., & Peters, K. (2016). Getting on top of the glass cliff: Reviewing a decade of evidence, Explanations, And impact. *Leadership Quarterly*, 27(3), 446–455. <https://doi.org/10.1016/J.LEAQUA.2015.10.008>
- Schwartz, S. H., & Rubel, T. (2005). Sex differences in value priorities: Cross-cultural and multimethod studies. *Journal of Personality and Social Psychology*, 89(6), 1010–1028. <https://doi.org/10.1037/0022-3514.89.6.1010>
- Schwartz-Ziv, M. (2017). Gender and Board Activeness: The Role of a Critical Mass. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 52(2), 751–780. <https://doi.org/10.1017/S0022109017000059>
- Silva, C., Carter, N. M., & Beninger, A. (2012). Good intentions, imperfect execution: Women get fewer of the “hot jobs” needed to advance. *Catalyst*, 15-17.
- Staines, G., C. Travis and T. E. Jayerante (1973). ‘The Queen Bee syndrome’, *Psychology Today*, 7(8), pp. 55–60.

- Stock, J. H., Wright, J. H., & Yogo, M. (2002). A survey of weak instruments and weak identification in generalized method of moments. *Journal of Business & Economic Statistics*, 20(4), 518-529.
- Sultana, A. (2010). Patriarchy and Women's Subordination: A Theoretical Analysis. *Arts Faculty Journal*, 1-18.
- Sun, J., Liu, G., & Lan, G. (2011). Does Female Directorship on Independent Audit Committees Constrain Earnings Management? *Journal of Business Ethics*, 99(3), 369-382. <https://doi.org/10.1007/s10551-010-0657-0>
- Sun, R., & Zou, G. (2021). Political connection, CEO gender, and firm performance. *Journal of Corporate Finance*, 71. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2021.101918>
- Tiliuță, B. A., Diaconu, I. R., & Oanea, D. C. (2021). The Impact of Feminine Management on Banks Financial Performance: Evidence from Selected Countries from Europe. *Studies in Business and Economics*, 16(3), 231-246. <https://doi.org/10.2478/sbe-2021-0057>
- 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>
- Ujunwa, A. (2012). Board characteristics and the financial performance of Nigerian quoted firms. *Corporate Governance: The International Journal of Effective Board Performance*, 12(5), 656-674. <https://doi.org/10.1108/14720701211275587>.
- Valls Martínez, M. del C., & Cruz Rambaud, S. (2019). Women on corporate boards and firm's financial performance. *Women's Studies International Forum*, 76. <https://doi.org/10.1016/j.wsif.2019.102251>
- Vargas, T. (2018, March 1). She coined the term 'glass ceiling'. She fears it will outlive her. *The Washington Post*. <https://www.washingtonpost.com/news/retropolis/wp/2018/03/01/she-coined-the-phrase-glass-ceiling-she-didnt-expect-it-to-outlive-her/>
- Walby, S. 1990. *Theorizing Patriarchy*. Blackwell Publishers Ltd.:Oxford, UK and Cambridge USA.
- Ward, A. M., & Forker, J. (2017). Financial Management Effectiveness and Board Gender Diversity in Member-Governed, Community Financial Institutions. *Journal of Business Ethics*, 141(2), 351-366. <https://doi.org/10.1007/s10551-015-2699-9>
- Whitehead, S. M. (2014). Masculinities in Management: Hidden, Invisible, and Persistent. *Oxford Handbooks Online*. <https://doi.org/10.1093/oxfordhb/9780199658213.013.020>
- Wilson, E. C. (2015). Call Me Queen Bee. *Women Law*, 10.
- Zalata, A. M., Tauringana, V., & Tingbani, I. (2018). Audit committee financial expertise, gender, and earnings management: Does gender of the financial expert matter? *International Review of Financial Analysis*, 55, 170-183. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2017.11.002>
- Zhang, Y., & Qu, H. (2016). The impact of CEO succession with gender change on firm performance and successor early departure: Evidence from China's publicly listed companies in 1997-2010. *Academy of Management Journal*, 59(5), 1845-1868. <https://doi.org/10.5465/amj.2014.0176>.

APÊNDICES

Apêndice A. Firmas por país	93
Apêndice B. Resultados regressão MQO	94
Apêndice C. Resultados regressão efeitos fixos	100

APÊNDICE A – Firmas por país

Tabela A1 – Número de firmas da amostra por país.

	# Firmas
Emergentes e Economias em Desenvolvimento	387
Brasil	69
Chile	24
China	95
Colômbia	14
Egito	20
Índia	21
México	26
Namíbia	17
Rússia	44
África do Sul	34
Turquia	23
Economias Avançadas	531
França	30
Alemanha	33
Islândia	17
Israel	22
Japão	62
Luxemburgo	2
Holanda	2
Suíça	1
Estados Unidos	362
Amostra Total	918

APÊNDICE B – Resultados regressão MQO

Tabela B1 - Resultados das regressões estimadas por MQO: Hipótese 1 – Composição do Conselho de Administração e impacto no desempenho financeiro/econômico e risco de falência

Regressores	Painel A: número mulheres ≥ 1					Painel B: % de mulheres					Painel C: número mulheres ≥ 3				
	Desempenho Contábil		Oportunidades Crescimento	Risco Falência		Desempenho Contábil		Oportunidades Crescimento	Risco Falência		Desempenho Contábil		Oportunidades Crescimento	Risco Falência	
	ROA	ROE	MB	Q Tobin	Z Altman	ROA	ROE	MB	Q Tobin	Z Altman	ROA	ROE	MB	Q Tobin	Z Altman
Presença1_CA	-0,003*** (0,00)	-0,004*** (0,00)	0,460*** (0,03)	0,168*** (0,01)	-0,102*** (0,01)										
Percentual_CA						-0,004*** (0,00)	-0,001 (0,00)	1,398*** (0,08)	0,444*** (0,03)	-0,219*** (0,02)					
Presença3_CA											0,002*** (0,00)	0,005*** (0,00)	0,485*** (0,03)	0,128*** (0,01)	-0,034*** (0,01)
Ativos_Totais	-0,004*** (0,00)	-0,010*** (0,00)	0,103*** (0,00)	0,053*** (0,00)	0,005*** (0,00)	-0,004*** (0,00)	-0,010*** (0,00)	0,105*** (0,00)	0,054*** (0,00)	0,004*** (0,00)	-0,004*** (0,00)	-0,010*** (0,00)	0,106*** (0,00)	0,055*** (0,00)	0,003*** (0,00)
Tamanho_CA	0,003*** (0,00)	0,006*** (0,00)	-0,024 (0,02)	0,010 (0,01)	0,050*** (0,00)	0,002*** (0,00)	0,005*** (0,00)	0,063*** (0,02)	0,043*** (0,01)	0,029*** (0,00)	0,002*** (0,00)	0,004*** (0,00)	0,042** (0,02)	0,040*** (0,01)	0,028*** (0,00)
Ativos_Tangíveis	0,006*** (0,00)	-0,087*** (0,00)	-2,101*** (0,05)	-0,110*** (0,02)	0,203*** (0,01)	0,006*** (0,00)	-0,087*** (0,00)	-2,091*** (0,05)	-0,107*** (0,02)	0,202*** (0,01)	0,006*** (0,00)	-0,086*** (0,00)	-2,046*** (0,05)	-0,095*** (0,02)	0,199*** (0,01)
Capital_Giro	0,016*** (0,00)	0,011*** (0,00)	2,699*** (0,10)	1,556*** (0,04)	-0,687*** (0,02)	0,016*** (0,00)	0,012*** (0,00)	2,770*** (0,10)	1,575*** (0,04)	-0,695*** (0,02)	0,017*** (0,00)	0,013*** (0,00)	2,754*** (0,10)	1,564*** (0,04)	-0,682*** (0,02)
Alavancagem	0,004*** (0,00)	0,073*** (0,00)	0,187* (0,10)	-0,847*** (0,04)	0,619*** (0,02)	0,003** (0,00)	0,073*** (0,00)	0,203** (0,10)	-0,839*** (0,04)	0,614*** (0,02)	0,003** (0,00)	0,072*** (0,00)	0,250** (0,10)	-0,824*** (0,04)	0,609*** (0,02)
Z_Altman	-0,011*** (0,00)	-0,015*** (0,00)	-1,098*** (0,03)	-0,535*** (0,01)		-0,011*** (0,00)	-0,015*** (0,00)	-1,098*** (0,03)	-0,537*** (0,01)		-0,010*** (0,00)	-0,014*** (0,00)	-1,123*** (0,02)	-0,547*** (0,01)	
ROA			18,139*** (0,43)	8,740*** (0,19)	-2,009*** (0,08)			18,009*** (0,43)	8,693*** (0,19)	-1,982*** (0,08)			17,769*** (0,42)	8,630*** (0,18)	-1,960*** (0,07)
Q Tobin	0,011*** (0,00)	0,019*** (0,00)			-0,122*** (0,00)	0,011*** (0,00)	0,019*** (0,00)			-0,123*** (0,00)	0,010*** (0,00)	0,019*** (0,00)			-0,126*** (0,00)
constante	0,098*** (0,00)	0,277*** (0,00)	0,481*** (0,06)	-0,074*** (0,03)	0,338*** (0,01)	0,100*** (0,00)	0,278*** (0,00)	0,358*** (0,06)	-0,120*** (0,02)	0,368*** (0,01)	0,100*** (0,00)	0,279*** (0,00)	0,463*** (0,06)	-0,093*** (0,02)	0,364*** (0,01)

* p<0.1, ** p<0.05, *** p<0.01

Tabela B2 - Resultados das regressões estimadas por MQO: Hipótese 1 – Composição do corpo de Executivos e impacto no desempenho financeiro/econômico e risco de falência

	Painel A: número mulheres ≥ 1					Painel B: % de mulheres					Painel C: número mulheres ≥ 3				
	Desempenho Contábil		Oportunidades Crescimento		Risco Falência	Desempenho Contábil		Oportunidades Crescimento		Risco Falência	Desempenho Contábil		Oportunidades Crescimento		Risco Falência
Regressores	ROA	ROE	MB	Q Tobin	Z Altman	ROA	ROE	MB	Q Tobin	Z Altman	ROA	ROE	MB	Q Tobin	Z Altman
Presença1_Exec	-0,000 (0,00)	0,003*** (0,00)	0,121*** (0,02)	0,025*** (0,01)	-0,036*** (0,00)										
Percentual_Exec						-0,003*** (0,00)	0,006** (0,00)	0,409*** (0,07)	0,117*** (0,03)	-0,107*** (0,01)					
Presença3_Exec											0,001*** (0,00)	0,006*** (0,00)	0,162*** (0,03)	0,041*** (0,01)	-0,030*** (0,00)
Ativos_Totais	-0,004*** (0,00)	-0,010*** (0,00)	0,115*** (0,00)	0,057*** (0,00)	0,002*** (0,00)	-0,004*** (0,00)	-0,010*** (0,00)	0,116*** (0,00)	0,058*** (0,00)	0,002*** (0,00)	-0,004*** (0,00)	-0,010*** (0,00)	0,115*** (0,00)	0,057*** (0,00)	0,002*** (0,00)
Tamanho_CA	0,002*** (0,00)	0,004*** (0,00)	0,081*** (0,02)	0,051*** (0,01)	0,028*** (0,00)	0,002*** (0,00)	0,004*** (0,00)	0,086*** (0,02)	0,050*** (0,01)	0,031*** (0,00)	0,002*** (0,00)	0,004*** (0,00)	0,080*** (0,02)	0,050*** (0,01)	0,027*** (0,00)
Ativos_Tangíveis	0,006*** (0,00)	-0,086*** (0,00)	-2,076*** (0,05)	-0,104*** (0,02)	0,198*** (0,01)	0,006*** (0,00)	-0,086*** (0,00)	-2,081*** (0,05)	-0,104*** (0,02)	0,199*** (0,01)	0,006*** (0,00)	-0,085*** (0,00)	-2,054*** (0,05)	-0,097*** (0,02)	0,195*** (0,01)
Capital_Giro	0,016*** (0,00)	0,013*** (0,00)	2,688*** (0,10)	1,543*** (0,04)	-0,689*** (0,02)	0,016*** (0,00)	0,012*** (0,00)	2,673*** (0,10)	1,542*** (0,04)	-0,692*** (0,02)	0,017*** (0,00)	0,014*** (0,00)	2,696*** (0,10)	1,548*** (0,04)	-0,685*** (0,02)
Alavancagem	0,003** (0,00)	0,072*** (0,00)	0,246** (0,10)	-0,825*** (0,04)	0,608*** (0,02)	0,004*** (0,00)	0,074*** (0,00)	0,245** (0,10)	-0,834*** (0,04)	0,619*** (0,02)	0,003** (0,00)	0,073*** (0,00)	0,269*** (0,10)	-0,820*** (0,04)	0,604*** (0,02)
Z_Altman	-0,010*** (0,00)	-0,014*** (0,00)	-1,139*** (0,02)	-0,551*** (0,01)		-0,011*** (0,00)	-0,015*** (0,00)	-1,134*** (0,03)	-0,548*** (0,01)		-0,010*** (0,00)	-0,014*** (0,00)	-1,139*** (0,02)	-0,551*** (0,01)	
ROA			18,030*** (0,43)	8,698*** (0,18)	-1,973*** (0,07)			18,154*** (0,43)	8,755*** (0,19)	-1,981*** (0,07)			17,950*** (0,42)	8,679*** (0,18)	-1,959*** (0,07)
Q Tobin	0,011*** (0,00)	0,019*** (0,00)			-0,126*** (0,00)	0,011*** (0,00)	0,019*** (0,00)			-0,125*** (0,00)	0,011*** (0,00)	0,019*** (0,00)			-0,126*** (0,00)
constante	0,100*** (0,00)	0,276*** (0,00)	0,255*** (0,06)	-0,143*** (0,03)	0,397*** (0,01)	0,101*** (0,00)	0,278*** (0,00)	0,252*** (0,06)	-0,150*** (0,03)	0,385*** (0,01)	0,099*** (0,00)	0,276*** (0,00)	0,296*** (0,06)	-0,137*** (0,03)	0,380*** (0,01)

* p<0.1, ** p<0.05, *** p<0.01

Tabela B3 - Resultados das regressões estimadas por MQO: Hipótese 2 – Composição do Conselho de Administração e impacto no desempenho financeiro/econômico e risco de falência: Interação da cultura

Regressores	Painel A: número mulheres ≥ 1					Painel B: % de mulheres					Painel C: número mulheres ≥ 3				
	Desempenho Contábil		Oportunidades Crescimento		Risco Falência	Desempenho Contábil		Oportunidades Crescimento		Risco Falência	Desempenho Contábil		Oportunidades Crescimento		Risco Falência
	ROA	ROE	MB	Q Tobin	Z Altman	ROA	ROE	MB	Q Tobin	Z Altman	ROA	ROE	MB	Q Tobin	Z Altman
Presença1_CA	-0,006*** (0,00)	-0,011*** (0,00)	0,048 (0,07)	0,022 (0,03)	-0,057*** (0,01)										
Presença1CA_Cultura	0,004** (0,00)	0,014*** (0,00)	0,781*** (0,12)	0,260*** (0,05)	-0,050** (0,02)										
Percentual_CA						-0,021*** (0,00)	-0,036*** (0,01)	1,378*** (0,23)	0,493*** (0,10)	-0,127*** (0,04)					
PercentualCA_Cultura						0,030*** (0,01)	0,065*** (0,02)	0,098 (0,39)	-0,097 (0,16)	-0,080 (0,07)					
Presença3_CA											-0,015*** (0,01)	-0,043*** (0,21)	-0,191 (0,08)	0,013 (0,03)	-0,274*** (0,03)
Presença3CA_Cultura											0,024*** (0,00)	0,070*** (0,01)	0,980*** (0,21)	0,168 (0,08)	0,349*** (0,03)
Cultura	0,004*** (0,00)	-0,003 (0,00)	-0,232*** (0,06)	0,071*** (0,03)	-0,210*** (0,02)	0,002* (0,00)	-0,005 (0,00)	-0,035 (0,06)	0,152*** (0,03)	-0,230*** (0,01)	0,003*** (0,00)	-0,002 (0,00)	0,129** (0,06)	0,197*** (0,03)	-0,264*** (0,01)
Ativos_Totais	-0,004*** (0,00)	-0,010*** (0,00)	0,097*** (0,00)	0,048*** (0,00)	0,011*** (0,00)	-0,004*** (0,00)	-0,010*** (0,00)	0,106*** (0,00)	0,051*** (0,00)	0,010*** (0,00)	-0,004*** (0,00)	-0,010*** (0,00)	0,102*** (0,00)	0,050*** (0,00)	0,009*** (0,00)
Tamanho_CA	0,003*** (0,00)	0,005*** (0,00)	-0,013 (0,02)	0,020** (0,01)	0,035*** (0,00)	0,003*** (0,00)	0,004*** (0,00)	0,057*** (0,02)	0,045*** (0,01)	0,018*** (0,00)	0,002*** (0,00)	0,004*** (0,00)	0,052*** (0,02)	0,046*** (0,01)	0,021*** (0,00)
Ativos_Tangíveis	0,006*** (0,00)	-0,087*** (0,00)	-2,101*** (0,05)	-0,106*** (0,02)	0,214*** (0,01)	0,006*** (0,00)	-0,087*** (0,00)	-2,081*** (0,05)	-0,100*** (0,02)	0,212*** (0,01)	0,006*** (0,00)	-0,086*** (0,00)	-2,038*** (0,05)	-0,088*** (0,02)	0,210*** (0,01)
Capital_Giro	0,016*** (0,00)	0,010*** (0,00)	2,646*** (0,10)	1,554*** (0,04)	-0,725*** (0,02)	0,016*** (0,00)	0,011*** (0,00)	2,751*** (0,10)	1,586*** (0,04)	-0,733*** (0,02)	0,017*** (0,00)	0,012*** (0,00)	2,752*** (0,10)	1,581*** (0,04)	-0,730*** (0,02)
Alavancagem	0,002 (0,00)	0,070*** (0,00)	0,234** (0,10)	-0,851*** (0,04)	0,659*** (0,02)	0,002 (0,00)	0,070*** (0,00)	0,259*** (0,10)	-0,842*** (0,04)	0,656*** (0,02)	0,002 (0,00)	0,070*** (0,00)	0,276*** (0,10)	-0,837*** (0,04)	0,651*** (0,02)
Z_Altman	-0,010*** (0,00)	-0,015*** (0,00)	-1,107*** (0,03)	-0,534*** (0,01)		-0,010*** (0,00)	-0,015*** (0,00)	-1,110*** (0,03)	-0,537*** (0,01)		-0,010*** (0,00)	-0,015*** (0,00)	-1,132*** (0,03)	-0,543*** (0,01)	
ROA			17,807*** (0,44)	8,522*** (0,19)	-1,991*** (0,08)			17,710*** (0,44)	8,494*** (0,19)	-1,967*** (0,08)			17,439*** (0,44)	8,425*** (0,19)	-1,968*** (0,08)
Q_Tobin	0,010*** (0,00)	0,018*** (0,00)			-0,122*** (0,00)	0,010*** (0,00)	0,018*** (0,00)			-0,122*** (0,00)	0,010*** (0,00)	0,018*** (0,00)			-0,124*** (0,00)
constante	0,098*** (0,00)	0,278*** (0,00)	0,637*** (0,06)	-0,048* (0,03)	0,366*** (0,01)	0,099*** (0,00)	0,279*** (0,00)	0,364*** (0,06)	-0,149*** (0,03)	0,399*** (0,01)	0,099*** (0,00)	0,279*** (0,00)	0,455*** (0,06)	-0,123*** (0,03)	0,408*** (0,01)

* p<0.1, ** p<0.05, *** p<0.01

Tabela B4 - Resultados das regressões estimadas por MQO: Hipótese 2 – Composição do corpo de Executivos e impacto no desempenho financeiro/econômico e risco de falência: Interação da cultura

Regressores	Painel A: número mulheres ≥ 1					Painel B: % de mulheres					Painel C: número mulheres ≥ 3				
	Desempenho Contábil		Oportunidades Crescimento		Risco Falência	Desempenho Contábil		Oportunidades Crescimento		Risco Falência	Desempenho Contábil		Oportunidades Crescimento		Risco Falência
	ROA	ROE	MB	Q Tobin	Z Altman	ROA	ROE	MB	Q Tobin	Z Altman	ROA	ROE	MB	Q Tobin	Z Altman
Presença1_Exec	-0,007*** (0,00)	-0,008*** (0,00)	0,064 (0,05)	0,040* (0,02)	-0,088*** (0,01)										
Presença1Exec_Cultura	0,011*** (0,00)	0,019*** (0,00)	0,082 (0,09)	-0,043 (0,04)	0,112*** (0,02)										
Percentual_Exec						-0,015*** (0,00)	0,011 (0,01)	1,059*** (0,22)	0,485*** (0,09)	-0,320*** (0,05)					
PercentualExec_Cultura						0,019*** (0,01)	-0,004 (0,02)	-1,093*** (0,35)	-0,661*** (0,15)	0,455*** (0,07)					
Presença3_Exec											-0,001 (0,00)	0,006 (0,00)	-0,135 (0,09)	-0,002 (0,04)	-0,008 (0,02)
Presença3Exec_Cultura											0,005** (0,00)	0,002 (0,00)	0,510*** (0,09)	0,073 (0,04)	-0,018 (0,02)
Cultura	-0,002 (0,00)	-0,011*** (0,00)	0,065 (0,07)	0,216*** (0,03)	-0,305*** (0,02)	0,003** (0,00)	-0,001 (0,00)	0,174** (0,07)	0,248*** (0,03)	-0,307*** (0,02)	0,003*** (0,00)	-0,002 (0,00)	0,090 (0,06)	0,188*** (0,03)	-0,252*** (0,01)
Ativos_Totais	-0,004*** (0,00)	-0,010*** (0,00)	0,113*** (0,00)	0,053*** (0,00)	0,008*** (0,00)	-0,004*** (0,00)	-0,009*** (0,00)	0,116*** (0,00)	0,054*** (0,00)	0,008*** (0,00)	-0,004*** (0,00)	-0,009*** (0,00)	0,111*** (0,00)	0,053*** (0,00)	0,009*** (0,00)
Tamanho_CA	0,003*** (0,00)	0,004*** (0,00)	0,084*** (0,02)	0,055*** (0,01)	0,019*** (0,00)	0,002*** (0,00)	0,003*** (0,00)	0,078*** (0,02)	0,051*** (0,01)	0,022*** (0,00)	0,002*** (0,00)	0,003*** (0,00)	0,084*** (0,02)	0,055*** (0,01)	0,015*** (0,00)
Ativos_Tangíveis	0,005*** (0,00)	-0,087*** (0,00)	-2,071*** (0,05)	-0,098*** (0,02)	0,208*** (0,01)	0,006*** (0,00)	-0,086*** (0,00)	-2,064*** (0,05)	-0,093*** (0,02)	0,209*** (0,01)	0,006*** (0,00)	-0,085*** (0,00)	-2,057*** (0,05)	-0,092*** (0,02)	0,209*** (0,01)
Capital_Giro	0,016*** (0,00)	0,012*** (0,00)	2,679*** (0,10)	1,557*** (0,04)	-0,731*** (0,02)	0,016*** (0,00)	0,011*** (0,00)	2,675*** (0,10)	1,563*** (0,04)	-0,737*** (0,02)	0,018*** (0,00)	0,014*** (0,00)	2,690*** (0,10)	1,564*** (0,04)	-0,726*** (0,02)
Alavancagem	0,002 (0,00)	0,070*** (0,00)	0,281*** (0,10)	-0,835*** (0,04)	0,650*** (0,02)	0,002 (0,00)	0,072*** (0,00)	0,294*** (0,10)	-0,841*** (0,04)	0,666*** (0,02)	0,002 (0,00)	0,071*** (0,00)	0,284*** (0,10)	-0,833*** (0,04)	0,651*** (0,02)
Z_Altman	-0,010*** (0,00)	-0,015*** (0,00)	-1,147*** (0,03)	-0,548*** (0,01)		-0,010*** (0,00)	-0,015*** (0,00)	-1,139*** (0,03)	-0,543*** (0,01)		-0,010*** (0,00)	-0,015*** (0,00)	-1,145*** (0,03)	-0,547*** (0,01)	
ROA			17,761*** (0,44)	8,514*** (0,19)	-1,987*** (0,08)			17,907*** (0,44)	8,570*** (0,19)	-1,973*** (0,08)			17,641*** (0,44)	8,477*** (0,19)	-1,954* (0,08)
Q_Tobin	0,010*** (0,00)	0,018*** (0,00)			-0,125*** (0,00)	0,010*** (0,00)	0,018*** (0,00)			-0,123*** (0,00)	0,010*** (0,00)	0,018*** (0,00)			-0,125*** (0,00)
constante	0,102*** (0,00)	0,281*** (0,00)	0,263*** (0,07)	-0,184*** (0,03)	0,461*** (0,01)	0,100*** (0,00)	0,276*** (0,00)	0,160** (0,07)	-0,222*** (0,03)	0,442*** (0,01)	0,098*** (0,00)	0,275*** (0,00)	0,319*** (0,06)	-0,162*** (0,03)	0,412*** (0,01)

* p<0.1, ** p<0.05, *** p<0.01

Tabela B5 - Resultados das regressões estimadas por MQO: Hipótese 3 – Composição do Conselho de Administração e impacto no desempenho financeiro/econômico e risco de falência: Interação da cultura e da recessão econômica

Regressores	Panel A: número mulheres ≥ 1					Panel B: % de mulheres					Panel C: número mulheres ≥ 3				
	ROA	ROE	MB	Q Tobin	Z Altman	ROA	ROE	MB	Q Tobin	Z Altman	ROA	ROE	MB	Q Tobin	Z Altman
Presença1_CA	-0,005*** (0,00)	-0,011*** (0,00)	0,005 (0,07)	0,012 (0,03)	-0,060*** (0,01)										
Presença1CA_Cultura	0,003 (0,00)	0,010** (0,00)	0,843*** (0,12)	0,280*** (0,05)	-0,030 (0,02)										
Presença1CA_Recessão	0,006*** (0,00)	0,019*** (0,00)	0,160* (0,09)	0,012 (0,04)	-0,042*** (0,02)										
Percentual_CA						-0,021*** (0,00)	-0,036*** (0,01)	1,291*** (0,24)	0,465*** (0,10)	-0,117*** (0,04)					
PercentualCA_Cultura						0,029*** (0,00)	0,060*** (0,01)	0,081 (0,24)	-0,101 (0,10)	-0,052 (0,04)					
PercentualCA_Recess						0,007 (0,00)	0,029** (0,01)	1,308*** (0,35)	0,413*** (0,13)	-0,314*** (0,05)					
Presença3_CA											-0,014*** (0,00)	-0,041*** (0,01)	-0,390* (0,21)	-0,044 (0,08)	-0,275*** (0,03)
Presença3CA_Cultura											0,022*** (0,00)	0,066*** (0,01)	1,207*** (0,30)	0,233** (0,11)	0,357*** (0,05)
Presença3CA_Recessão											0,002 (0,00)	0,006* (0,00)	0,481*** (0,12)	0,131*** (0,05)	-0,069*** (0,02)
Cultura	0,004*** (0,00)	-0,003 (0,00)	-0,222*** (0,06)	0,073*** (0,03)	-0,208*** (0,02)	0,002 (0,00)	-0,006* (0,00)	-0,021 (0,06)	0,157*** (0,03)	-0,221*** (0,02)	0,003** (0,00)	-0,004 (0,00)	0,133** (0,06)	0,199*** (0,03)	-0,252*** (0,01)
Recessão_Econ	-0,009*** (0,00)	-0,026*** (0,00)	0,069 (0,06)	0,050** (0,02)	0,089*** (0,01)	-0,006*** (0,00)	-0,019*** (0,00)	-0,068 (0,05)	-0,017 (0,02)	0,112*** (0,01)	-0,006*** (0,00)	-0,016*** (0,00)	-0,025 (0,05)	0,001 (0,02)	0,093*** (0,01)
Ativos_Totais	-0,004*** (0,00)	-0,010*** (0,00)	0,096*** (0,00)	0,047*** (0,00)	0,010*** (0,00)	-0,004*** (0,00)	-0,010*** (0,00)	0,106*** (0,00)	0,051*** (0,00)	0,010*** (0,00)	-0,004*** (0,00)	-0,010*** (0,00)	0,102*** (0,00)	0,050*** (0,00)	0,009*** (0,00)
Tamanho_CA	0,003*** (0,00)	0,006*** (0,00)	-0,014 (0,02)	0,019** (0,01)	0,034*** (0,00)	0,003*** (0,00)	0,005*** (0,00)	0,057*** (0,02)	0,045*** (0,01)	0,017*** (0,00)	0,002*** (0,00)	0,004*** (0,00)	0,053*** (0,02)	0,046*** (0,01)	0,020*** (0,00)
Ativos_Tangíveis	0,006*** (0,00)	-0,087*** (0,00)	-2,098*** (0,05)	-0,105*** (0,02)	0,214*** (0,01)	0,006*** (0,00)	-0,087*** (0,00)	-2,075*** (0,05)	-0,098*** (0,02)	0,211*** (0,01)	0,006*** (0,00)	-0,087*** (0,00)	-2,035*** (0,05)	-0,087*** (0,02)	0,210*** (0,01)
Capital_Giro	0,017*** (0,00)	0,012*** (0,00)	2,631*** (0,10)	1,548*** (0,04)	-0,730*** (0,02)	0,017*** (0,00)	0,012*** (0,00)	2,744*** (0,10)	1,584*** (0,04)	-0,739*** (0,02)	0,018*** (0,00)	0,014*** (0,00)	2,741*** (0,10)	1,577*** (0,04)	-0,735*** (0,02)
Alavancagem	0,003* (0,00)	0,071*** (0,00)	0,222** (0,10)	-0,855*** (0,04)	0,654*** (0,02)	0,002 (0,00)	0,071*** (0,00)	0,246** (0,10)	-0,846*** (0,04)	0,651*** (0,02)	0,002 (0,00)	0,071*** (0,00)	0,261*** (0,10)	-0,841*** (0,04)	0,646*** (0,02)
Z_Altman	-0,010*** (0,00)	-0,014*** (0,00)	-1,110*** (0,03)	-0,535*** (0,01)		-0,010*** (0,00)	-0,014*** (0,00)	-1,109*** (0,03)	-0,536*** (0,01)		-0,010*** (0,00)	-0,014*** (0,00)	-1,131*** (0,03)	-0,543*** (0,01)	
ROA			17,857*** (0,44)	8,546*** (0,19)	-1,948*** (0,08)			17,731*** (0,44)	8,502*** (0,19)	-1,921*** (0,08)			17,456*** (0,44)	8,433*** (0,19)	-1,922*** (0,08)
Q_Tobin	0,010*** (0,00)	0,018*** (0,00)			-0,122*** (0,00)	0,010*** (0,00)	0,018*** (0,00)			-0,122*** (0,00)	0,010*** (0,00)	0,018*** (0,00)			-0,124*** (0,00)
constante	0,098*** (0,00)	0,278*** (0,00)	0,639*** (0,06)	-0,049* (0,03)	0,362*** (0,01)	0,099*** (0,00)	0,280*** (0,00)	0,364*** (0,06)	-0,149*** (0,03)	0,388*** (0,01)	0,099*** (0,00)	0,280*** (0,00)	0,457*** (0,06)	-0,123*** (0,03)	0,398*** (0,01)

* p<0.1, ** p<0.05, *** p<0.01

Tabela B6 - Resultados das regressões estimadas por MQO: Hipótese 3 – Composição do corpo de Executivos e impacto no desempenho financeiro/econômico e risco de falência: Interação da cultura e da recessão econômica

Regressores	Painel A: número mulheres ≥ 1					Painel B: % de mulheres					Painel C: número mulheres ≥ 3				
	ROA	ROE	MB	Q Tobin	Z Altman	ROA	ROE	MB	Q Tobin	Z Altman	ROA	ROE	MB	Q Tobin	Z Altman
Presença1_Exec	-0,006*** (0,00)	-0,006** (0,00)	0,030 (0,05)	0,024 (0,02)	-0,088*** (0,01)										
Presença1Exec_Cultura	0,011*** (0,00)	0,017*** (0,00)	0,100 (0,09)	-0,034 (0,04)	0,114*** (0,02)										
Presença1Exec_Recessão	-0,005*** (0,00)	-0,016*** (0,00)	0,320*** (0,10)	0,160*** (0,04)	-0,043** (0,02)										
Percentual_Exec							-0,013*** (0,00)	0,018* (0,01)	0,940*** (0,22)	0,433*** (0,09)	-0,319*** (0,05)				
PercentualExec_Cultura							0,018*** (0,01)	-0,009 (0,22)	-1,032*** (0,09)	-0,635*** (0,05)	0,461***				
PercentualExec_Recessão							-0,012*** (0,00)	-0,043*** (0,01)	1,118*** (0,34)	0,495*** (0,13)	-0,118** (0,05)				
Presença3_Exec											-0,001 (0,00)	0,007* (0,00)	-0,190** (0,09)	-0,020 (0,04)	-0,005 (0,02)
Presença3Exec_Cultura											0,005** (0,00)	0,001 (0,01)	0,529*** (0,14)	0,079 (0,06)	-0,018 (0,03)
Presença3Exec_Recessão											-0,003** (0,00)	-0,008** (0,12)	0,557*** (0,04)	0,182*** (0,02)	-0,056*** (0,02)
Cultura	-0,002 (0,00)	-0,012*** (0,00)	0,069 (0,07)	0,217*** (0,03)	-0,295*** (0,02)	0,002 (0,00)	-0,003 (0,00)	0,173** (0,07)	0,247*** (0,03)	-0,295*** (0,02)	0,002** (0,00)	-0,004 (0,00)	0,095 (0,06)	0,190*** (0,03)	-0,240*** (0,01)
Recessão_Econ	-0,002* (0,00)	-0,004 (0,00)	-0,125 (0,08)	-0,074** (0,03)	0,103*** (0,01)	-0,003*** (0,00)	-0,009*** (0,00)	-0,082 (0,07)	-0,043 (0,03)	0,092*** (0,01)	-0,005*** (0,00)	-0,013*** (0,00)	-0,056 (0,05)	-0,014 (0,02)	0,087*** (0,01)
Ativos_Totais	-0,004*** (0,00)	-0,010*** (0,00)	0,113*** (0,00)	0,053*** (0,00)	0,008*** (0,00)	-0,004*** (0,00)	-0,009*** (0,00)	0,116*** (0,00)	0,054*** (0,00)	0,008*** (0,00)	-0,004*** (0,00)	-0,009*** (0,00)	0,110*** (0,00)	0,053*** (0,00)	0,009*** (0,00)
Tamanho_CA	0,003*** (0,00)	0,004*** (0,00)	0,083*** (0,02)	0,055*** (0,01)	0,018*** (0,00)	0,002*** (0,00)	0,003*** (0,00)	0,077*** (0,02)	0,050*** (0,01)	0,021*** (0,00)	0,002*** (0,00)	0,003*** (0,00)	0,085*** (0,02)	0,055*** (0,01)	0,014*** (0,00)
Ativos_Tangíveis	0,005*** (0,00)	-0,087*** (0,00)	-2,067*** (0,05)	-0,096*** (0,02)	0,208*** (0,01)	0,006*** (0,00)	-0,086*** (0,00)	-2,059*** (0,05)	-0,091*** (0,02)	0,209*** (0,01)	0,006*** (0,00)	-0,085*** (0,00)	-2,054*** (0,05)	-0,092*** (0,02)	0,209*** (0,01)
Capital_Giro	0,017*** (0,00)	0,013*** (0,00)	2,669*** (0,10)	1,553*** (0,04)	-0,736*** (0,02)	0,017*** (0,00)	0,013*** (0,00)	2,663*** (0,10)	1,558*** (0,04)	-0,743*** (0,02)	0,018*** (0,00)	0,015*** (0,00)	2,679*** (0,10)	1,560*** (0,04)	-0,731*** (0,02)
Alavancagem	0,002 (0,00)	0,071*** (0,00)	0,281*** (0,10)	-0,834*** (0,04)	0,643*** (0,02)	0,003* (0,00)	0,073*** (0,00)	0,289*** (0,10)	-0,843*** (0,04)	0,659*** (0,02)	0,002* (0,00)	0,073*** (0,00)	0,269*** (0,10)	-0,838*** (0,04)	0,646*** (0,02)
Z_Altman	-0,010*** (0,00)	-0,014*** (0,00)	-1,148*** (0,03)	-0,548*** (0,01)		-0,010*** (0,00)	-0,014*** (0,00)	-1,140*** (0,03)	-0,543*** (0,01)		-0,010*** (0,00)	-0,014*** (0,00)	-1,144*** (0,03)	-0,547*** (0,01)	
ROA			17,828*** (0,44)	8,542*** (0,19)	-1,950*** (0,08)			17,965*** (0,44)	8,593*** (0,19)	-1,934*** (0,08)			17,692*** (0,44)	8,496*** (0,19)	-1,915*** (0,08)
Q_Tobin	0,010*** (0,00)	0,018*** (0,00)			-0,124*** (0,00)	0,010*** (0,00)	0,018*** (0,00)			-0,122*** (0,00)	0,010*** (0,00)	0,018*** (0,00)			-0,124*** (0,00)
constante	0,102*** (0,00)	0,280*** (0,00)	0,268*** (0,07)	-0,181*** (0,03)	0,452*** (0,01)	0,100*** (0,00)	0,276*** (0,00)	0,162** (0,07)	-0,221*** (0,03)	0,433*** (0,01)	0,098*** (0,00)	0,275*** (0,00)	0,323*** (0,06)	-0,162*** (0,03)	0,402*** (0,01)

* p<0.1, ** p<0.05, *** p<0.01

APÊNDICE C – Resultados regressão efeitos fixos

Tabela C1 - Resultados das regressões estimadas por Efeitos Fixos: Hipótese 1 – Composição do Conselho de Administração e impacto no desempenho financeiro/econômico e risco de falência

Regressores	Painel A: número mulheres ≥ 1					Painel B: % de mulheres					Painel C: número mulheres ≥ 3				
	Desempenho Contábil		Oportunidades Crescimento		Risco Falência	Desempenho Contábil		Oportunidades Crescimento		Risco Falência	Desempenho Contábil		Oportunidades Crescimento		Risco Falência
	ROA	ROE	MB	Q Tobin	Z Altman	ROA	ROE	MB	Q Tobin	Z Altman	ROA	ROE	MB	Q Tobin	Z Altman
Presença1_CA	-0,001*	-0,002	0,122***	0,049***	-0,004										
	(0,00)	(0,00)	(0,03)	(0,01)	(0,01)										
Percentual_CA						0,003***	0,006	1,015***	0,339***	-0,018					
						(0,00)	(0,00)	(0,08)	(0,03)	(0,02)					
Presença3_CA											0,000	0,000	0,208***	0,071***	-0,017***
											(0,00)	(0,00)	(0,02)	(0,01)	(0,00)
Ativos_Totais	-0,007***	-0,022***	-0,041**	0,079***	0,001	-0,007***	-0,022***	-0,046**	0,078***	0,001	-0,007***	-0,022***	-0,039**	0,080***	0,001
	(0,00)	(0,00)	(0,02)	(0,01)	(0,00)	(0,00)	(0,00)	(0,02)	(0,01)	(0,00)	(0,00)	(0,00)	(0,02)	(0,01)	(0,00)
Tamanho_CA	0,001***	0,003***	-0,125***	-0,039***	-0,004	0,001***	0,003***	-0,098***	-0,028***	-0,005	0,001***	0,003***	-0,105***	-0,030***	-0,004
	(0,00)	(0,00)	(0,02)	(0,01)	(0,00)	(0,00)	(0,00)	(0,02)	(0,01)	(0,00)	(0,00)	(0,00)	(0,02)	(0,01)	(0,00)
Ativos_Tangíveis	0,001	-0,129***	-1,484***	0,629***	-0,220***	0,001	-0,129***	-1,484***	0,629***	-0,220***	0,001	-0,129***	-1,486***	0,628***	-0,220***
	(0,00)	(0,00)	(0,09)	(0,03)	(0,02)	(0,00)	(0,00)	(0,09)	(0,03)	(0,02)	(0,00)	(0,00)	(0,09)	(0,03)	(0,02)
Capital_Giro	0,024***	0,036***	-0,331***	0,056	-0,161***	0,024***	0,036***	-0,294**	0,069	-0,162***	0,024***	0,036***	-0,298**	0,067	-0,163***
	(0,00)	(0,01)	(0,12)	(0,05)	(0,02)	(0,00)	(0,01)	(0,12)	(0,05)	(0,02)	(0,00)	(0,01)	(0,12)	(0,05)	(0,02)
Alavancagem	-0,027***	-0,009*	2,804***	0,322***	0,211***	-0,027***	-0,009*	2,772***	0,311***	0,212***	-0,027***	-0,009*	2,766***	0,309***	0,214***
	(0,00)	(0,00)	(0,12)	(0,04)	(0,02)	(0,00)	(0,00)	(0,12)	(0,04)	(0,02)	(0,00)	(0,00)	(0,12)	(0,04)	(0,02)
Z_Altman	-0,010***	-0,019***	-0,697***	-0,296***		-0,010***	-0,019***	-0,693***	-0,295***		-0,010***	-0,019***	-0,692***	-0,294***	
	(0,00)	(0,00)	(0,03)	(0,01)		(0,00)	(0,00)	(0,03)	(0,01)		(0,00)	(0,00)	(0,03)	(0,01)	
ROA			14,293***	6,230***	-1,638***			14,159***	6,185***	-1,636***			14,243***	6,213***	-1,636***
			(0,33)	(0,13)	(0,07)			(0,33)	(0,13)	(0,07)			(0,33)	(0,13)	(0,07)
Q Tobin	0,010***	0,026***			-0,079***	0,010***	0,026***			-0,079***	0,010***	0,026***			-0,079***
	(0,00)	(0,00)			(0,00)	(0,00)	(0,00)			(0,00)	(0,00)	(0,00)			(0,00)
período _t	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM
empresa _i	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM

* p<0.1, ** p<0.05, *** p<0.01

Tabela C2 - Resultados das regressões estimadas por Efeitos Fixos: Hipótese 1 – Composição do corpo de Executivos e impacto no desempenho financeiro/econômico e risco de falência

	Painel A: número mulheres ≥ 1					Painel B: % de mulheres					Painel C: número mulheres ≥ 3				
	Desempenho Contábil		Oportunidades Crescimento		Risco Falência	Desempenho Contábil		Oportunidades Crescimento		Risco Falência	Desempenho Contábil		Oportunidades Crescimento		Risco Falência
Regressores	ROA	ROE	MB	Q Tobin	Z Altman	ROA	ROE	MB	Q Tobin	Z Altman	ROA	ROE	MB	Q Tobin	Z Altman
Presença1_Exec	0,000 (0,00)	0,000 (0,00)	-0,016 (0,02)	-0,011 (0,01)	-0,025*** (0,00)										
Percentual_Exec						-0,006*** (0,00)	-0,012*** (0,00)	0,201*** (0,07)	0,047* (0,03)	-0,073*** (0,01)					
Presença3_Exec											0,000 (0,00)	-0,001 (0,00)	0,135*** (0,02)	0,033*** (0,01)	-0,011*** (0,00)
Ativos_Totais	-0,007*** (0,00)	-0,022*** (0,00)	-0,034* (0,02)	0,082*** (0,01)	0,001 (0,00)	-0,008*** (0,00)	-0,022*** (0,00)	-0,028 (0,02)	0,087*** (0,01)	-0,003 (0,00)	-0,007*** (0,00)	-0,022*** (0,00)	-0,039** (0,02)	0,081*** (0,01)	0,001 (0,00)
Tamanho_CA	0,001*** (0,00)	0,003*** (0,00)	-0,099*** (0,02)	-0,028*** (0,01)	-0,004 (0,00)	0,001*** (0,00)	0,003*** (0,00)	-0,092*** (0,02)	-0,030*** (0,01)	-0,001 (0,00)	0,001*** (0,00)	0,003*** (0,00)	-0,099*** (0,02)	-0,028*** (0,01)	-0,005 (0,00)
Ativos_Tangíveis	0,001 (0,00)	-0,129*** (0,00)	-1,491*** (0,09)	0,624*** (0,03)	-0,229*** (0,02)	0,000 (0,00)	-0,132*** (0,00)	-1,480*** (0,09)	0,634*** (0,04)	-0,230*** (0,02)	0,001 (0,00)	-0,130*** (0,00)	-1,461*** (0,09)	0,635*** (0,03)	-0,222*** (0,02)
Capital_Giro	0,024*** (0,00)	0,035*** (0,01)	-0,317** (0,12)	0,062 (0,05)	-0,156*** (0,02)	0,025*** (0,00)	0,037*** (0,01)	-0,373*** (0,12)	0,037 (0,05)	-0,142*** (0,02)	0,024*** (0,00)	0,036*** (0,01)	-0,321*** (0,12)	0,060 (0,05)	-0,161*** (0,02)
Alavancagem	-0,027*** (0,00)	-0,009* (0,00)	2,802*** (0,12)	0,320*** (0,04)	0,207*** (0,02)	-0,027*** (0,00)	-0,010** (0,00)	2,806*** (0,12)	0,324*** (0,04)	0,213*** (0,02)	-0,027*** (0,00)	-0,009* (0,00)	2,804*** (0,12)	0,322*** (0,04)	0,211*** (0,02)
Z_Altman	-0,010*** (0,00)	-0,019*** (0,00)	-0,699*** (0,03)	-0,297*** (0,01)		-0,011*** (0,00)	-0,020*** (0,00)	-0,692*** (0,03)	-0,292*** (0,01)		-0,010*** (0,00)	-0,019*** (0,00)	-0,696*** (0,03)	-0,296*** (0,01)	
ROA			14,288*** (0,33)	6,229*** (0,13)	-1,634*** (0,07)			14,376*** (0,34)	6,275*** (0,13)	-1,666*** (0,07)			14,273*** (0,33)	6,225*** (0,13)	-1,637*** (0,07)
Q Tobin	0,010*** (0,00)	0,026*** (0,00)			-0,079*** (0,00)	0,011*** (0,00)	0,026*** (0,00)			-0,077*** (0,00)	0,010*** (0,00)	0,026*** (0,00)			-0,079*** (0,00)
período _i	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM
empresa _i	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM

* p<0.1, ** p<0.05, *** p<0.01

Tabela C3 - Resultados das regressões estimadas por Efeitos Fixos: Hipótese 2 – Composição do Conselho de Administração e impacto no desempenho financeiro/econômico e risco de falência: Interação da cultura

Regressores	Painel A: número mulheres ≥ 1					Painel B: % de mulheres					Painel C: número mulheres ≥ 3				
	Desempenho Contábil		Oportunidades Crescimento		Risco Falência	Desempenho Contábil		Oportunidades Crescimento		Risco Falência	Desempenho Contábil		Oportunidades Crescimento		Risco Falência
	ROA	ROE	MB	Q Tobin	Z Altman	ROA	ROE	MB	Q Tobin	Z Altman	ROA	ROE	MB	Q Tobin	Z Altman
Presença1_CA	-0,003*** (0,00)	-0,010*** (0,00)	-0,290*** (0,07)	-0,111*** (0,03)	0,000 (0,01)										
Presença1CA_Cultura	0,005*** (0,00)	0,017*** (0,00)	0,696*** (0,11)	0,270*** (0,04)	-0,004 (0,02)										
Percentual_CA						0,010*** (0,00)	0,013 (0,01)	-0,991*** (0,22)	-0,350*** (0,08)	0,027 (0,04)					
PercentualCA_Cultura						-0,009 (0,01)	-0,009 (0,02)	3,240*** (0,37)	1,109*** (0,14)	-0,060 (0,07)					
Presença3_CA											-0,005** (0,00)	-0,019*** (0,01)	-0,423*** (0,14)	-0,221*** (0,05)	-0,090*** (0,03)
Presença3CA_Cultura											0,008** (0,00)	0,028*** (0,01)	0,841*** (0,14)	0,398*** (0,05)	0,109*** (0,03)
Cultura	-0,001 (0,00)	-0,002 (0,01)	-2,767*** (0,16)	-0,960*** (0,06)	0,170*** (0,03)	0,003 (0,00)	0,008 (0,01)	-2,552*** (0,16)	-0,879*** (0,06)	0,172*** (0,03)	0,000 (0,00)	0,002 (0,01)	-2,495*** (0,16)	-0,868*** (0,06)	0,147*** (0,03)
Ativos_Totais	-0,007*** (0,00)	-0,022*** (0,00)	-0,087*** (0,02)	0,064*** (0,01)	0,004 (0,00)	-0,007*** (0,00)	-0,022*** (0,00)	-0,090*** (0,02)	0,064*** (0,01)	0,004 (0,00)	-0,007*** (0,00)	-0,022*** (0,00)	-0,079*** (0,02)	0,067*** (0,01)	0,004 (0,00)
Tamanho_CA	0,001*** (0,00)	0,003*** (0,00)	-0,076*** (0,02)	-0,021** (0,01)	-0,006 (0,00)	0,001** (0,00)	0,002** (0,00)	-0,058*** (0,02)	-0,014* (0,01)	-0,006 (0,00)	0,001*** (0,00)	0,002*** (0,00)	-0,067*** (0,02)	-0,016* (0,01)	-0,004 (0,00)
Ativos_Tangíveis	0,002 (0,00)	-0,127*** (0,00)	-1,495*** (0,09)	0,623*** (0,04)	-0,210*** (0,02)	0,002 (0,00)	-0,127*** (0,00)	-1,508*** (0,09)	0,619*** (0,03)	-0,210*** (0,02)	0,002 (0,00)	-0,127*** (0,00)	-1,494*** (0,09)	0,623*** (0,04)	-0,21*** (0,02)
Capital_Giro	0,022*** (0,00)	0,029*** (0,01)	-0,323*** (0,12)	0,059 (0,05)	-0,175*** (0,02)	0,022*** (0,00)	0,029*** (0,01)	-0,282** (0,12)	0,074 (0,05)	-0,176*** (0,02)	0,022*** (0,00)	0,030*** (0,01)	-0,275** (0,12)	0,079* (0,05)	-0,174*** (0,02)
Alavancagem	-0,026*** (0,00)	-0,007 (0,00)	2,809*** (0,12)	0,315*** (0,04)	0,222*** (0,02)	-0,027*** (0,00)	-0,007 (0,00)	2,781*** (0,12)	0,306*** (0,04)	0,222*** (0,02)	-0,027*** (0,00)	-0,007 (0,00)	2,780*** (0,12)	0,305*** (0,04)	0,223*** (0,02)
Z_Altman	-0,010*** (0,00)	-0,019*** (0,00)	-0,680*** (0,03)	-0,292*** (0,01)		-0,010*** (0,00)	-0,019*** (0,00)	-0,677*** (0,03)	-0,291*** (0,01)		-0,010*** (0,00)	-0,019*** (0,00)	-0,679*** (0,03)	-0,292*** (0,01)	
ROA			14,244*** (0,34)	6,188*** (0,13)	-1,649*** (0,07)			14,185*** (0,34)	6,172*** (0,13)	-1,649*** (0,07)			14,242*** (0,34)	6,186*** (0,13)	-1,650*** (0,07)
Q_Tobin	0,010*** (0,00)	0,026*** (0,00)			-0,079*** (0,00)	0,010*** (0,00)	0,026*** (0,00)			-0,079*** (0,00)	0,010*** (0,00)	0,026*** (0,00)			-0,079*** (0,00)
período _{it}	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM
empresa _{it}	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM

* p<0.1, ** p<0.05, *** p<0.01

Tabela C4 - Resultados das regressões estimadas por Efeitos Fixos: Hipótese 2 – Composição do corpo de Executivos e impacto no desempenho financeiro/econômico e risco de falência: Interação da cultura

	Painel A: número mulheres ≥ 1					Painel B: % de mulheres					Painel C: número mulheres ≥ 3				
	Desempenho Contábil		Oportunidades Crescimento		Risco Falência	Desempenho Contábil		Oportunidades Crescimento		Risco Falência	Desempenho Contábil		Oportunidades Crescimento		Risco Falência
Regressores	ROA	ROE	MB	Q Tobin	Z Altman	ROA	ROE	MB	Q Tobin	Z Altman	ROA	ROE	MB	Q Tobin	Z Altman
Presença1_Exec	-0,001 (0,00)	-0,011*** (0,00)	-0,617*** (0,05)	-0,213*** (0,02)	-0,019** (0,01)										
Presença1Exec_Cultura	0,003** (0,00)	0,020*** (0,00)	1,026*** (0,08)	0,343*** (0,03)	-0,013 (0,02)										
Percentual_Exec						-0,018*** (0,00)	-0,060*** (0,01)	-2,439*** (0,23)	-0,983*** (0,09)	-0,036 (0,05)					
PercentualExec_Cultura						0,020*** (0,01)	0,080*** (0,01)	3,886*** (0,35)	1,522*** (0,13)	-0,045 (0,07)					
Presença3_Exec											-0,004*** (0,00)	-0,016*** (0,00)	-0,854*** (0,08)	-0,348*** (0,03)	-0,018 (0,02)
Presença3Exec_Cultura											0,006*** (0,00)	0,025*** (0,00)	1,446*** (0,08)	0,557*** (0,03)	0,016 (0,02)
Cultura	-0,001 (0,00)	-0,006 (0,01)	-3,083*** (0,16)	-1,054*** (0,06)	0,176*** (0,03)	-0,004 (0,00)	-0,010 (0,01)	-3,124*** (0,17)	-1,109*** (0,06)	0,165*** (0,03)	-0,000 (0,00)	-0,001 (0,01)	-2,816*** (0,16)	-1,000*** (0,06)	0,156*** (0,03)
Ativos_Totais	-0,007*** (0,00)	-0,022*** (0,00)	-0,086*** (0,02)	0,065*** (0,01)	0,005 (0,00)	-0,008*** (0,00)	-0,023*** (0,00)	-0,083*** (0,02)	0,068*** (0,01)	0,000 (0,00)	-0,007*** (0,00)	-0,022*** (0,00)	-0,089*** (0,02)	0,064*** (0,01)	0,004 (0,00)
Tamanho_CA	0,001*** (0,00)	0,003*** (0,00)	-0,044** (0,02)	-0,010 (0,01)	-0,006 (0,00)	0,001*** (0,00)	0,003*** (0,00)	-0,038* (0,02)	-0,010 (0,01)	-0,002 (0,00)	0,001*** (0,00)	0,003*** (0,00)	-0,047** (0,02)	-0,009 (0,01)	-0,006 (0,00)
Ativos_Tangíveis	0,002 (0,00)	-0,125*** (0,00)	-1,446*** (0,09)	0,637*** (0,04)	-0,220*** (0,02)	0,001 (0,00)	-0,129*** (0,00)	-1,477*** (0,09)	0,633*** (0,04)	-0,220*** (0,02)	0,002 (0,00)	-0,127*** (0,00)	-1,479*** (0,09)	0,626*** (0,04)	-0,212*** (0,02)
Capital_Giro	0,022*** (0,00)	0,030*** (0,01)	-0,271** (0,12)	0,079* (0,05)	-0,171*** (0,02)	0,024*** (0,00)	0,031*** (0,01)	-0,323*** (0,13)	0,057 (0,05)	-0,156*** (0,02)	0,022*** (0,00)	0,029*** (0,01)	-0,304** (0,12)	0,067 (0,05)	-0,175*** (0,02)
Alavancagem	-0,026*** (0,00)	-0,008 (0,00)	2,779*** (0,12)	0,304*** (0,04)	0,218*** (0,02)	-0,027*** (0,00)	-0,009* (0,01)	2,765*** (0,12)	0,299*** (0,05)	0,225*** (0,02)	-0,027*** (0,00)	-0,008* (0,00)	2,740*** (0,12)	0,288*** (0,04)	0,221*** (0,02)
Z_Altman	-0,010*** (0,00)	-0,019*** (0,00)	-0,678*** (0,03)	-0,292*** (0,01)		-0,010*** (0,00)	-0,020*** (0,00)	-0,674*** (0,03)	-0,288*** (0,01)		-0,010*** (0,00)	-0,019*** (0,00)	-0,679*** (0,03)	-0,292*** (0,01)	
ROA			14,167*** (0,34)	6,166*** (0,13)	-1,643*** (0,07)			14,235*** (0,34)	6,197*** (0,13)	-1,674*** (0,07)			14,155*** (0,34)	6,156*** (0,13)	-1,649*** (0,07)
Q_Tobin	0,010*** (0,00)	0,025*** (0,00)			-0,079*** (0,00)	0,010*** (0,00)	0,026*** (0,00)			-0,077*** (0,00)	0,010*** (0,00)	0,026*** (0,00)			-0,079*** (0,00)
período _i	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM
empresa _i	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM

* p<0.1, ** p<0.05, *** p<0.01

Tabela C5 - Resultados das regressões estimadas por Efeitos Fixos: Hipótese 3 – Composição do Conselho de Administração e impacto no desempenho financeiro/econômico e risco de falência: Interação da cultura e da recessão econômica

Regressores	Panel A: número mulheres ≥ 1					Panel B: % de mulheres					Panel C: número mulheres ≥ 3				
	ROA	ROE	MB	Q Tobin	Z Altman	ROA	ROE	MB	Q Tobin	Z Altman	ROA	ROE	MB	Q Tobin	Z Altman
Presença1_CA	-0,004*** (0,00)	-0,012*** (0,00)	-0,289*** (0,07)	-0,105*** (0,03)	0,000 (0,01)										
Presença1CA_Cultura	0,006*** (0,00)	0,017*** (0,00)	0,669*** (0,11)	0,261*** (0,04)	0,000 (0,02)										
Presença1CA_Recessão	0,005*** (0,00)	0,015*** (0,00)	0,090* (0,05)	-0,021 (0,02)	-0,016 (0,01)										
Percentual_CA						0,009** (0,00)	0,011 (0,01)	-0,975*** (0,22)	-0,340*** (0,08)	0,028 (0,04)					
PercentualCA_Cultura						-0,010* (0,00)	-0,012 (0,01)	3,181*** (0,22)	1,099*** (0,08)	-0,049 (0,04)					
PercentualCA_Recessão						0,018*** (0,00)	0,040*** (0,01)	0,123 (0,17)	-0,062 (0,07)	-0,080** (0,03)					
Presença3_CA											-0,008*** (0,00)	-0,024*** (0,01)	-0,440*** (0,14)	-0,210*** (0,06)	-0,083*** (0,03)
Presença3CA_Cultura											0,011*** (0,00)	0,033*** (0,01)	0,857*** (0,21)	0,384*** (0,08)	0,101** (0,04)
Presença3CA_Recessão											0,006*** (0,00)	0,012*** (0,00)	0,044 (0,06)	-0,025 (0,02)	-0,017 (0,01)
Cultura	0,000 (0,00)	0,002 (0,01)	-2,743*** (0,16)	-0,967*** (0,06)	0,166*** (0,03)	0,004 (0,00)	0,010 (0,01)	-2,555*** (0,16)	-0,887*** (0,06)	0,168*** (0,03)	0,001 (0,00)	0,004 (0,01)	-2,505*** (0,16)	-0,876*** (0,06)	0,147*** (0,03)
Recessão_Econ	-0,004*** (0,00)	-0,012*** (0,00)	-0,230*** (0,04)	-0,030* (0,02)	0,040*** (0,01)	-0,003*** (0,00)	-0,009*** (0,00)	-0,201*** (0,04)	-0,036** (0,01)	0,040*** (0,01)	-0,002*** (0,00)	-0,007*** (0,00)	-0,207*** (0,04)	-0,041*** (0,01)	0,035*** (0,01)
Ativos_Totais	-0,007*** (0,00)	-0,022*** (0,00)	-0,089*** (0,02)	0,064*** (0,01)	0,005 (0,00)	-0,007*** (0,00)	-0,022*** (0,00)	-0,093*** (0,02)	0,063*** (0,01)	0,005 (0,00)	-0,007*** (0,00)	-0,022*** (0,00)	-0,082*** (0,02)	0,066*** (0,01)	0,004 (0,00)
Tamanho_CA	0,001*** (0,00)	0,003*** (0,00)	-0,072*** (0,02)	-0,021** (0,01)	-0,006 (0,00)	0,001*** (0,00)	0,002** (0,00)	-0,055** (0,02)	-0,014* (0,01)	-0,007 (0,00)	0,001*** (0,00)	0,003*** (0,00)	-0,063*** (0,02)	-0,016* (0,01)	-0,005 (0,00)
Ativos_Tangíveis	0,002 (0,00)	-0,126*** (0,00)	-1,497*** (0,09)	0,622*** (0,04)	-0,210*** (0,02)	0,002 (0,00)	-0,126*** (0,00)	-1,511*** (0,09)	0,617*** (0,03)	-0,210*** (0,02)	0,002 (0,00)	-0,127*** (0,00)	-1,499*** (0,09)	0,621*** (0,04)	-0,210*** (0,02)
Capital_Giro	0,022*** (0,00)	0,029*** (0,01)	-0,313** (0,12)	0,060 (0,05)	-0,177*** (0,02)	0,022*** (0,00)	0,029*** (0,01)	-0,274** (0,12)	0,076 (0,05)	-0,177*** (0,02)	0,022*** (0,00)	0,030*** (0,01)	-0,267** (0,12)	0,081* (0,05)	-0,175*** (0,02)
Alavancagem	-0,027*** (0,00)	-0,008 (0,00)	2,792*** (0,12)	0,313*** (0,04)	0,225*** (0,02)	-0,027*** (0,00)	-0,008 (0,00)	2,766*** (0,12)	0,303*** (0,04)	0,225*** (0,02)	-0,027*** (0,00)	-0,008 (0,00)	2,763*** (0,12)	0,302*** (0,04)	0,226*** (0,02)
Z_Altman	-0,010*** (0,00)	-0,019*** (0,00)	-0,676*** (0,03)	-0,291*** (0,01)		-0,010*** (0,00)	-0,019*** (0,00)	-0,672*** (0,03)	-0,290*** (0,01)		-0,010*** (0,00)	-0,019*** (0,00)	-0,674*** (0,03)	-0,291*** (0,01)	
ROA			14,189*** (0,34)	6,186*** (0,13)	-1,639*** (0,07)			14,141*** (0,34)	6,168*** (0,13)	-1,637*** (0,07)			14,194*** (0,34)	6,183*** (0,13)	-1,640*** (0,07)
Q_Tobin	0,010*** (0,00)	0,026*** (0,00)			-0,078*** (0,00)	0,010*** (0,00)	0,026*** (0,00)			-0,078*** (0,00)	0,010*** (0,00)	0,026*** (0,00)			-0,078*** (0,00)
período _i	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM
empresa _i	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM

* p<0.1, ** p<0.05, *** p<0.01

Tabela C6 - Resultados das regressões estimadas por Efeitos Fixos: Hipótese 3 – Composição do Conselho de Administração e impacto no desempenho financeiro/econômico e risco de falência: Interação da cultura e da recessão econômica

Regressores	Painel A: número mulheres ≥ 1					Painel B: % de mulheres					Painel C: número mulheres ≥ 3				
	ROA	ROE	MB	Q Tobin	Z Altman	ROA	ROE	MB	Q Tobin	Z Altman	ROA	ROE	MB	Q Tobin	Z Altman
Presença1_Exec	-0,001 (0,00)	-0,011*** (0,00)	-0,597*** (0,05)	-0,210*** (0,02)	-0,020** (0,01)										
Presença1Exec_Cultura	0,003** (0,00)	0,019*** (0,00)	1,004*** (0,08)	0,340*** (0,03)	-0,011 (0,02)										
Presença1Exec_Recessão	-0,000 (0,00)	-0,002 (0,00)	-0,101* (0,05)	-0,007 (0,02)	-0,010 (0,01)										
Percentual_Exec						-0,018*** (0,00)	-0,059*** (0,01)	-2,409*** (0,23)	-0,979*** (0,09)	-0,035 (0,05)					
PercentualExec_Cultura						0,020*** (0,00)	0,078*** (0,01)	3,851*** (0,23)	1,515*** (0,09)	-0,043 (0,05)					
PercentualExec_Recessão						-0,001 (0,00)	-0,010 (0,01)	-0,092 (0,17)	-0,004 (0,06)	-0,038 (0,03)					
Presença3_Exec											-0,004*** (0,00)	-0,016*** (0,00)	-0,865*** (0,08)	-0,348*** (0,03)	-0,016 (0,02)
Presença3Exec_Cultura											0,006*** (0,00)	0,025*** (0,01)	1,461*** (0,12)	0,559*** (0,05)	0,012 (0,02)
Presença3Exec_Recessão											0,000 (0,00)	-0,003 (0,00)	-0,016 (0,06)	-0,024 (0,02)	-0,007 (0,01)
Cultura	-0,001 (0,00)	-0,006 (0,01)	-3,093*** (0,16)	-1,056*** (0,06)	0,177*** (0,03)	-0,004 (0,00)	-0,011 (0,01)	-3,137*** (0,17)	-1,112*** (0,06)	0,167*** (0,03)	-0,001 (0,00)	-0,002 (0,01)	-2,841*** (0,16)	-1,009*** (0,06)	0,158*** (0,03)
Recessão_Econ	-0,001* (0,00)	-0,004* (0,00)	-0,126*** (0,05)	-0,036** (0,02)	0,039*** (0,01)	-0,001** (0,00)	-0,004** (0,00)	-0,185*** (0,04)	-0,042*** (0,02)	0,037*** (0,01)	-0,001*** (0,00)	-0,005*** (0,00)	-0,209*** (0,04)	-0,045*** (0,01)	0,034*** (0,01)
Ativos_Totais	-0,007*** (0,00)	-0,022*** (0,00)	-0,088*** (0,02)	0,065*** (0,01)	0,005 (0,00)	-0,008*** (0,00)	-0,023*** (0,00)	-0,085*** (0,02)	0,068*** (0,01)	0,001 (0,00)	-0,007*** (0,00)	-0,022*** (0,00)	-0,092*** (0,02)	0,063*** (0,01)	0,004 (0,00)
Tamanho_CA	0,001*** (0,00)	0,003*** (0,00)	-0,041* (0,02)	-0,009 (0,01)	-0,006 (0,00)	0,001*** (0,00)	0,003*** (0,00)	-0,035 (0,02)	-0,010 (0,01)	-0,003 (0,00)	0,001*** (0,00)	0,003*** (0,00)	-0,043** (0,02)	-0,009 (0,01)	-0,006 (0,00)
Ativos_Tangíveis	0,002 (0,00)	-0,126*** (0,00)	-1,451*** (0,09)	0,636*** (0,04)	-0,219*** (0,02)	0,001 (0,00)	-0,129*** (0,00)	-1,482*** (0,09)	0,632*** (0,04)	-0,219*** (0,02)	0,002 (0,00)	-0,127*** (0,00)	-1,485*** (0,09)	0,624*** (0,04)	-0,211*** (0,02)
Capital_Giro	0,022*** (0,00)	0,030*** (0,01)	-0,264** (0,12)	0,080* (0,05)	-0,172*** (0,02)	0,024*** (0,00)	0,032*** (0,01)	-0,314** (0,13)	0,058 (0,05)	-0,158*** (0,02)	0,022*** (0,00)	0,029*** (0,01)	-0,295** (0,12)	0,070 (0,05)	-0,176*** (0,02)
Alavancagem	-0,027*** (0,00)	-0,008 (0,00)	2,765*** (0,12)	0,301*** (0,04)	0,220*** (0,02)	-0,028*** (0,00)	-0,009* (0,01)	2,751*** (0,12)	0,296*** (0,05)	0,228*** (0,02)	-0,027*** (0,00)	-0,009* (0,00)	2,723*** (0,12)	0,285*** (0,04)	0,224*** (0,02)
Z_Altman	-0,010*** (0,00)	-0,019*** (0,00)	-0,674*** (0,03)	-0,291*** (0,01)		-0,010*** (0,00)	-0,020*** (0,00)	-0,669*** (0,03)	-0,287*** (0,01)		-0,010*** (0,00)	-0,019*** (0,00)	-0,674*** (0,03)	-0,291*** (0,01)	
ROA			14,133*** (0,34)	6,158*** (0,13)	-1,638*** (0,07)			14,197*** (0,34)	6,189*** (0,13)	-1,668*** (0,07)			14,113*** (0,34)	6,146*** (0,13)	-1,643*** (0,07)
Q_Tobin	0,010*** (0,00)	0,025*** (0,00)			-0,078*** (0,00)	0,010*** (0,00)	0,025*** (0,00)			-0,077*** (0,00)	0,010*** (0,00)	0,025*** (0,00)			-0,079*** (0,00)
período _i	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM
empresa _i	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM

* p<0.1, ** p<0.05, *** p<0.01