



Universidade de Aveiro  
Ano 2021

**Bruna Videira  
Quaresma**

**Os efeitos da diversidade de género do Conselho de  
Administração: evidência de empresas portuguesas  
com valores cotados**



**Universidade de Aveiro**  
**Ano 2021**

**Bruna Videira  
Quaresma**

**Os efeitos da diversidade de género do Conselho de  
Administração: evidência de empresas portuguesas  
com valores cotados**

Dissertação apresentada à Universidade de Aveiro para cumprimento dos requisitos necessários à obtenção do grau de Mestre em Contabilidade – Ramo Fiscalidade, realizada sob a orientação científica da Doutora Cecília Margarita Rendeiro do Carmo, Professora Adjunta do Instituto Superior de Contabilidade e Administração da Universidade de Aveiro.

Dedico este trabalho aos meus pais.

**o júri**

Presidente

Professora Doutora Carla Manuela Teixeira de Carvalho  
Professora Adjunta da Universidade de Aveiro

Orientador

Professora Doutora Cecília Margarita Rendeiro do Carmo  
Professora Adjunta da Universidade de Aveiro

Arguente

Professora Doutora Liliana Marques Pimentel

Professora Adjunta do Instituto Politécnico de Leiria - Escola Superior de  
Tecnologia e Gestão

## **agradecimentos**

A elaboração de uma dissertação de mestrado é sem dúvida um processo trabalhoso e por vezes até desmotivante, contudo, tive o privilégio de ter as pessoas certas à minha volta para me apoiarem neste capítulo do meu percurso académico.

Primeiro, deixo o meu especial agradecimento à minha orientadora Professora Doutora Cecília Carmo por ter aceitado este desafio, por toda a disponibilidade, apoio, saber e experiência que partilhou comigo e pelo acompanhamento total na realização desta dissertação.

Quero também agradecer à minha família, principalmente, aos meus pais por todo o apoio ao longo dos anos e por todas as palavras de motivação que me fizeram crescer e alcançar os meus objetivos.

Por fim, ao meu namorado, por todas as palavras de motivação, pela compreensão e o carinho demonstrados durante esta etapa.

A todos eles o meu maior, Obrigada!

**palavras-chave**

diversidade de género, Conselho de Administração, governo das sociedades, desempenho, qualidade dos resultados, manipulação dos resultados, *accruals*

**resumo**

O presente trabalho tem como principal objetivo analisar o efeito da diversidade de género do conselho de administração na qualidade dos resultados, no desempenho e no valor de mercado, tendo por base uma amostra de 29 empresas portuguesas com valores cotados e o período de 2011 a 2018.

A diversidade de género foi captada através de várias medidas previstas na literatura, tendo a informação necessária sido recolhida manualmente a partir dos relatórios de governo das sociedades. A qualidade dos resultados foi medida através dos *accruals* anormais, determinados através do modelo proposto por Dechow e Dichev (2002); o desempenho foi medido pelo rácio *return on assets* (ROA) e o valor de mercado pelo Q de Tobin.

Os resultados obtidos demonstram que a qualidade dos resultados está positivamente relacionada com a presença de uma mulher no cargo de CEO; o desempenho não é determinado por nenhuma das variáveis de diversidade de género analisadas; e o valor de mercado é positivamente influenciado pela proporção ou presença de mulheres no CA. Relativamente ao valor de mercado, a evidência obtida corrobora que os maiores efeitos ocorrem quando a presença de mulheres no CA é de pelo menos 20% ou 30%. Daqui se conclui que o mercado valoriza a diversidade de género do CA, ainda que os efeitos da mesma no desempenho não sejam evidentes.

**keywords**

gender diversity, Board, corporate governance, performance, earnings quality, earnings management, accruals

**abstract**

The main objective of the present dissertation is to analyze the effect of the Board of directors' gender diversity on the quality of earnings, performance and market value, based on 29 Portuguese listed companies and the period from 2011 to 2018. Gender diversity was proxied through several measures identified in the literature and the information necessary to its construction was collected manually from the corporate governance reports. Earnings quality was measured through abnormal accruals, using the model of Dechow and Dichev (2002); performance was measured by the return on assets (ROA); and the market value by the Tobin's Q. The results obtained show that the quality of earnings is positively related to the presence of a woman in the position of CEO; performance is not determined by any of the gender diversity variables analyzed; and the market value is positively influenced by the proportion or presence of women in the Board. Regarding the market value, the evidence obtained corroborates that the greatest effects occur when the presence of women in the Board is at least 20% or 30%. This result leads to the conclusion that, the market values the Board's gender diversity, although its effect on performance is not evident.

# Índice

1.	INTRODUÇÃO .....	1
2.	REVISÃO DA LITERATURA .....	3
2.1.	<b>A problemática da diversidade de género no CA .....</b>	<b>3</b>
2.1.1.	A importância do CA como órgão de governo .....	3
2.1.2.	Diversidade de género no CA: delimitação do conceito .....	5
2.1.3.	A proposta de Diretiva sobre diversidade de género no cargo de administrador não executivo.....	6
2.1.4.	A legislação sobre a diversidade de género em Portugal.....	8
2.2.	<b>A investigação sobre a diversidade de género no CA .....</b>	<b>9</b>
2.2.1.	Teorias de suporte .....	9
2.2.2.	O “estado da arte” .....	11
2.3.	<b>O efeito das características do CA na qualidade dos resultados, no desempenho e no valor de mercado: evidência empírica no contexto português .....</b>	<b>15</b>
2.4.	<b>O efeito da diversidade de género na qualidade dos resultados, no desempenho e no valor de mercado: evidência empírica .....</b>	<b>18</b>
3.	ESTUDO EMPÍRICO .....	35
3.1.	Objetivo e desenvolvimento das hipóteses .....	35
3.2.	Modelos e variáveis .....	36
3.3.	Medição da qualidade dos resultados .....	38
3.4.	Seleção e caracterização da amostra .....	39
3.5.	Resultados .....	43
3.5.1.	Estatísticas descritivas e testes à normalidade .....	43
3.5.2.	Análise bivariada .....	45
3.5.3.	Análise multivariada.....	47
3.5.4.	Testes de robustez .....	52
4.	CONCLUSÕES.....	57
5.	BIBLIOGRAFIA .....	59
6.	APÊNDICE .....	69

## Índice de Tabelas

Tabela 1 - A diversidade de género e a qualidade dos resultados.....	23
Tabela 2 - A diversidade de género e o desempenho .....	31
Tabela 3 - A diversidade de género e o valor de mercado.....	33
Tabela 4 - Definição das variáveis dos modelos.....	38
Tabela 5 - Seleção da amostra.....	41
Tabela 6 - Caracterização da amostra em termos de diversidade de género .....	41
Tabela 7 - Caracterização da amostra em termos de dados contabilísticos e de mercado (valores em milhares de euros) .....	43
Tabela 8 - Estatísticas descritivas das variáveis contínuas dos modelos .....	44
Tabela 9 - Frequências absolutas das variáveis dicotómicas dos modelos .....	44
Tabela 10 - Testes de aderência à normalidade.....	45
Tabela 11 - Matriz de correlação de Pearson e de Spearman.....	46
Tabela 12 - Resultados da estimação dos modelos .....	49
Tabela 13 - Resultados dos testes de robustez à variável de controlo dimensão .....	54
Tabela 14 - Identificação das empresas incluídas na amostra.....	69
Tabela 15 – Percentagem de mulheres no CA ao longo do período da amostra .....	70

## Lista de siglas

CA - Conselho de Administração

CE - Comissão Europeia

CEO - *Chief Executive Officer*

CFO - Chief Financial Officer

CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

CSC - Código das Sociedades Comerciais

EUA - Estados Unidos da América

IPCG - Instituto Português de Corporate Governance

UE - União Europeia

ROA - *Rentabilidade dos Ativos (Return on Assets)*

# 1. Introdução

O Conselho de Administração (CA) é o órgão que representa a sociedade sendo responsável por monitorizar a gestão; supervisionar e aconselhar na tomada de decisões estratégicas; preparar e divulgar informação aos vários *stakeholders*; e, ainda, proporcionar valiosas redes de contacto com entidades externas à empresa (Endrikat et al., 2020).

A importância do CA no governo das sociedades, justifica uma vasta linha de investigação empírica que procura aferir até que ponto determinadas características ou práticas deste órgão têm efeitos económicos positivos para a empresa, nomeadamente, ao nível do seu desempenho (De Villiers & Dimes, 2020).

Uma maior diversidade dos membros do CA, em termos de género, idade, nacionalidade ou etnia permite diferentes opiniões, perspetivas e experiências, mais ligações com entidades externas à empresa e maior capacidade de monitorização e de resolução de conflitos entre diferentes *stakeholders* (Baker et al., 2020).

No contexto português existe já um conjunto significativo de estudos que analisam os efeitos económicos de determinadas características do CA na manipulação dos resultados, no desempenho e no valor de mercado da empresa. Alguns desses estudos têm incluído a diversidade de género no conjunto das características analisadas (Alves, 2014; Félix & David, 2019; Lisboa & Luís, 2020; Madaleno & Vieira, 2020; Paiva et al., 2020; Vieira, 2018). Porém, constata-se que, nestes estudos, a diversidade de género, por não ser o aspeto central da análise, tende a ser abordada apenas por uma medida.

O estudo empírico a realizar no âmbito desta dissertação tem como objetivo analisar, com base numa amostra de empresas portuguesas com valores cotados em bolsa, e o período de 2011 a 2018, o efeito da diversidade de género do CA na qualidade dos resultados, no desempenho económico e no valor da empresa, utilizando, para tal, diferentes medidas de diversidade de género. A ausência, no contexto português, de um estudo que analise, simultaneamente, com base na mesma amostra, vários efeitos económicos da diversidade de género no CA e que aborde esta dimensão da diversidade sob diferentes medidas, constitui a principal motivação para a realização deste estudo, esperando-se, com a evidência obtida, contribuir para uma mais clara perceção dos efeitos económicos da diversidade de género do CA, no contexto português.

A dissertação encontra-se estruturada da seguinte forma. Depois desta Introdução, no Capítulo 2 é apresentada a problemática da diversidade de género onde se delimita o conceito de diversidade de género no CA e se apresenta a legislação existente sobre esta matéria. Em seguida, consubstancia-se a revisão de literatura que suporta o estudo empírico a realizar, sendo aqui apresentadas as principais teorias subjacentes aos estudos sobre a diversidade de género e a evidência empírica sobre as consequências económicas da diversidade de género dos CA.

O capítulo 3 consiste no estudo empírico, onde são formuladas as hipóteses em estudo, se procede à seleção da amostra e à recolha e tratamento dos dados e, por fim, à realização dos testes e discussão dos resultados.

A dissertação termina com uma síntese dos principais resultados, com as conclusões do estudo, suas limitações e sugestões para futuras investigações.

## 2. Revisão da literatura

### 2.1. A problemática da diversidade de género no CA

#### 2.1.1. A importância do CA como órgão de governo

Os escândalos financeiros que abalaram *Wall Street* no início do século XXI, resultado de práticas contabilísticas, umas vezes fraudulentas e outras simplesmente incorretas, apenas possíveis graças à cumplicidade de vários intervenientes no mercado, mostram que os instrumentos de fiscalização e controlo dos gestores não são totalmente eficazes (Jain & Rezaee, 2006; Jensen, 2005). Estes acontecimentos desencadearam a preocupação e necessidade, dos governos e organismos reguladores (públicos e profissionais) criarem ou reverem os mecanismos de controlo da transparência da informação divulgada pelas empresas (Calvo & Alberto, 2009). Perante aqueles escândalos, os Estados Unidos da América (EUA) e a União Europeia (UE) introduziram novas medidas de governo das sociedades dando especial ênfase à importância de administradores não-executivos, à composição dos comités de auditoria e à relação entre as empresas e os seus auditores.

O governo das sociedades tem como objetivo promover e potenciar o desempenho das sociedades, bem como do mercado de capitais, e sedimentar a confiança dos investidores, dos trabalhadores e do público em geral na qualidade e transparência da administração e da fiscalização, e no desenvolvimento sustentado das sociedades (Instituto Português de *Corporate Governance* [IPCG], 2020). Assim, a elaboração de códigos de governo das sociedades nos países desenvolvidos reflete a necessidade de existirem órgãos de supervisão eficazes que contribuam para um melhor desempenho financeiro das empresas (Cunha & Martins, 2007).

Em Portugal, o artigo 278.º do Código das Sociedades Comerciais<sup>1</sup> (CSC) estabelece a estrutura da administração e da fiscalização das sociedades anónimas, prevendo três modelos possíveis para a mesma:

- Modelo Clássico – constituído por: Conselho de Administração e Conselho Fiscal;
- Modelo Anglo-saxónico – constituído por: Conselho de Administração, compreendendo uma Comissão de Auditoria, e Revisor Oficial de Contas; e

---

<sup>1</sup> Consultado em <http://bdjur.almedina.net>

- Modelo Germânico – constituído por: Conselho de Administração Executivo, Conselho Geral e de Supervisão e Revisor Oficial de Contas.

O art.º 64.º do CSC estabelece para o Conselho de Administração a obrigação de observar deveres de cuidado e deveres de lealdade. Os deveres de cuidado implicam que os membros que integram este órgão revelem a disponibilidade, a competência técnica e o conhecimento da atividade da sociedade adequados às suas funções e empreguem nesse âmbito a diligência de um gestor criterioso e ordenado. Quanto aos deveres de lealdade, os mesmos prendem-se com a sua atuação no interesse da sociedade, atendendo aos interesses de longo prazo dos sócios e ponderando os interesses dos outros sujeitos relevantes para a sustentabilidade da sociedade, tais como os seus trabalhadores, clientes e credores.

Segundo o Código de Governo das Sociedades do Instituto Português de *Corporate Governance* (IPCG, 2020), doravante Código do IPCG como forma de aumentar a eficiência e a qualidade do desempenho do órgão de administração, bem como o adequado fluxo de informação para este órgão, a gestão corrente da sociedade deve pertencer a administradores executivos. São administradores executivos: os membros do Conselho de Administração Executivo; os membros do Conselho de Administração a quem tiverem sido delegados poderes de gestão corrente, ao abrigo do disposto no art.º 407.º do CSC; e todos os administradores se o Conselho de Administração não tiver efetuado a referida delegação de poderes. E são administradores não executivos os que não sejam de considerar, segundo os critérios anteriores, como executivos.

O Código do IPCG, não refere um número mínimo ou máximo de administradores executivos, mas estabelece que o número de administradores não executivos deve ser superior ao número de administradores executivos e que, na determinação do número de administradores executivos, devem ser ponderados os custos e a agilidade do funcionamento da administração executiva, a dimensão da empresa, a complexidade da atividade e a sua dispersão geográfica. Por fim, exige ainda que, pelo menos um terço dos administradores não executivos sejam independentes, considerando-se independente a pessoa que não esteja associada a qualquer grupo de interesses específicos na sociedade, nem se encontre em alguma circunstância suscetível de afetar a sua isenção de análise ou de decisão (IPCG, 2020, III.4).

Ainda relativamente à composição dos órgãos de governo, o Código do IPCG refere que as sociedades devem assegurar a diversidade na sua composição e adotar critérios de mérito individual nos respetivos processos de designação. Assim, os novos membros designados

devem possuir um perfil adequado à função a desempenhar, sendo que, além de atributos individuais (como competência, independência, integridade, disponibilidade e experiência), esses perfis devem considerar requisitos de diversidade, dando particular atenção ao do género, que possam contribuir para a melhoria do desempenho do órgão e para o equilíbrio na respetiva composição (IPCG, 2020, Secção I.2).

Ao longo da dissertação, as referências a Conselho de Administração (CA) devem ser entendidas como referências ao órgão de administração, tal como definido no Código do IPCG, ou seja, o Conselho de Administração, nas sociedades que adotem o Modelo Clássico ou Anglo-saxónico ou o Conselho de Administração Executivo, nas sociedades que adotem o Modelo Germânico.

### **2.1.2. Diversidade de género no CA: delimitação do conceito**

A participação e atuação da mulher no mercado de trabalho tem vindo a sofrer alterações ao longo dos anos. Durante séculos, as mulheres eram vistas pela sociedade patriarcal, como responsáveis pelo cuidado da casa e dos filhos, enquanto o homem era visto como provedor económico (único responsável pelo sustento da família). Esta ideologia tem vindo a alterar-se e várias leis passaram a beneficiar as mulheres que conseguiram mudar as barreiras do papel de serem apenas esposa e mãe, conquistando um espaço maior no mercado de trabalho (Rocha et al., 2014). Neste contexto, as problemáticas relacionadas com a igualdade de género e diversidade de género prendem-se, respetivamente, com a necessidade de garantir às mulheres direitos já adquiridos pelos homens ou uma maior representatividade das mulheres em determinados órgãos ou funções.

O objetivo da igualdade entre homens e mulheres é um valor fundador da UE. Este princípio foi pela primeira vez consagrado no Tratado de Roma, em 1957, onde se previa o princípio da igualdade de remuneração entre homens e mulheres no mercado do trabalho (Comissão do Mercado de Valores Mobiliários [CMVM], 2017). Atualmente, várias disposições do direito primário da UE consagram o princípio da igualdade entre homens e mulheres. Segundo o artigo 2.º e o artigo 3.º n.º 3, do Tratado da União Europeia, a igualdade entre homens e mulheres é um dos valores fundadores e um dos objetivos fundamentais da União. Nos termos do artigo 8.º do Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia (TFUE), a União deve ter por objetivo eliminar as desigualdades e promover a igualdade entre homens e mulheres em todas as suas atividades. O artigo 157.º do TFUE consagra o princípio de igualdade de remuneração entre homens e mulheres. A Carta dos Direitos Fundamentais da UE dispõe, no

seu artigo 23.º, que deve ser garantida a igualdade entre homens e mulheres em todos os domínios, ressalvando que o princípio da igualdade não obste a que se mantenham ou adotem medidas que prevejam regalias específicas a favor do sexo sub-representado. O artigo 21.º, n.º 1, da Carta proíbe, em princípio, qualquer discriminação em razão do sexo (CMVM, 2017).

### **2.1.3.A proposta de Diretiva sobre diversidade de género no cargo de administrador não executivo**

Em 2012, cerca de 1 em cada 7 membros (13,7%) dos CA das principais empresas europeias era mulher, considerando-se que seriam necessários cerca de 40 anos para se atingir o equilíbrio entre homens e mulheres nesse órgão (um mínimo de 40% de ambos os sexos) (Comissão Europeia, 2012a). A relutância em nomear mulheres para os CA está muitas vezes enraizada nos estereótipos quanto aos géneros em matéria de recrutamento e de promoção, numa cultura empresarial dominada pelos homens e na falta de transparência nos processos de nomeação para os CA (Comissão Europeia, 2012b). Este fenómeno, conhecido como “teto de vidro” (*glass ceiling*) caracteriza a barreira invisível que impede as mulheres de chegarem aos principais cargos de tomada de decisão e gestão de uma organização, seja pública ou privada, e em qualquer domínio (Instituto Europeu para a Igualdade de Género [EIGE], 2005).

A persistente sub-representação das mulheres nos CA é um aspeto fulcral da falta de diversidade deste órgão, tendo várias consequências negativas. Nos CA em que predominam os membros de um determinado sexo é bastante maior a probabilidade de emergir uma mentalidade de grupo fechada. Isto pode provocar uma falta de contestação das decisões da administração, na medida em que a inexistência de diversidade de pontos de vista, de valores e de competências pode levar a menos debate, a menos ideias e a menos desafios que têm de ser superados nas reuniões dos CA. A falta de diversidade dos CA decorre essencialmente da falta de incentivos do mercado para que as empresas alterem esta situação. A este respeito, a inadequação das práticas de recrutamento dos membros dos CA contribui para perpetuar a seleção de membros com perfis semelhantes. A seleção incide frequentemente num conjunto demasiado reduzido de pessoas, sendo os administradores não-executivos muitas vezes recrutados a partir de uma rede de “antigos colegas” de empresa e contactos pessoais dos atuais membros dos CA. A falta de transparência quanto à diversidade dos CA agrava este problema, pois o nível de informações e a medida em que esta informação é disponibilizada ao grande público é muitas vezes insuficiente (Comissão Europeia, 2012b).

A necessidade de formular exigências claras quanto aos objetivos a atingir pelas empresas quanto ao sexo dos administradores não-executivos, à transparência do processo de recrutamento (critérios de qualificação) e às suas obrigações em matéria de apresentação de relatórios relativos à diversidade de género nos CA, levaram a Comissão Europeia a efetuar, em 2012, uma proposta de Diretiva neste sentido (Comissão Europeia, 2012b). Nesta proposta, estabeleceu-se o objetivo de atingir (até 1 de janeiro de 2018 para as empresas cotadas que fossem empresas públicas e até 1 de janeiro de 2020 para as restantes empresas cotadas) 40% de presença do sexo menos representado nos cargos de administradores não-executivos, considerando-se que tal permite assegurar um melhor governo das sociedades e, conseqüentemente, melhores resultados financeiros para as empresas da UE (Comissão Europeia, 2012b). As qualificações e o mérito deverão continuar a ser os principais critérios para ocupar um lugar no CA, mas no caso de os candidatos apresentarem as mesmas qualificações, deve ser dada preferência ao sexo menos representado, a menos que uma avaliação objetiva que tenha em conta todos os critérios específicos dos candidatos individuais faça pender a balança a favor do candidato do sexo contrário (Comissão Europeia, 2012b).

Esta diretiva da UE levou a que vários países adotassem medidas e trajetórias diversificadas de modo a promover a diversidade de género nos CA. Alguns países adotaram quotas obrigatórias com sanções para as empresas que não cumpram os requisitos (*hard law*), outros propuseram apenas recomendações e objetivos com carácter voluntário introduzidos nos códigos de governo das sociedades (*soft law*) e, por fim, houve países que não tomaram quaisquer medidas, deixando as empresas livres de decidirem o que fazer, por considerarem tratar-se de um assunto “privado” (Comissão Europeia, 2012c).

Entre os vários países europeus que lutaram para a igualdade de género, a Noruega destaca-se como sendo um exemplo a seguir pois tornou-se o primeiro país do mundo, a impor um mínimo de 40% de quotas para o sexo menos representado em 2006 (a lei foi adotada em 2003, mas passou apenas a ser obrigatória em 2006). Em casos extremos, o tribunal podia dissolver a empresa se esta não cumprisse a regra. A Bélgica, a França e a Itália seguiram o exemplo e também introduziram legislação sobre as quotas que, tal como a Noruega, inclui sanções para quem não atue em conformidade (Comissão Europeia, 2012c). Os Países Baixos e a Espanha também implementaram legislação para assegurar a diversidade de género, mas sem sanções (Comissão Europeia, 2012c). Paralelamente, em outros Estados-Membros da UE foi desenvolvida uma vasta gama de iniciativas e ferramentas voluntárias para abordar este tópico.

O impacto da imposição de quotas obrigatórias é evidente. Em 2020, as mulheres representavam 37% dos membros do CA das empresas cotadas de países onde existe legislação que impõe quotas, contra 25% em países que apenas adotaram recomendações ou que não tomaram qualquer medida (IPCG, 2020).

Atualmente, este assunto continua a estar no centro da agenda política. Apesar da proposta ainda não ter sido adotada, as mulheres têm feito um grande progresso na área de tomada de decisão, atingindo uma percentagem de 29% em 2020. A França é o único Estado-Membro que alcançou o objetivo de 40%. O número de países em que as mulheres dos CA representam pelo menos um terço cresceu para oito em 2020 (Bélgica, Dinamarca, Alemanha, Itália, Países Baixos, Finlândia, Suécia e Reino Unido), embora tenha havido um progresso substancial em diversos países, tais como na Croácia, Irlanda e Portugal (IPCG, 2020). Porém, ainda existem dez Estados-Membros onde os CA são compostos por mais de 80% de homens, incluindo a Estónia e o Chipre, onde o número de mulheres continua a ser menos de 10% (IPCG, 2020).

#### **2.1.4. A legislação sobre a diversidade de género em Portugal**

A regulamentação estabelecida por cada país tem um papel fundamental para se atingir a igualdade nos cargos de decisão, um valor fundamental da UE (Saona et al., 2019). Em Portugal, na linha da proposta de Diretiva da UE, foi publicada a Lei n.º 62/2017, de 1 de agosto, 2017, que visava a representação equilibrada entre mulheres e homens nos órgãos de administração e de fiscalização das entidades do setor público empresarial e das empresas cotadas em bolsa. No caso das entidades do setor público empresarial, o seu art.º 4.º dispõe que a proporção de pessoas de cada sexo, designadas para cada órgão de administração e de fiscalização, não pode ser inferior a 33,3 %, a partir de 1 de janeiro de 2018, devendo esta proporção aplicar-se quer a administradores executivos e não executivos. Para as empresas cotadas em bolsa, o art.º 5.º prevê que a proporção de pessoas de cada sexo designadas de novo para cada órgão de administração e de fiscalização, referente à totalidade dos administradores que integrem os órgãos de administração, não pode ser inferior a 20%, a partir da primeira assembleia geral eletiva após 1 de janeiro de 2018, e a 33,3%, a partir da primeira assembleia geral eletiva após 1 de janeiro de 2020. O art.º 6.º prevê, caso haja incumprimento dos limiares mínimos, a aplicação de sanções às respetivas entidades.

Na mesma altura, a transposição da Diretiva 2014/95/UE para o direito nacional, através do DL n.º 89/2017, de 28 de julho, 2017, alterou o artigo 245.º-A do Código dos Valores

Mobiliários (relativo ao conteúdo do relatório anual sobre o Governo das Sociedades) exigindo uma descrição da política de diversidade aplicada pela sociedade relativamente aos seus órgãos de administração e de fiscalização, designadamente, em termos de idade, sexo, habilitações e antecedentes profissionais, os objetivos dessa política de diversidade, a forma como foi aplicada e os resultados no período de referência.

Apesar de, até 2017, com a introdução da Lei n.º 62/2017, de 1 de agosto, 2017 não existir em Portugal nenhuma obrigação legal ou de índole autorregulatória que obrigasse à introdução de quotas sobre a diversidade de género nos CA, várias Resoluções do Conselho de Ministros tinham feito recomendações neste sentido. A Resolução do Conselho de Ministros n.º 19/2012 de 8 de março, pretendeu promover a presença plural de mulheres e de homens nos órgãos de administração e de fiscalização das entidades do setor empresarial do Estado e das empresas do setor privado cotadas em bolsa. A Resolução do Conselho de Ministros n.º 103/2013 de 31 de dezembro, aprovou o V plano nacional para a igualdade de género, cidadania e não discriminação e pretendia fortalecer a implementação de planos para a igualdade de género nas empresas privadas. A Lei n.º 46/2014 de 28 de julho, impôs que a política interna de seleção e avaliação dos membros dos órgãos de administração e fiscalização devesse promover a diversidade de qualificações e competências para o exercício das funções, com vista a aumentar a presença de pessoas do género sub-representado nos CA. A Resolução do Conselho de Ministros n.º 11-A/2015, teve como pressuposto promover o equilíbrio na representação de mulheres e homens nos CA, atingindo um objetivo de representação de 30% do sexo sub-representado até ao final de 2018 (CMVM, 2017).

## **2.2. A investigação sobre a diversidade de género no CA**

### **2.2.1. Teorias de suporte**

Com base numa revisão de literatura sobre a diversidade de género nos CA, Reddy e Jadhav (2019) identificaram como principais teorias subjacentes a esta linha de investigação: a Teoria da Dependência dos Recursos e a Teoria da Agência. Em estudo de revisão anterior, Terjesen et al., (2009) apontaram também a Teoria Institucional, remetendo a sua aplicação para o estudo de Bilimoria (2006).

A Teoria da Dependência dos Recursos caracteriza as organizações como sistemas abertos, que dependem de contingências no ambiente externo. Os conselheiros trazem quatro tipos

de benefícios para as organizações: (1) informações na forma de aconselhamento e consultoria; (2) acesso a canais de informação entre a empresa e o exterior; (3) acesso preferencial a recursos, e (4) legitimidade (Pfeffer & Salancik, 2003 como citado por Reddy & Jadhav, 2019, p. 2). Considerando os vários recursos que fornecem a uma empresa, Hillman et al., (2000) classificam os conselheiros em quatro tipos: *business experts*, *insiders*, *community influentials* e *support specialists*. Com base na Teoria da Dependência dos Recursos, Hillman et al. (2000) sugerem que CA mais diversificados, por exemplo em termos de género e de nacionalidades, representam um conjunto valioso de recursos ao dispor da empresa que lhe permite atingir melhores resultados.

A Teoria da Agência assenta na existência de assimetria de informação entre os administradores e os acionistas e na possibilidade daqueles, ao serem detentores de mais informação do que os acionistas, poderem ocultar destes alguma informação. Esta assimetria de informação origina conflitos de agência entre os administradores (agentes) e os acionistas (principais) (Fama & Jensen, 1983). Neste contexto, o papel do CA é o de monitorizar os gestores e garantir aos acionistas o acesso a informação fiável. A literatura tem apontado como características que melhoram o desempenho daquele papel: a existência de subcomités especializados em determinadas matérias; os anos de experiência dos conselheiros em funções de gestão ou em determinado setor de atividade; a frequência das reuniões do CA; e o número de conselheiros que representam determinados grupos de interesses dos acionistas (Reddy & Jadhav, 2019). A diversidade de género nos CA é também apontada como um fator que pode reduzir os conflitos de agência (Jurkus et al., 2011; Poletti-Hughes & Briano-Turrent, 2019).

A Teoria Institucional aborda o papel dos processos de influência social nas ações das organizações, enfatizando a importância da legitimidade organizacional, a qual representa o nível de aceitação da organização pelo ambiente externo (DiMaggio & Powell, 1983). Com base numa perspetiva institucional de legitimidade, a promoção de mulheres a cargos estratégicos de gestão sinaliza que a organização valoriza o sucesso das mulheres, permitindo aumentar a reputação da organização, apresentando-a como promotora do sucesso profissional das mulheres (Bilimoria, 2006).

De um modo geral, estas teorias preveem que a presença de mulheres no CA das empresas pode ter efeitos económicos positivos ao nível da qualidade dos resultados, do desempenho e do valor de mercado. Estes efeitos podem ocorrer por via de acesso a melhores recursos

(Teoria da Dependência dos Recursos), redução de assimetrias de informação e conflitos de agência (Teoria da Agência) ou da reputação da empresa (Teoria Institucional).

### **2.2.2.O “estado da arte”**

Um estudo bibliométrico realizado por Sánchez-Teba et al. (2021), na base de dados de artigos científicos *Web of Science* identifica quatro períodos na evolução da investigação sobre a diversidade de género nos CA:

- 1.º Período (1994-2005): É o período com menor número de trabalhos, denotando-se que o objetivo da maioria era o de tentar estabelecer se existia ou não um preconceito de género, ou se as mulheres simplesmente careciam de certas características, como a falta de experiência requerida para desempenhar funções de posições mais elevadas. Os estudos deste período focam-se no número de mulheres que ocupam cargos de direção, sem analisar o impacto que isso pode ter nas empresas. Os resultados destes estudos demonstram que a presença das mulheres nos CA nestes anos e em anos anteriores era apenas reduzida, embora fosse sempre aumentando (e.g. Daily et al., 1999).
- 2.º Período (2006-2012): Durante este período, os investigadores continuam focados no reduzido número de mulheres em cargos de chefia nas empresas. Essa preocupação estendeu-se aos Estados e dá início à aprovação de Leis em vários países na tentativa de alcançar a igualdade entre homens e mulheres. Consequentemente, surgem estudos sobre o impacto dessas Leis nas empresas (e.g. Campbell & Vera, 2010). A par destes surgem também trabalhos que analisam as diferenças entre homens e mulheres a fim de tentar explicar porque os resultados podem ser diferentes quando o dirigente de uma empresa é homem ou mulher. Estes estudos demonstram que as mulheres são menos propensas a correr riscos, têm prioridades diferentes e estão menos preocupadas com o poder (e.g. Adams & Funk, 2011). Outro conjunto de artigos analisa se o aumento de mulheres em cargos de chefia se deve às suas competências e atitudes, ou se é simplesmente simbólico ou obrigatório, já que vários Estados começam a implementar cotas de género com o objetivo de aumentar a proporção de mulheres nos CA. Os resultados sugerem que, embora se possa tratar de uma questão de imposição legal, a presença de mulheres executivas tem um efeito positivo nas empresas, contribuindo para a tomada de decisão. Além disso, à medida que a proporção de mulheres aumenta, as barreiras sociais que elas enfrentam diminuem (Elstad & Ladegard, 2012). As mulheres também

dão contributos importantes nas atividades de inovação, aspeto fundamental para alcançar vantagens competitivas nos mercados e satisfazer as necessidades sociais da empresa.

- 3.º Período (2013–2020): Os artigos escritos durante este período, focam-se no efeito da presença de mulheres nos CA no desempenho da empresa e, especificamente, na responsabilidade social corporativa. A evidência empírica sugere que o talento feminino pode desempenhar um papel estratégico na gestão das questões da sustentabilidade e responsabilidade social (e.g. Colakoglu et al., 2020; Orazalin & Baydauletov, 2020). Outros tópicos estudados durante este período incluem a disparidade salarial entre homens e mulheres; a relação entre a presença de mulheres no CA e o desempenho financeiro da empresa e o valor da dívida; e a relação entre a dimensão da empresa e a diversidade de género (e.g. Arzubiaga et al., 2018; Hernandez-Nicolas et al., 2015). De uma forma geral, os estudos sugerem que a presença de mulheres em cargos de chefia contribui positivamente para o desempenho das empresas, considerando-se que as mulheres tomam melhores decisões comparativamente com os homens (e.g. Lückerath-Rovers, 2013; Post & Byron, 2014). No que respeita à relação entre a dimensão da empresa e a diversidade de género, a evidência aponta no sentido de que há mais mulheres nos CA de em pequenas e médias empresas (PME) do que nas grandes empresas (e.g. Post & Byron, 2014). Isto pode dever-se ao facto de as PME terem um maior grau de flexibilidade, visto que são frequentemente empresas familiares, o que torna um pouco mais fácil conciliar a vida profissional e familiar (e.g. Arzubiaga et al., 2018; Stumbitz et al., 2018).

Através de uma revisão sistemática da literatura, contemplando 310 artigos publicados durante o período de 1981 a 2016, Kirsch (2018) identificou quatro linhas de investigação sobre a diversidade de género nos CA:

- Linha 1: contempla estudos que procuram identificar as diferenças entre os homens e as mulheres que integram os CA e que têm demonstrado que as mesmas existem em termos de demografia, capital humano, capital social e valores (e.g. Adams & Funk, 2011). Estes estudos utilizam o género como uma *proxy* para outras características que podem trazer diversidade para os CA, tais como: conhecimentos, competências, habilidades, experiências, atitudes, valores, traços de personalidade, estilos de comportamento. Também se incluem nesta linha, estudos que procuram caracterizar as mulheres presentes nos CA, em termos de idade, estado civil, número de filhos,

habilitações académicas, percurso de vida, estrato social, ligação ao capital da empresa e tipo de papel desempenhado no CA (executivo/ não executivo; número de mandatos; participação em comissões específicas, entre outros). Salvo algumas exceções (e.g. Hillman et al., 2002; Kim & Starks, 2016; Singh et al., 2015) estes estudos são sobretudo descritivos e não explicam como é que as características analisadas são importantes para o acesso das mulheres aos CA ou qual o seu efeito no funcionamento dos CA.

- Linha 2: integra estudos que procuram identificar que fatores determinam a composição, em termos de género, dos CA. Estes estudos concluem que a presença de mulheres nos CA é influenciada por fatores institucionais do país, tais como, a própria igualdade de género no emprego, a cultura mais feminista e a menor importância dada à família nuclear (e.g. Chizema et al., 2015; Grosvold et al., 2016; Grosvold & Brammer, 2011; Terjesen & Singh, 2008). A diversidade de género também pode ser influenciada com aspetos relativos à estrutura de governo, tais como, a dimensão do CA e a presença de investidores institucionais (e.g. Oehmichen et al., 2012) e pelo setor de atividade da empresa (e.g. Adams & Kirchmaier, 2016). Estes estudos sublinham que a diversidade de género nos CA é determinada por fatores sociais e por fatores de racionalidade económica, que tendem a prejudicar a presença de mulheres nos CA.
- Linha 3: inclui estudos que analisam como é que a diversidade de género do CA afeta economicamente a empresa, por exemplo, em termos do seu desempenho financeiro. Este efeito pode ocorrer de duas formas: a diversidade de género afeta o funcionamento do CA ou afeta os *stakeholders*, dentro e fora da empresa. Os estudos que admitem que a diversidade de género afeta o funcionamento do CA baseiam-se na Teoria da Agência e na Teoria da Dependência dos Recursos e consideram que as mulheres possuem características que melhoram a monitorização da gestão e permitem tomar melhores decisões (e.g. Forbes & Milliken, 1999). Os estudos que consideram que a diversidade de género afeta os *stakeholders* assentam na Teoria da Sinalização (Spence, 1973) que prevê que, na presença de assimetria de informação, aqueles *stakeholders* (investidores, clientes, trabalhadores, entre outros) tomam decisões com base em sinais emitidos pela empresa. Neste contexto, a diversidade de género constitui um sinal que é entendido por aqueles *stakeholders* de acordo com as suas crenças e valores e que determina as suas decisões (tais como, comprar ações ou produtos da empresa ou trabalhar na mesma), as quais afetarão o desempenho da empresa (e.g. Broome & Krawiec, 2008). No que respeita aos

resultados dos estudos desta linha, há que referir que os mesmos encontram um efeito pouco significativo da diversidade de género no nível do desempenho financeiro (Post & Byron, 2014), um efeito positivo no nível do desempenho social e ético (Byron & Post, 2016), e um efeito positivo na diversidade de género em níveis de direção abaixo do CA (Bilimoria, 2006; Skaggs et al., 2012). Porém os estudos desta linha tendem a evidenciar alguns problemas metodológicos ao nível da medição de variáveis e das relações de causalidade.

- Linha 4: contempla estudos sobre a regulamentação relativa à diversidade de género, os quais analisam quer os antecedentes, quer as consequências da introdução dessa regulamentação. Quanto aos antecedentes da regulamentação sobre a diversidade de género, os estudos têm demonstrado que a mesma é influenciada pelo contexto institucional e cultural do país, pelos desenvolvimentos ocorridos ao nível internacional e pelos interesses de determinados “atores” nacionais (e.g. Seierstad et al., 2017). Quanto às consequências da introdução da regulamentação, a evidência ainda é escassa e pouco clara, podendo identificar-se os seguintes efeitos: no comportamento das empresas, mais especificamente na tentativa de contornar a regulamentação (Ahern & Dittmar, 2012; Bøhren & Staubo, 2014); no desempenho financeiro e no valor de mercado (Ahern & Dittmar, 2012; Dale-Olsen et al., 2013; Nygaard, 2011); e no acesso das mulheres a outro tipo de cargos que não se encontram regulados (Seierstad & Opsahl, 2011; Wang & Kelan, 2013).

Kirsch (2018) argumenta que a investigação realizada evidência as seguintes limitações: não identifica mecanismos causais que relacionem a diversidade de género com as respetivas consequências económicas para a empresa; tende a basear-se em suposições sobre o comportamento das mulheres nos CA; e ignora os efeitos da diversidade de género do CA na igualdade de género das empresas.

Com base nestas limitações o autor apresenta uma estrutura analítica para se compreender toda a problemática da diversidade de género do CA e indica cinco aspetos a serem considerados em investigações futuras: (1) contemplar uma perspetiva institucional e estratégica sobre a composição do CA; (2) identificar claramente as semelhanças e diferenças entre homens e mulheres (3) considerar os CA como grupos de tomada de decisão; (4) compreender como as partes interessadas avaliam a diversidade de género do CA; e (5) realçar a importância da diversidade de género do CA para as mulheres.

O presente estudo enquadra-se na Linha 3 de Kirsch (2018) e procurará trazer evidência, no contexto institucional português, que permita tornar mais clara as consequências económicas da diversidade de género dos CA, sem, contudo, especificar se o efeito ocorre por via do funcionamento do CA ou dos sinais percebidos pelos *stakeholders*.

### **2.3. O efeito das características do CA na qualidade dos resultados, no desempenho e no valor de mercado: evidência empírica no contexto português**

No contexto português existem já alguns estudos que analisam o efeito de determinadas características do CA na qualidade dos resultados (em particular, na manipulação dos resultados), no desempenho económico e no valor de mercado da empresa. De seguida, apresentam-se sucintamente estes estudos.

Isidro e Gonçalves (2011), tendo por base uma amostra de empresas portuguesas com valores cotados, que integram o PSI 20, e o período de 2005 a 2009, analisaram o efeito de determinadas características do CEO (*Chief Executive Officer*) na manipulação dos resultados. As características do CEO analisadas foram: a idade, a formação académica na área da gestão ou finanças, se está em final de mandato e se ocupa simultaneamente a função de presidente do CA (*Chair*). A manipulação dos resultados foi medida através do alisamento dos resultados (*income smoothing*), considerando-se que resultados mais “alisados” são consequência da atuação discricionária do gestor, no sentido de reduzir ou aumentar os resultados do período, para manter um padrão estável de resultados ao longo do tempo. Esta estabilidade é considerada pelo gestor como benéfica, pois os acionistas preferem em termos de rendibilidade e risco, empresas com resultados mais estáveis ao longo do tempo.

Os resultados de Isidro e Gonçalves (2011) sugerem que o alisamento dos resultados é maior quando o CEO é mais velho, é formado nas áreas de gestão ou finanças e acumula o papel de CEO e de presidente do CA. As autoras apresentam algumas explicações para estes efeitos, nomeadamente, CEO mais velhos estão mais próximos do fim de carreira e, por isso, são mais agressivos nas suas práticas; CEO com habilitações na área de gestão ou finanças têm mais conhecimentos para encetar práticas de manipulação; e, quando o CEO e o presidente do CA (*Chair*) são a mesma pessoa, tem mais poder para influenciar os restantes membros do CA reduzindo a eficiência da monitorização deste órgão.

Alves (2014) investigou a relação entre a independência do CA e a qualidade dos resultados, com base numa amostra de empresas portuguesas não financeiras, com valores cotados, no

período 2003 a 2010. A independência do CA é medida pela proporção de membros independentes não executivos e a qualidade dos resultados é aferida através da manipulação dos resultados, medida através de modelos de *accruals*. A qualidade dos resultados é tanto menor quanto maior for a manipulação dos resultados. A evidência obtida demonstra uma relação negativa entre a independência do CA e a manipulação dos resultados, sugerindo que CA mais independentes promovem uma melhor qualidade dos resultados, podendo tal ser explicado pelo facto de que os membros independentes ajudam a proteger os interesses dos acionistas e a reduzir conflitos de interesses entre investidores minoritários externos e acionistas/gestores controladores.

Vieira (2018) analisou a relação entre as características do CA e o desempenho e valor das empresas familiares, tendo por base uma amostra de empresas portuguesas com valores cotados em bolsa, entre 2002 e 2013. A autora identificou como empresas familiares aquelas em que a família fundadora ou um membro da família está envolvido na gestão e controla 20% ou mais do património. As características do CA escolhidas foram: a percentagem dos membros não executivos, a percentagem dos membros independentes, a concentração de capital, a diversidade de género e se os membros do CA são da mesma família. O desempenho foi medido através da rentabilidade dos ativos (ROA) e o valor da empresa através do rácio *market-to-book* (MTB). Os resultados obtidos mostram que a concentração de capital e a diversidade de género estão positivamente associados com o desempenho e com o valor das empresas familiares. No que diz respeito à relação entre os membros não executivos e independentes do CA com o desempenho das empresas não há evidências que esta seja refletida no cenário português. Os membros independentes são irrelevantes para o desempenho da empresa, o que, pode sugerir que os diretores independentes podem não estar a desempenhar o seu papel.

Félix e David (2019) analisaram a relação entre a diversidade de género do CA e o desempenho das empresas familiares entre 2006 e 2014. Ao recolher a amostra verificaram que as empresas familiares são essencialmente pequenas e médias empresas (PME) e atuam no setor da indústria (22.3%), no comércio (25.7%) e nos serviços (32.9%). O desempenho da empresa foi medido através das seguintes variáveis: a variação das vendas, o volume de negócios sobre o total de ativos e a variação do volume de negócios. Existe “diversidade de género” quando há pelo menos uma mulher no CA. Os autores concluíram que ter uma mulher no CA de empresas familiares tem um impacto positivo no desempenho da empresa, comparativamente a empresas apenas com homens; quanto maior o tamanho da empresa familiar, melhor é o desempenho; à medida que a empresa envelhece, o desempenho diminui;

e a região e o setor empresarial são fatores que influenciam o desempenho das empresas familiares.

Lisboa e Luís (2020) estudaram o impacto das características do governo das sociedades no desempenho e no valor das empresas portuguesas cotadas, nos anos 2012 a 2016. As características de governo das sociedades consideradas foram: a dimensão do CA, a independência do CA, a concentração de capital, o tipo de remuneração (Variável/Não Variável) e o tipo de auditor (Big 4/Não Big 4). O desempenho da empresa foi analisado através de rácios de rendibilidade como a Rendibilidade do Ativo (ROA) e a Rentabilidade dos Capitais Próprios (ROE) e o valor de mercado através do Q de Tobin<sup>2</sup>.

Os resultados do estudo de Lisboa e Luís (2020) levam às seguintes conclusões: a independência do CA tem um impacto negativo no desempenho económico da empresa e um impacto positivo no seu valor de mercado. A dimensão do CA e as oportunidades de crescimento têm um impacto positivo no desempenho económico da empresa, mas não revelam nenhum impacto no valor de mercado. A idade da empresa tem um impacto positivo no ROA e um impacto negativo no Q de Tobin. A concentração de capital é insignificante para explicar o desempenho das empresas nesta amostra; a remuneração dos gestores, o tipo de empresa de auditoria e o tamanho da empresa não têm qualquer impacto nas variáveis analisadas.

Paiva et al. (2020), com base numa amostra de empresas portuguesas sem valores cotados e o período de 2008 a 2016, estudaram a relação entre vários aspetos do governo das sociedades e a manipulação dos resultados. Os aspetos do governo das sociedades analisados foram a dimensão do órgão de gestão, o número de entidades externas que integram o órgão de gestão, o tipo de auditor (Big 4/Não Big 4) e a percentagem de mulheres no órgão de gestão. A manipulação dos resultados é medida através de modelos de *accruals*. Os resultados evidenciam uma relação negativa e estatisticamente significativa entre a manipulação dos resultados e todos os aspetos do governo das sociedades analisados, sugerindo que a manipulação dos resultados tende a ser menor quanto maior for a dimensão

---

<sup>2</sup> O Q de Tobin é definido pelo rácio entre o valor de mercado de uma empresa e o custo de reposição dos seus ativos, sendo, geralmente, determinado da seguinte forma: (Valor de mercado do capital próprio + Passivo) / Total do ativo. Quando o Q de Tobin é superior (inferior) a 1 significa que o valor de mercado da empresa é maior (menor) do que o custo de reposição dos seus ativos, pelo que a contrapartida do investimento de 1 unidade monetária em ativos se traduz num retorno superior (inferior) a 1 unidade monetária em termos de valor de mercado. O Q de Tobin e o rácio market-to-book (MTB) estão relacionadas de forma similar com o valor de mercado da empresa: quando o seu valor está acima de 1 significa que o mercado considera que o valor da empresa é superior ao valor dos seus ativos em balanço, estão disposto a pagar por essa diferença.

do órgão de gestão, quanto maior for o número de entidades externas presentes naquele órgão, quando a auditoria é realizada por uma Big 4 e quanto maior for a percentagem de mulheres no órgão de gestão da empresa.

Madaleno e Vieira (2020) examinaram o impacto no desempenho e no valor da empresa, de um conjunto de práticas de sustentabilidade, bem como da diversidade de género quer nos órgãos de governo, quer nos restantes colaboradores. Para tal, usaram uma amostra de empresas cotadas portuguesas e espanholas, e os anos de 2010 a 2017. O valor da empresa foi captado através do rácio *Market-to-Book* (MTB) e do Q de Tobin, e o desempenho foi medido pelo ROA e pelo ROE. De entre as várias práticas de sustentabilidade consideradas, salienta-se a existência de um comité de sustentabilidade, a publicação de um relatório autónomo sobre responsabilidade corporativa e as emissões de CO2 produzidas/evitadas. As variáveis relacionadas com a diversidade de género contemplaram o género do CEO, o género do CFO (*Chief Financial Officer*), a proporção de mulheres no CA, a proporção de mulheres noutros comités e a proporção de mulheres no total dos colaboradores da empresa.

Os resultados demonstraram que o valor da empresa é negativamente influenciado pela diversidade de género nos órgãos de governo (CFO ser mulher, proporção de mulheres no CA e noutros comités), pela dimensão do CA e pelo número de colaboradores da empresa; e é positivamente influenciado pela proporção de mulheres nos restantes colaboradores. Quando o desempenho é medido através de medidas contabilísticas, o mesmo é positivamente influenciado pela presença de mulheres no cargo de CFO; e é negativamente influenciado pela presença de mulheres no CA e pela dimensão do CA. Segundo os autores, um CA com um número elevado de membros pode levar a diferentes ideias e opiniões que podem ser conflituosos o que atrasa as tomadas de decisão, diminuindo a lucratividade. Análises adicionais permitiram concluir que a presença de mulheres no cargo de CFO tem um efeito positivo nas iniciativas de sustentabilidade levadas a efeito pela empresa.

#### **2.4. O efeito da diversidade de género na qualidade dos resultados, no desempenho e no valor de mercado: evidência empírica**

Dos estudos realizados no contexto português, analisados anteriormente, a diversidade de género do órgão de gestão foi analisada por Vieira (2018), Félix e David (2019), Paiva et al. (2020) e Madaleno e Vieira (2020). No contexto de empresas familiares, Vieira (2018) concluiu que a diversidade de género está positivamente relacionada com o ROA; e Félix e David (2019) observaram que a presença de pelo menos uma mulher no CA tem um impacto positivo

nas vendas e no volume de negócios. No contexto de empresas sem valores cotados, Paiva et al. (2020) verificam que a manipulação dos resultados tende a ser menor quanto maior for a percentagem de mulheres no órgão de gestão. No contexto de empresas com valores cotados, Madaleno e Vieira (2020) concluíram que: o valor da empresa está negativamente relacionado com a diversidade de género nos órgãos de governo (CFO ser mulher, proporção de mulheres no CA e noutros comités) e positivamente relacionado com a proporção de mulheres nos restantes colaboradores; o desempenho económico da empresa (ROA e ROE) está positivamente relacionado com a presença de mulheres no cargo de CFO e está negativamente relacionado com presença de mulheres no CA; e a presença de mulheres no cargo de CFO tem um efeito positivo nas iniciativas de sustentabilidade levadas a efeito pela empresa.

Em todos estes estudos, a diversidade de género é analisada como parte de um conjunto vasto de características do CA e, por regra, capta a diversidade de género através de uma única medida. Com o objetivo de identificar as várias medidas de diversidade de género utilizadas nos estudos, efetuou-se uma pesquisa no sentido de identificar artigos onde a diversidade de género é analisada como uma variável explicativa da qualidade dos resultados, do desempenho económico e do valor da empresa. Nas Tabelas 1, 2 e 3 é apresentada a análise destes estudos, identificando-se: a amostra; as medidas de diversidade de género, de qualidade dos resultados, de desempenho e de valor de mercado; e os resultados obtidos quanto ao efeito da diversidade de género nestas variáveis.

Da análise apresentada nas Tabelas 1, 2 e 3, conclui-se que, no que respeita aos países e tipo de empresas analisadas, a grande maioria são empresas cotadas não financeiras, pertencentes a diversos setores de atividade e situadas na Europa, EUA e China.

No que respeita às variáveis utilizadas para captar a diversidade de género no CA, são utilizadas as seguintes:

- número absoluto de mulheres no CA (Gull et al. 2018);
- proporção ou percentagem de mulheres no CA (Damak, 2018; Duong & Evans, 2016; Gonçalves et al., 2019; Gull et al. 2018; Isidro & Sobral, 2015; Kyaw et al., 2015; Martínez & Rambaud, 2019; Reguera-Alvarado et al., 2017; Shehata et al., 2017; Gordini & Rancati, 2017; Green & Homroy, 2018);
- presença de pelo menos uma mulher no CA (Gull et al. 2018; Shehata et al., 2017; Srinidhi et al., 2011; Gordini & Rancati, 2017; Brahma et al., 2020);

- presença de pelo menos três mulheres no CA (Brahma et al., 2020);
- o *Blau Index* e/ou o *Shannon Index* (Martínez & Rambaud, 2019; Reguera-Alvarado et al., 2017; Shehata et al., 2017; Gordini & Rancati, 2017);
- o número/presença/proporção de mulheres independentes ou não executivas no CA (Gull et al. 2018; Srinidhi et al., 2011);
- a ocupação do cargo de CEO por uma mulher (Gonçalves et al., 2019; Gull et al. 2018; Harris et al., 2019; Na & Hong, 2017; Moreno-Gómez et al., 2018); e
- a ocupação do cargo de presidente do CA (*Chair*) por uma mulher (Gull et al. 2018)

De salientar, que Isidro e Sobral (2015) utilizaram ainda uma variável dicotômica que assume o valor 1 quando existe pelo menos 30% de mulheres no CA e valor 0 se o contrário. Gull et al. (2018) analisaram a par das medidas de diversidade de género anteriormente referidas: a formação das mulheres (percentagem de mulheres com mestrado ou doutoramento e percentagem de mulheres com formação na área de gestão); a percentagem de mulheres de nacionalidade estrangeira; o número de anos que as mulheres estão no CA; e a percentagem de mulheres que pertencem a CA de outras empresas. E Green e Homroy (2018) analisam, de forma combinada com o género do CEO, se o(a) CEO tem filhas.

O *Blau Index* e o *Shannon Index* são índices qualitativos similares. Contudo, o *Shannon Index* é uma medida de diversidade logarítmica e, portanto, é mais sensível a pequenas diferenças de diversidade de género (Campbell & Mínguez-Vera, 2008). O *Blau Index* (Blau, 1977) é calculado da seguinte forma:

$$Blau\ Index = 1 - \sum_{i=1}^N P_i^2$$

Onde  $P_i$  é a percentagem de (mulher/homem) diretores e  $N$  é o número de categorias (mulher/homem). Como o estudo aborda apenas duas categorias, o valor do índice varia entre 0 quando o grupo é totalmente homogéneo (no caso de haver apenas homens ou apenas mulheres) e 0,5 quando existe no CA o mesmo número de mulheres e homens. Vejamos o seguinte exemplo, no caso de haver três homens e duas mulheres no CA, o *Blau Index* é igual a 0,48 o que significa que o CA tem um nível elevado de diversidade de género.

O *Shannon Index* introduzido por Shannon (1948) é calculado da seguinte forma:

$$Shannon\ Index = - \sum_{i=1}^N P_i \times \ln(P_i)$$

Onde  $P_i$  e  $N$  são calculados como descrito anteriormente. O valor do índice varia entre 0 (no caso de haver apenas homens ou apenas mulheres) e 0,69 quando existe no CA o mesmo número de mulheres e homens<sup>3</sup>.

Os estudos não analisam apenas a diversidade de género no CA, mas também noutros órgãos, tais como, o Comité de Auditoria ou o auditor externo (Niskanen et al., 2011; Sultana et al., 2020; Srinidhi et al., 2011; Thiruvadi & Huang, 2011; Zalata et al., 2018); o Conselho de Supervisão (Panzer & Muller, 2015); e a Comissão de Remunerações (Duong & Evans, 2016). E ainda noutros níveis de direção, por exemplo, se o CFO é mulher (Dong et al., 2020; Duong & Evans, 2016; Gonçalves et al., 2019; Liu et al., 2016; Moreno-Gómez et al., 2018) ou se cargos de chefia em outros órgãos são ocupados por uma mulher (Gull et al. 2018; Panzer & Muller, 2015; Moreno-Gómez et al., 2018).

No que respeita ao efeito da diversidade de género na qualidade dos resultados (Tabela 1), há que salientar que a qualidade dos resultados é, frequentemente, abordada através da expressão “manipulação dos resultados”, devendo entender-se que maior manipulação dos resultados significa menor qualidade dos mesmos. A manipulação dos resultados é, por regra, apreendida através de modelos de *accruals* ou através do modelo de Roychowdhury (2006) que capta a manipulação através de decisões reais.

De uma forma geral, os estudos demonstram que as práticas de manipulação dos resultados (qualidade dos resultados) é tanto menor (maior) quanto maior for a presença ou proporção de mulheres: no CA (Damak, 2018; Duong & Evans, 2016; Kyaw et al., 2015); no Comité de Auditoria (Sultana et al., 2020; Thiruvadi e Huang, 2011; Zalata et al., 2018); no cargo de CEO (Na & Hong, 2017); no cargo de CFO (Dong et al., 2020; Duong & Evans, 2016; Gonçalves et al., 2019; Liu et al., 2016) ou noutros em cargos de chefia intermédia (Duong & Evans, 2016; Panzer & Müller, 2015). Porém, Gull et al. (2018) concluiu que quando o cargo de presidente do CA (*Chair*) é ocupado por uma mulher, a manipulação de resultados também aumenta, contribuindo para uma pior qualidade dos resultados. E Harris et al. (2019) e Gonçalves et al., (2019), não encontraram relações estatisticamente significativas entre a manipulação dos

---

<sup>3</sup> Em empresas com apenas homens ou apenas mulheres atribui-se o valor de zero a  $\ln(P_i)$  uma vez que  $\ln(0)$  é igual a infinito. O resultado de zero indica que não existe diversidade no CA.

resultados e a diversidade de género medida pela proporção de mulheres no CA (Gonçalves et al., 2019) e pela presença de uma mulher no cargo de CEO (Harris et al., 2019; Gonçalves et al., 2019).

Quanto ao efeito da diversidade de género no desempenho (Tabela 2), os resultados não são unânimes, havendo estudos que concluem que a presença ou proporção de mulheres no CA tem um efeito positivo no desempenho (Isidro & Sobral, 2015; Moreno-Gómez et al., 2018), enquanto outros estudos concluem o efeito oposto (Shehata et al., 2017). O desempenho tem sido medido de várias formas, sendo a mais usual o rácio de rentabilidade dos ativos (ROA) e o rácio de rentabilidade dos capitais próprios (ROE).

Por fim, no que respeita ao efeito da diversidade de género no valor de mercado (Tabela 3) os resultados obtidos mostram um efeito positivo da diversidade de género no CA (Martínez & Rambaud, 2019; Reguera-Alvarado et al., 2017), à excepção do estudo de Isidro e Sobral (2015) que não encontraram qualquer relação entre a diversidade de género e o valor de mercado. Em todos os estudos, o valor da empresa foi medido pelo Q de Tobin.

**Tabela 1 - A diversidade de género e a qualidade dos resultados**

Autores	Amostra	Medição das variáveis	Resultados obtidos
Niskanen et al. (2011)	Finlândia Anos 1999 a 2006 Pequenas e médias empresas sem valores cotados.	Diversidade de género medida por uma variável dicotómica que assume o valor 1 quando, pelo menos, um auditor é mulher e o valor 0 se o contrário.  Manipulação dos resultados medida pelos <i>accruals</i> discricionários determinados com base na versão <i>cross section</i> do modelo Jones (1991).	Os resultados mostram uma relação positiva entre a presença de uma mulher na função de auditor e a manipulação dos resultados no sentido descendente, sugerindo que as mulheres auditoras são mais conservadoras.
Thiruvadi & Huang (2011)	Estados Unidos da América Ano 2003 Empresas cotadas no índice <i>S&amp;P Small Cap 600</i> elaborado pela <i>Standard &amp; Poor's</i> .	Diversidade de género: (1) % mulheres no Comité de Auditoria; (2) Variável dicotómica que assume o valor 1 quando existe pelo menos 1 mulher no Comité de Auditoria e o valor 0 se o contrário; (3) N.º de mulheres no Comité de Auditoria.  Manipulação dos resultados medida com base nos <i>accruals</i> discricionários determinados tendo por base o modelo utilizado por Ashbaugh, LaFond e Mayhew (ALM) (2003).	Os resultados obtidos mostram que a presença de mulheres no Comité de Auditoria reduz a manipulação de resultados, para todas as medidas de diversidade de género.

**Tabela 1 (cont.) - A diversidade de género e a qualidade dos resultados**

Autores	Amostra	Medição das variáveis	Resultados obtidos
Srinidhi et al. (2011)	<p>Estados Unidos da América</p> <p>Anos 2001 a 2007</p> <p>Empresas com informação sobre o género dos diretores na base de dados <i>Corporate Library Board Director</i> e <i>S&amp;P Compustat</i></p> <p>A amostra inclui empresas de 31 setores diferentes, como por exemplo, do setor do retalho, serviços de utilidade pública, equipamento eletrónico, serviços de gestão, petróleo e gás natural, produtos farmacêuticos, entre outros.</p>	<p>Diversidade de género:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>(1) Variável dicotómica que assume o valor 1 quando existe pelo menos 1 mulher no CA e o valor 0 se o contrário;</li> <li>(2) Variável dicotómica que assume o valor 1 quando existe pelo menos 1 mulher não executiva no CA e o valor 0 se o contrário;</li> <li>(3) Variável dicotómica que assume o valor 1 quando existe pelo menos 1 mulher no Comité de Auditoria e o valor 0 se o contrário.</li> </ol> <p>Qualidade dos resultados medida com base nos <i>accruals</i> anormais determinados com base na versão <i>cross section</i> do modelo de McNichols (2002).</p>	<p>Os resultados obtidos evidenciam, para todas as medidas de diversidade de género, uma relação positiva entre a qualidade dos resultados e a presença de mulheres no CA.</p>
Panzer & Müller (2015)	<p>Alemanha</p> <p>Anos 2006 a 2011</p> <p>Empresas cotadas nos índices DAX30, MDAX e SDAX da bolsa de valores de Frankfurt.</p> <p>As empresas selecionadas pertencem a vários setores (indústria, retalho/consumo, automóvel, saúde, recursos básicos/construção e tecnologia e telecomunicações).</p>	<p>Diversidade de género:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>(1) % mulheres no Conselho de Supervisão;</li> <li>(2) Variável dicotómica que assume o valor 1 quando a mulher é chefe ou chefe adjunta do Conselho de Supervisão e o valor 0 se o contrário.</li> </ol> <p>Qualidade dos resultados medida pelos <i>accruals</i> discricionários determinados com base no modelo de Jones modificado por Kothari et al. (2005) e com base no modelo de Dechow e Dichev (2002) modificado por McNichols (2002).</p>	<p>Os resultados evidenciam uma relação positiva entre a percentagem de mulheres no Conselho de Supervisão e a qualidade dos resultados.</p> <p>A qualidade dos resultados é também maior quando o cargo de chefe ou chefe adjunta do Conselho de Supervisão é uma mulher.</p>

**Tabela 1 (cont.) - A diversidade de género e a qualidade dos resultados**

Autores	Amostra	Medição das variáveis	Resultados obtidos
Kyaw et al. (2015)	<p>Áustria, Bélgica, República Checa, Dinamarca, Finlândia, França, Alemanha, Grécia, Hungria, Irlanda, Itália, Países Baixos, Noruega, Polónia, Portugal, Espanha, Suécia, Suíça, Turquia, Reino Unido</p> <p>Anos 2002 a 2013</p> <p>Todas as empresas europeias com dados disponíveis na base de dados <i>Thomson Reuters Asset4</i> e na base de dados <i>DataStream</i>.</p>	<p>Diversidade de género medida pela % de mulheres no CA.</p> <p>Manipulação dos resultados medida com base nos <i>accruals</i> agregados determinados seguindo Dechow (1994) (EM1) e com base nos <i>accruals</i> operacionais seguindo Leuz et al. (2003) (EM2).</p>	<p>Os resultados obtidos mostram que a diversidade de género se encontra negativamente relacionada com a manipulação dos resultados medida por EM1. Já para a EM2 não se observa uma relação estatisticamente significativa, o que é explicado pelo facto de os <i>accruals</i> operacionais serem fortemente influenciados por condições macroeconómicas.</p> <p>Quando se analisa o efeito naquela relação da existência, no país, de legislação sobre a igualdade de género, os resultados não são estatisticamente significativos para nenhuma das medidas EM1 ou EM2.</p> <p>Quando se compara aquela relação entre países escandinavos (onde a igualdade de género é elevada) e os restantes países, observa-se que apenas nos países escandinavos o aumento da representação feminina no CA atenua as práticas de manipulação de resultados (medida por EM2).</p>
Liu et al. (2016)	<p>China</p> <p>Anos 1999 a 2011</p> <p>Empresas não financeiras cotadas na bolsa de valores de Xangai ou de Shenzhen</p>	<p>Diversidade de género medida por uma variável dicotómica que assume o valor 1 quando o CFO é mulher e o valor 0 se o contrário.</p> <p>Manipulação dos resultados medida pelos <i>accruals</i> discricionários determinados com base no modelo de Jones modificado por Dechow et al. (1995); manipulação dos resultados através de decisões reais medida pelo modelo de Roychowdhury (2006).</p>	<p>A presença de mulheres no cargo de CFO está negativamente relacionada com a manipulação dos resultados, quer por via dos <i>accruals</i>, quer por via de decisões reais.</p>

**Tabela 1 (cont.) - A diversidade de género e a qualidade dos resultados**

Autores	Amostra	Medição das variáveis	Resultados obtidos
Duong & Evans (2016)	<p>Austrália</p> <p>Anos 2006 a 2010</p> <p>Empresas no Top500 por capitalização de mercado, pertencentes ao índice ASX, cotadas na bolsa de valores da Austrália.</p> <p>As empresas pertencem ao setor financeiro e a vários setores não financeiros (materiais, indústria, energia, consumo, telecomunicações, entre outros).</p>	<p>Diversidade de género:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>(1) Variável dicotómica que assume o valor 1 quando CFO é mulher e o valor 0 se o contrário;</li> <li>(2) Variável dicotómica que assume o valor 1 quando existe, pelo menos, uma mulher no CA e o valor 0 se o contrário;</li> <li>(3) Variável dicotómica que assume o valor 1 quando existe, pelo menos, uma mulher no comité de remunerações e o valor 0 se o contrário.</li> </ol> <p>Manipulação dos resultados medida pelos <i>accruals</i> discricionários determinados com base no modelo de Dechow e Dichev (2002) e manipulação dos resultados através de decisões reais medida pelo modelo de Roychowdhury (2006).</p>	<p>Os resultados obtidos mostram que a manipulação dos resultados (para todas as medidas) é menor quando o CFO é uma mulher.</p> <p>A manipulação dos resultados (medida através do modelo de Dechow e Dichev (2002)) é menor quando existe pelo menos uma mulher no CA.</p> <p>A presença de, pelo menos, uma mulher no comité de remunerações, não influencia a manipulação dos resultados (para nenhuma das medidas utilizadas).</p>
Na & Hong (2017)	<p>Anos 1992 a 2013</p> <p>Empresas não financeiras e não reguladas que constam na base de dados Compustat</p>	<p>Diversidade de género medida através de uma variável dicotómica que assume o valor 1 quando CEO é mulher e o valor 0 se o contrário.</p> <p>Manipulação dos resultados medida pelos <i>accruals</i> determinados com base no modelo de Jones (1991) e manipulação dos resultados através de decisões reais medida pelo modelo de Roychowdhury (2006).</p>	<p>Os resultados obtidos mostram que a presença de uma mulher no cargo de CEO está negativamente relacionada com a manipulação dos resultados, para ambas as medidas.</p>

**Tabela 1 (cont.) - A diversidade de género e a qualidade dos resultados**

Autores	Amostra	Medição das variáveis	Resultados obtidos
Gull et al. (2018)	<p>França</p> <p>Anos 2001 a 2010</p> <p>Empresas cotadas no índice CAC All-Shares da bolsa de valores de Paris, com um volume de negociação maior que 5% do seu capital social (independentemente da capitalização de mercado).</p> <p>A amostra não contempla o setor do imobiliário, empresas estrangeiras, nem empresas financeiras.</p>	<p>Diversidade de género:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>(1) N.º de mulheres no CA;</li> <li>(2) % mulheres no CA;</li> <li>(3) Variável dicotómica que assume o valor 1 quando existe pelo menos uma mulher no CA e o valor 0 se o contrário;</li> <li>(4) Variável dicotómica que assume o valor 1 quando o <i>Chair</i> é mulher e o valor 0 se o contrário;</li> <li>(5) % mulheres não executivas independentes, no total de mulheres do CA;</li> <li>(6) % mulheres diretoras que são membros do Comité de Auditoria, no total das mulheres do CA;</li> <li>(7) % mulheres com um mestrado ou doutoramento, no total de mulheres do CA;</li> <li>(8) % mulheres com educação formal especializada em gestão;</li> <li>(9) % mulheres de nacionalidade estrangeira no total de mulheres do CA;</li> <li>(10) % mulheres que são membros do CA de outras empresas, no total de mulheres do CA;</li> <li>(11) N.º médio de anos que as mulheres estão no CA;</li> <li>(12) Variável dicotómica que assume o valor 1 quando CEO é mulher e o valor 0 se o contrário;</li> <li>(13) Variável dicotómica que assume o valor 1 quando CFO é mulher e o valor 0 se o contrário.</li> </ol> <p>Manipulação dos resultados medida pelos <i>accruals</i> discricionários determinados com base na versão <i>cross section</i> do modelo de Jones modificado por Dechow et al. (1995).</p>	<p>Os resultados obtidos demonstram que a presença de mulheres no CA (medidas 1, 2 e 3), a independência (medida 5), a proporção de mulheres no Comité de Auditoria (medida 6), a formação das mulheres (medidas 7 e 8), a diversidade de nacionalidades (medida 9) e a presença de mulheres no cargo de CEO e CFO, são fatores que contribuem para reduzir a manipulação de resultados.</p> <p>Quanto à presença de uma mulher no cargo de <i>Chair</i> (medida 4) e à experiência (medidas 10 e 11) as mesmas contribuem para uma maior manipulação dos resultados.</p>

**Tabela 1 (cont.) - A diversidade de género e a qualidade dos resultados**

Autores	Amostra	Medição das variáveis	Resultados obtidos
Damak (2018)	<p>França</p> <p>Anos 2010 a 2014</p> <p>Empresas não financeiras cotadas no índice SBF120 da bolsa de valores de Paris.</p>	<p>Diversidade de género medida pela % mulheres no CA.</p> <p>Manipulação dos resultados medida pelos <i>accruals</i> discricionários determinados com base no modelo de Jones com as modificações introduzidas por Dechow et al. (1995), Kothari et al. (2005) e Raman e Shahrur (2008).</p>	<p>Existe uma relação negativa entre a diversidade de género no CA e a manipulação dos resultados.</p> <p>Contudo, não foi encontrada uma evidência empírica que mostre que a presença da mulher no CA leve a práticas conservadoras de manipulação de resultados, isto é, no sentido de diminuir o resultado.</p>
Gonçalves et al. (2019)	<p>Áustria, Bélgica, Dinamarca, Finlândia, França, Alemanha, Grécia, Irlanda, Itália, Noruega, Portugal, Espanha, Suécia, Suíça, Turquia, Reino Unido, Holanda</p> <p>Anos 2007 a 2013</p> <p>Empresas não financeiras cotadas, com sede na Europa.</p> <p>A amostra cobre 16 setores de atividade.</p>	<p>Diversidade de género:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>(1) % mulheres no CA;</li> <li>(2) Variável dicotómica que assume o valor 1 quando CEO é mulher e o valor 0 se o contrário;</li> <li>(3) Variável dicotómica que assume o valor 1 quando CFO é mulher e o valor 0 se o contrário.</li> </ol> <p>Manipulação dos resultados medida pelos <i>accruals</i> discricionários determinados com base no modelo de Jones modificado por Dechow et al. (1995) e pelo nível de alisamento dos resultados, determinado com base no rácio entre o valor absoluto dos <i>accruals</i> e os fluxos de caixa operacionais (Leuz et al., 2003).</p>	<p>Não foi encontrada evidência que uma maior percentagem de mulheres no CA, ou o facto do CEO ser mulher contribua para diminuir a manipulação dos resultados.</p> <p>A presença de uma mulher no cargo de CFO está negativamente relacionada com a manipulação dos resultados através dos <i>accruals</i> discricionários (Modelo de Jones modificado), mas não está significativamente relacionada com o alisamento dos resultados.</p>

**Tabela 1 (cont.) - A diversidade de género e a qualidade dos resultados**

<b>Autores</b>	<b>Amostra</b>	<b>Medição das variáveis</b>	<b>Resultados obtidos</b>
Harris et al., (2019)	Estados Unidos da América Anos 1992 a 2014 Grandes empresas com informação disponível sobre o género do CEO na base de dados ExecuComp. Excluíram-se os setores financeiro e <i>utilities</i> .	Diversidade de género medida por uma variável dicotómica que assume o valor 1 quando CEO é mulher e o valor 0 se o contrário.  Manipulação dos resultados medida pelos <i>accruals</i> discricionários determinados com base no modelo de Jones (1991) e manipulação dos resultados através de decisões reais medida pelo modelo de Roychowdhury (2006).	Os resultados demonstram que, para níveis elevados de compensação do CEO tendo por base em ações da empresa, o seu género não é determinante do nível de manipulação dos resultados, mais precisamente, homens e mulheres manipulam os resultados através de estratégias agressivas. Porém, para níveis mais baixos de compensação, as mulheres tendem a manipular os resultados menos, comparativamente com os homens. Esta evidência demonstra que o sistema de remuneração pode atenuar o efeito benéfico da presença de mulheres no cargo de CEO.
Dong et al. (2020)	China Anos 2013 a 2017 Empresas não financeiras cotadas na bolsa de valores de Xangai e Shenzhen.	Diversidade de género medida por uma variável dicotómica que assume o valor 1 quando CFO é mulher e o valor 0 se o contrário.  Manipulação dos resultados medida pelos <i>accruals</i> discricionários determinados com base na versão <i>cross section</i> do modelo de Jones modificado por Dechow et al. (1995).	Os resultados obtidos demonstram que quando o cargo de CFO é desempenhado por uma mulher, a manipulação de resultados tende a ser menor.
Sultana et al. (2020)	Austrália Anos 2001 a 2015 Empresas cotadas no índice ASX na bolsa de valores da Austrália.  A amostra inclui empresas do setor das telecomunicações, materiais, tecnologia de informação, indústria, saúde, energia e consumo.	Diversidade de género: (1) % mulheres no Comité de Auditoria; (2) Variável dicotómica que assume o valor 1 quando existe pelo menos 1 mulher no Comité de Auditoria e o valor 0 se o contrário; (3) N.º total de mulheres no Comité de Auditoria.  Manipulação dos resultados através de decisões reais medida pelo modelo de Roychowdhury (2006).	Os resultados obtidos mostram que existe uma relação negativa entre manipulação dos resultados e todas as medidas de diversidade de género, testadas.  Também se verificou que aquela relação negativa se tornou mais fraca depois da introdução no código de governo de recomendações relativas à diversidade de género nos órgãos das sociedades, no ano 2010, o que sugere que este tipo de recomendações pode forçar à nomeação de mulheres para cargos para os quais poderão não ter as competências necessárias.

**Tabela 1 (cont.) - A diversidade de género e a qualidade dos resultados**

<b>Autores</b>	<b>Amostra</b>	<b>Medição das variáveis</b>	<b>Resultados obtidos</b>
Zalata et al. (2018)	Estados Unidos Anos 2007 a 2013 Empresas não financeiras que constam na base de dados Compustat.	Diversidade de género medida pela % mulheres no Comité de Auditoria.  Manipulação dos resultados medida pelos <i>accruals</i> discricionários determinados com base no modelo de McNichols (2002).	Os resultados obtidos mostram que quanto maior for a proporção de mulheres no Comité de Auditoria menor é a manipulação dos resultados.

**Tabela 2 - A diversidade de género e o desempenho**

Autores	Amostra	Medição das variáveis	Resultados obtidos
Isidro & Sobral (2015)	<p>Áustria, Bélgica, Dinamarca, Finlândia, França, Alemanha, Grécia, Irlanda, Itália, Noruega, Portugal, Espanha, Suécia, Suíça, Reino Unido, Holanda</p> <p>Anos 2010 a 2012</p> <p>500 maiores empresas europeias incluídas no <i>Financial Times 2011</i>.</p>	<p>Diversidade de género:</p> <p>(1) % mulheres no CA;</p> <p>(2) Variável dicotómica que assume o valor 1 quando existe pelo menos 30% de mulheres no CA e o valor 0 se o contrário.</p> <p>Desempenho medido pelo rácio de rentabilidade dos ativos (ROA) e rácio de rentabilidade das vendas (ROS)</p>	<p>A percentagem e a presença de, pelo menos, uma mulher no CA, está positivamente relacionada com o desempenho.</p>
Shehata et al. (2017)	<p>Reino Unido</p> <p>Anos 2005 a 2013</p> <p>Pequenas e médias empresas inglesas.</p>	<p>Diversidade de género:</p> <p>(1) Variável dicotómica que assume o valor 1 quando existe pelo menos 1 mulher no CA e o valor 0 se o contrário;</p> <p>(2) % mulheres no CA;</p> <p>(3) Blau Index;</p> <p>(4) Shannon Index.</p> <p>Desempenho medido pelo rácio de rentabilidade dos ativos (ROA).</p>	<p>A diversidade de género está negativamente relacionada com o desempenho, para todas as medidas de diversidade de género consideradas.</p>
Green & Homroy (2018)	<p>Bélgica, Dinamarca, França, Alemanha, Itália, Países Baixos, Noruega, Espanha, Suécia, Suíça e Reino Unido</p> <p>Anos 2004 a 2015</p> <p>Maiores empresas cotadas europeias em termos de valor de mercado.</p>	<p>Diversidade de género:</p> <p>(1) % mulheres no CA;</p> <p>(2) % combinada de mulheres nos comités de auditoria, nomeação e remuneração.</p> <p>Desempenho medido pelo rácio de rentabilidade dos ativos (ROA) e pelo logaritmo das vendas.</p>	<p>Existe uma relação positiva entre a rentabilidade dos ativos e as duas medidas de diversidade de género (esta relação é mais forte para a medida de diversidade de género 2).</p>

**Tabela 2 (cont.) - A diversidade de género e o desempenho**

Autores	Amostra	Medição das variáveis	Resultados obtidos
Moreno-Gómez et al., (2018)	Colômbia Anos 2008 a 2015 Empresas cotadas públicas colombianas	Diversidade de género: (1) % mulheres no CA; (2) Variável dicotómica que assume o valor 1 quando CEO é mulher e o valor 0 se o contrário; (3) % mulheres em posições de topo (ex. COO ou CFO).  Desempenho medido pelo rácio de rentabilidade dos ativos (ROA) e pelo rácio de rentabilidade do capital próprio (ROE).	A percentagem de mulheres no CA, está positivamente relacionada com o desempenho medido pela rentabilidade do capital próprio (ROE).  A presença de uma mulher no cargo de CEO está positivamente relacionada com o desempenho medido pela rentabilidade dos ativos (ROA).  A percentagem de mulheres em posições de topo está positivamente relacionada com ambas as medidas de desempenho (ROA e ROE).
Brahma et al. (2020)	Reino Unido Anos 2005 a 2016 Empresas cotadas no índice FTSE 100 na bolsa de valores de Londres.	Diversidade de género: (1) Variável dicotómica que assume o valor 1 quando existe pelo menos 1 mulher no CA e o valor 0 se o contrário; (2) Variável dicotómica que assume o valor 1 quando existe pelo menos 2 mulheres no CA e o valor 0 se o contrário; (3) Variável dicotómica que assume o valor 1 quando existe pelo menos 3 mulheres no CA e o valor 0 se o contrário.  Desempenho medido pelo rácio de rentabilidade dos ativos (ROA).	Os resultados obtidos mostram que a representação de três ou mais mulheres no CA tem um aumento significativo no desempenho financeiro da empresa (a medida de diversidade de género 3 tem mais impacto que as medidas 1 e 2).

**Tabela 3 - A diversidade de género e o valor de mercado**

<b>Autores</b>	<b>Amostra</b>	<b>Medição das variáveis</b>	<b>Resultados obtidos</b>
Isidro & Sobral (2015)	Áustria, Bélgica, Dinamarca, Finlândia, França, Alemanha, Grécia, Irlanda, Itália, Noruega, Portugal, Espanha, Suécia, Suíça, Reino Unido, Holanda Anos 2010 a 2012 500 maiores empresas europeias incluídas no <i>Financial Times</i> 2011.	Diversidade de género: (1) % mulheres no CA; (2) Variável dicotómica que assume o valor 1 quando existe pelo menos 30% de mulheres no CA e o valor 0 se o contrário.  Valor da empresa medido através do Q de Tobin.	Não se obteve evidência de que uma maior representação de mulheres no CA influencie o valor das empresas.
Reguera-Alvarado et al. (2017)	Espanha Anos 2005 a 2009 Empresas não financeiras cotadas no índice <i>Madrid Stock Exchange General</i> na bolsa de valores de Espanha. A amostra inclui empresas do setor da agricultura, minério e construção; indústria; transportes e comunicação; retalho, imobiliário e serviços.	Diversidade de género: (1) % mulheres no CA; (2) Blau Index; (3) Shannon Index.  Valor da empresa medido através do Q de Tobin.	Os resultados obtidos mostram que quanto maior for o número de mulheres no CA maior é o valor da empresa, para todas as medidas de diversidade de género consideradas.
Green & Homroy (2018)	Bélgica, Dinamarca, França, Alemanha, Itália, Países Baixos, Noruega, Espanha, Suécia, Suíça e Reino Unido Anos 2004 a 2015 Maiores empresas cotadas europeias em termos de valor de mercado.	Diversidade de género: (3) % mulheres no CA; (4) % combinada de mulheres nos comités de auditoria, nomeação e remuneração.  Valor da empresa medido pelo rácio Market-to-Book (MTB).	Existe uma relação positiva entre o valor de mercado e as duas medidas de diversidade de género (esta relação é mais forte para a medida de diversidade de género 2).

**Tabela 3 (cont.) - A diversidade de género e o valor de mercado**

<b>Autores</b>	<b>Amostra</b>	<b>Medição das variáveis</b>	<b>Resultados obtidos</b>
Martínez & Rambaud (2019)	Espanha Anos 2003 a 2017 Empresas cotadas na bolsa de valores de Espanha e que integram o índice IBEX35.	Diversidade de género: (1) % mulheres no CA; (2) Blau Index; (3) Shannon Index.  Valor da empresa medido através do Q de Tobin.	O valor de mercado está positivamente relacionado com a maior presença de mulheres no CA, para todas as medidas de diversidade de género consideradas.
Brahma et al. (2020)	Reino Unido Anos 2005 a 2016 Empresas cotadas no índice FTSE 100 na bolsa de valores de Londres.	Diversidade de género: (1) Variável dicotómica que assume o valor 1 quando existe pelo menos 1 mulher no CA e o valor 0 se o contrário; (2) Variável dicotómica que assume o valor 1 quando existe pelo menos 2 mulheres no CA e o valor 0 se o contrário; (3) Variável dicotómica que assume o valor 1 quando existe pelo menos 3 mulheres no CA e o valor 0 se o contrário.  Valor da empresa medida através do Q de Tobin.	Os resultados obtidos mostram que a representação de três ou mais mulheres no CA tem um aumento significativo no valor de mercado da empresa (a medida de diversidade de género 3 tem maior impacto do que as medidas 1 e 2).
Gordini & Rancati (2017)	Itália Anos 2011 a 2014 Empresas cotadas na bolsa de valores de Itália.	Diversidade de género: (1) Variável dicotómica que assume valor 1 quando existe pelo menos 1 mulher no CA e o valor 0 se o contrário; (2) % mulheres no CA; (3) Blau Index; (4) Shannon Index.  Valor da empresa medida através do Q de Tobin.	Todas as medidas de diversidade de género apresentam uma relação positiva e estatisticamente significativa com o valor da empresa, à exceção da medida de diversidade 1.

### 3. Estudo empírico

#### 3.1. Objetivo e desenvolvimento das hipóteses

Como se explicou na Introdução da dissertação, este estudo tem como objetivo analisar, com base numa amostra de empresas portuguesas com valores cotados, o efeito da diversidade de género na qualidade dos resultados, no desempenho e no valor de mercado da empresa, utilizando várias medidas de diversidade de género identificadas na revisão de literatura efetuada.

Tendo em conta a evidência empírica de estudos anteriores, anteriormente descrita, e os limites impostos para Portugal pela Lei n.º 62/2017, formulam-se as seguintes hipóteses de investigação, que são subdivididas em função da medida de diversidade de género a testar. Por parcimónia de apresentação, apenas se apresenta a referida desagregação para a primeira hipótese.

H1: A diversidade de género em órgãos e cargos de gestão está positivamente relacionada com a qualidade dos resultados das empresas portuguesas com valores cotados.

H1a: A proporção de mulheres no CA está positivamente relacionada com a qualidade dos resultados.

H1b: A presença de, pelo menos, uma mulher no CA está positivamente relacionada com a qualidade dos resultados.

H1c: A presença de, pelo menos, três mulheres no CA está positivamente relacionada com a qualidade dos resultados.

H1d: A diversidade de género no CA, medida pelo *Blau Index*, está positivamente relacionada com a qualidade dos resultados.

H1e: A diversidade de género no CA, medida pelo *Shannon Index*, está positivamente relacionada com a qualidade dos resultados.

H1f: A existência de, pelo menos, 30% de mulheres no CA, está positivamente relacionada com a qualidade dos resultados.

H1g: A existência de, pelo menos, 20% de mulheres no CA, está positivamente relacionada com a qualidade dos resultados.

H1h: A atribuição do cargo de CEO a uma mulher está positivamente relacionada com a qualidade dos resultados.

H1i: A atribuição do cargo de CFO a uma mulher está positivamente relacionada com a qualidade dos resultados.

H2: A diversidade de género em órgãos e cargos de gestão está positivamente relacionada com o desempenho económico das empresas portuguesas com valores cotados.

Esta hipótese é desagregada nas hipóteses 2a a 2i, de acordo com as várias medidas de diversidade de género, tal como a hipótese 1.

H3: A diversidade de género em órgãos e cargos de gestão está positivamente relacionada com o valor de mercado das empresas portuguesas com valores cotados.

Esta hipótese é desagregada nas hipóteses 3a a 3i, de acordo com as várias medidas de diversidade de género, tal como a hipótese 1.

### **3.2. Modelos e variáveis**

Os testes às hipóteses basear-se-ão nos seguintes modelos de regressão linear múltipla:

Modelo 1 - Hipóteses 1a a 1i:

$$QR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 GEN_{i,t} + \beta_2 DIM_{i,t} + \beta_3 END_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Modelo 2 - Hipóteses 2a a 2i:

$$ROA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 GEN_{i,t} + \beta_2 DIM_{i,t} + \beta_3 END_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Modelo 3 - Hipóteses 3a a 3i:

$$QTOBIN_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 GEN_{i,t} + \beta_2 DIM_{i,t} + \beta_3 END_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Onde:

*QR* – representa a Qualidade dos Resultados, da empresa *i*, no ano *t*, cuja medição se explicará na secção seguinte.

*ROA* – representa o desempenho, da empresa *i*, no ano *t*, e é medido pelo rácio de rentabilidade dos ativos ( $ROA = \text{Resultado Líquido do Período} / \text{Total do Ativo}$ ).

*QTOBIN* – representa o valor de mercado, da empresa *i*, no ano *t*, sendo calculado como  $(\text{Valor de mercado} + \text{Passivo}) / \text{Total do Ativo}$ .

*GEN* – representa cada uma das medidas de diversidade de género, da empresa *i*, no ano *t*, a testar em cada uma das hipóteses, e cuja definição é apresentada na Tabela 4.

*DIM* – representa a dimensão da empresa *i*, no ano *t*, e é calculada pelo logaritmo natural do total do ativo.

*END* – representa o endividamento da empresa *i*, no ano *t*, e é calculado pelo rácio entre o total do passivo e o total do ativo.

As variáveis independentes DIM e END são variáveis de controlo apontadas pela literatura como podendo influenciar a qualidade dos resultados (sobretudo por via da manipulação dos resultados), bem como o desempenho e o valor da empresa.

Uma vez que, como se explicará, os dados foram recolhidos para um conjunto de empresas ao longo de vários anos, os modelos serão estimados com efeitos fixos por empresa. Toda a análise estatística é feita com recurso ao *Statistical Package for the Social Sciences* (SPSS).

Na Tabela 4 apresenta-se uma síntese da definição das variáveis.

**Tabela 4 - Definição das variáveis dos modelos**

Variável	Definição	Hipótese/ Sinal esperado
Variáveis dependentes:		
QR	Qualidade dos Resultados medida pelo simétrico do valor absoluto dos <i>accruals</i> anormais determinados pelo modelo de Dechow e Dichev (2002), como se explica na secção 3.3.	H1
ROA	Rentabilidade dos Ativos ( <i>Return on Assets</i> ) medida pelo rácio entre Resultado Líquido do Período e Total do Ativo	H2
QTobin	Q de Tobin = (Valor de mercado + Passivo) / Total do ativo	H3
Variáveis independentes:		
GEN:		
PMUL	Proporção de mulheres no CA, dado pelo rácio entre o n.º de mulheres no CA e o n.º total de membros do CA	+
1MUL	Variável dicotómica que assume o valor 1 quando existe pelo menos 1 mulher no CA e o valor 0 se o contrário	+
3MUL	Variável dicotómica que assume o valor 1 quando existe pelo menos 3 mulheres no CA e o valor 0 se o contrário	+
BLAU	<i>Blau Index</i> = Índice Blau de medida de diversidade de género	+
SHANNON	<i>Shannon Index</i> = Índice Shannon de medida de diversidade de género	+
30%MUL	Variável dicotómica que assume o valor 1 quando a percentagem de mulheres no CA é de, pelo menos, 30%, e o valor 0 se o contrário	+
20%MUL	Variável dicotómica que assume o valor 1 quando a percentagem de mulheres no CA é de, pelo menos, 20%, e o valor 0 se o contrário	+
CEOMUL	Variável dicotómica que assume o valor 1 quando CEO é mulher e valor 0 se o contrário	+
CFOMUL	Variável dicotómica que assume o valor 1 quando CFO é mulher e valor 0 se o contrário	+
Variáveis de controlo:		
DIM	Dimensão da empresa, definida pelo logaritmo do Total do Ativo	+
END	Rácio de endividamento, definido pelo rácio entre Total do Passivo e Total do Ativo	?

### 3.3. Medição da qualidade dos resultados

Para medir a qualidade dos resultados recorre-se ao Modelo de Dechow e Dichev (2002), cuja representação é a seguinte:

$$ACP_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 FCO_{i,t-1} + \beta_2 FCO_{i,t} + \beta_3 FCO_{i,t+1} + \varepsilon_{i,t}$$

Onde:

*ACP*: *Accruals* de curto prazo da empresa, calculados pela diferença entre o resultado operacional e o fluxo de caixa das atividades operacionais.

*FCO*: Fluxo de caixa das atividades operacionais.

$\varepsilon$ : Erro de estimação do modelo

*i* e *t*: Identificam, respetivamente, a empresa e o ano.

Todas as variáveis são deflacionadas pelo ativo médio do período.

O modelo proposto por Dechow e Dichev, (2002) parte da relação que se estabelece ao longo do tempo entre os fluxos de caixa e os *accruals*, modelizando os *accruals* normais de curto prazo em função dos fluxos de caixa dos períodos anterior, corrente e futuro. Sendo os *accruals* ajustamentos temporários que antecipam ou adiam o reconhecimento dos fluxos de caixa, os *accruals* de curto prazo da empresa *i* no período *t* ( $ACP_{i,t}$ ), são função dos fluxos de caixa do período anterior ( $FCO_{i,t-1}$ ), corrente ( $FCO_{i,t}$ ) e seguinte ( $FCO_{i,t+1}$ ). Os *accruals* anormais são dados pelos resíduos obtidos na estimação do modelo ( $\varepsilon_{i,t}$ ) e traduzem o erro de previsão dos *accruals* relativamente aos fluxos de caixa. Os *accruals* anormais representam o efeito, nos resultados, da discricionariedade do gestor e dos erros não intencionais associados à aplicação das normas contabilísticas, considerando-se que quanto maior for o seu valor absoluto, menor é a capacidade dos resultados auxiliarem na previsão dos fluxos de caixa futuros, ou seja, menor é a sua qualidade (Carmo, 2013)

No sentido de facilitar a leitura dos resultados, a qualidade dos resultados é medida pelo simétrico do valor absoluto dos *accruals* anormais, ou seja,  $-|\varepsilon_{i,t}|$ .

### 3.4. Seleção e caracterização da amostra

A seleção da amostra foi condicionada pela disponibilidade de informação para o cálculo das variáveis dos modelos. As variáveis necessárias ao cálculo da variável qualidade dos resultados (QR), desempenho (ROA) e as variáveis de controlo (DIM e END) exigem a recolha de informação a partir do Balanço e da Demonstração dos Resultados, tendo-se recorrido,

para tal, à base de dados SABI<sup>4</sup>. As variáveis relativas à diversidade de género (GEN) foram recolhidas a partir dos relatórios de Governo das Sociedades. Por fim, da variável Q de Tobin (QTOBIN) para além de informação de balanço recolhida na base de dados SABI, exige informação sobre o valor de mercado, que foi calculado multiplicando o número de ações que constituem o capital social da empresa (obtido a partir da base de dados SABI) pela cotação das ações da empresa a 31/12 (obtida a partir do site do Jornal de Negócios<sup>5</sup>).

O processo de seleção das empresas a incluir na amostra iniciou-se recorrendo à base de dados SABI, impondo-se como critério de pesquisa que as mesmas fossem cotadas em bolsa e tivessem disponíveis contas não consolidadas para os anos de 2010 a 2019. O período escolhido corresponde aos anos de informação disponível da base de dados SABI. Este primeiro critério permitiu encontrar 55 empresas. Considerou-se adequado retirar as sociedades anónimas desportivas, bancos e empresas cuja data de fecho é diferente de 31/12, na medida em que as diferenças existentes nas regras contabilísticas destes setores e no respetivo ciclo operacional, pode gerar distorções no cálculo dos *accruals* e da variável de desempenho. Também se retirou uma empresa com capitais próprios negativos e empresas para as quais a base de dados SABI não dispunha de informação para todas as variáveis. Este processo permitiu chegar a 39 empresas e a 10 anos de informação. Para estas empresas, apenas foi possível obter o respetivo relatório de Governo das Sociedades, para 29.

O cálculo dos *accruals* pelo Modelo de Dechow e Dichev (2002) exige três anos de informação consecutivos, o que significa que apenas é possível calcular a medida de qualidade dos resultados (QR) para o período de 2011 a 2018, o que se traduz numa amostra final de 29 empresas e 8 anos, num total de 232 observações. Observou-se ainda que não existiam dados disponíveis para calcular o valor de mercado para todos os anos daquele período, pelo que a estimação do Modelo 3 é realizada apenas para 210 observações.

O processo de seleção da amostra é sintetizado na Tabela 5. Na Tabela 14, em Apêndice, são identificadas as empresas da amostra.

---

<sup>4</sup> SABI é o acrónimo de Sistema de Análise de Balanços Ibéricos. Esta base de dados contém informação sobre empresas portuguesas e espanholas e é comercializada pelo *Bureau van Dijk*. A mesma foi consultada na Universidade de Aveiro, na versão 107.00, a 10/02/2021.

<sup>5</sup> <https://www.jornaldenegocios.pt/cotacoes/estatisticas>

**Tabela 5 - Seleção da amostra**

<b>Critério de seleção</b>	<b>N.º de empresas</b>	<b>N.º de observações</b>
Empresas constantes da base de dados SABI, com valores cotados, cuja bolsa principal é a Euronext Lisbon, com contas não consolidadas para os anos 2010 a 2019	55	550
Empresas após eliminar sociedades anónimas desportivas, bancos e empresas cuja data de fecho é diferente de 31/12	49	490
Empresas após retirar aquelas para as quais não existe na base de dados SABI informação no balanço ou na demonstração dos resultados para o cálculo de todas as variáveis e aquelas em que os capitais próprios são negativos	39	390
Empresas após retirar aquelas que não dispunham de Relatório de Governo das Sociedades para todos os anos	29	290
Observações após calcular as variáveis do Modelo de Dechow e Dichev (2002), que exige 3 anos consecutivos de informação (período 2011 a 2018)	29	232
Observações com informação sobre o valor de mercado da empresa no período 2011 a 2018 (apenas para o Modelo 3)	29	210

Na Tabela 6 apresenta-se uma caracterização da amostra, em termos de diversidade de género.

**Tabela 6 - Caracterização da amostra em termos de diversidade de género**

	<b>N.º de empresas</b>	<b>N.º de observações</b>	<b>Observações sem informação disponível</b>
O cargo de Presidente do CA ( <i>Chair</i> ) é ocupado por uma mulher	1	3	0
O CEO ( <i>Chief Executive Officer</i> ) é uma mulher	2	14	18
O CFO ( <i>Chief Financial Officer</i> ) é uma mulher	4	27	73
Existem pelo menos 30% de mulheres no CA	8	28	0
Existem pelo menos 20% de mulheres no CA	17	64	0
	<b>Mínimo</b>	<b>Máximo</b>	<b>Observações sem informação disponível</b>
Número de mulheres no CA	0	5	0
Número de membros independentes no CA que são mulheres	0	3	3
Número de membros não executivos no CA que são mulheres	0	5	0

Uma primeira análise aos dados recolhidos sobre a diversidade de género, e sistematizados na Tabela 6, permite concluir que, das 29 empresas para as quais se recolheu informação, apenas uma, a Galp Energia, em três anos (2016, 2017 e 2018) tem uma mulher no cargo de Presidente do Conselho de Administração (*Chair*).

No que respeita ao número de mulheres que integram os CA das empresas analisadas, observa-se que vão desde zero, ou seja empresas que não têm nenhuma mulher no CA como acontece na empresa CTT, NOS, e REN, que não têm mulheres no CA no ano 2011; ou como a The Navigator Company e a Reditus que não têm nenhuma mulher no CA de 2010 até 2018; até ao número máximo de 5, como acontece com a NOS de 2013 a 2015 e com a Mota-Engil, em 2018. De salientar que, no total de observações, apenas 17 empresas têm mais de 20% de mulheres no CA, sendo que, destas, apenas 8 empresas têm mais de 30% de mulheres no CA.

Na Tabela 15, em Apêndice, apresenta-se a percentagem de mulheres no CA, em cada um dos anos da amostra, observando-se que, apesar dos limites impostos pela Lei n.º 62/2017, das 29 empresas que constituem a amostra, no ano de 2018, 11 empresas ainda estava abaixo dos 20%. Embora estes dados não permitam concluir que as empresas estejam a incumprir com aquela Lei, pois os limites referem-se às nomeações que ocorram após 1 de janeiro de 2018 (20%) e após 1 de janeiro de 2020 (33%), a análise da Tabela 15 permite perceber que as empresas têm adotado diferentes comportamentos, desde garantir de imediato os 33% ou indo além desse limite, como é o caso do Grupo Média Capital, da Sonae e da Sonaecom; ou aumentar faseadamente, como acontece com a Ramada; até aquelas que parecem adiar até ao último momento, como é o caso de 11 empresas.

Quanto ao número de membros independentes ou não executivos, que são mulheres, das 29 empresas da amostra 17 não têm, em nenhum ano, mulheres independentes no CA e 9 não têm mulheres não executivas no CA. De entre as 12 empresas que em algum dos anos têm mulheres independentes, estes números vão de um mínimo de 1 a um máximo de 3. De entre as 20 empresas que em algum dos anos têm mulheres não executivas, estes números vão de um mínimo de 1 a um máximo de 5. O reduzido número de empresas com mulheres independentes ou não executivas nos CA, bem como a existência de apenas uma empresa onde o *Chair* é uma mulher torna pouco relevante uma análise destes aspetos, pelo que não se considerou no modelo nenhuma variável que medisse estas dimensões da diversidade de género.

Em relação à posição de CEO, apenas duas empresas têm mulheres neste cargo como é o caso da empresa Estoril-Sol e Grupo Média Capital. No que diz respeito à posição de CFO apenas quatro mulheres ocupavam este cargo nas empresas Corticeira Amorim; Grupo Média Capital; Ibersol; e Vista Alegre Atlantis. É de salientar que este tipo de informação não é divulgada por muitas empresas, como se pode constatar pelo número de observações sem informação.

**Tabela 7 - Caracterização da amostra em termos de dados contabilísticos e de mercado  
(valores em milhares de euros)**

	Mínimo	Média	Máximo	Observações sem informação disponível
Total do ativo	46.770	1.908.025	24.144.755	0
Total do passivo	1.360	1.086.002	16.700.186	0
Total do capital próprio	19.616	822.023	7.484.917	0
Resultado líquido do período	-782.767	74.274,4	959.024	0
Valor de mercado	1.244	1.579.394	11.818.197	22

Na Tabela 7 são apresentados um conjunto de dados que permitem caracterizar as empresas da amostra em termos de dados económico-financeiros. Como consequência do processo de seleção da amostra, todas as empresas evidenciam capitais próprios positivos, embora existam empresas com resultados líquidos negativos, pelo menos em algum dos anos da amostra. Atendendo apenas ao total do ativo, estamos perante grandes empresas. Considerando os valores mínimos do capital próprio e do valor de mercado, existirão na amostra empresas cujos valores de mercado se encontram abaixo do valor contabilístico.

### 3.5. Resultados

#### 3.5.1. Estatísticas descritivas e testes à normalidade

Na Tabela 8 apresentam-se as estatísticas descritivas relativas às variáveis dos modelos.

A estatísticas descritivas apresentadas na Tabela 8 permitem observar que existem observações para as quais a qualidade dos resultados (QR) atinge o valor máximo possível, que é zero, ou seja, ausência de *accruals* anormais. Quanto à rentabilidade dos ativos (ROA), na linha do observado na Tabela 8, estamos na presença de algumas empresas com resultados negativos de elevada magnitude o que torna o ROA, em termos médios, próximo do zero. O valor mínimo do Q de Tobin também permite corroborar a ideia de que existem empresas cujo valor de mercado se encontra abaixo do valor contabilístico, mas os valores médios e máximos demonstram que essa não será a regra das empresas da amostra.

**Tabela 8 - Estatísticas descritivas das variáveis contínuas dos modelos**

	Mínimo	Média	Máximo	Desvio-padrão
QR	-2,478	-0,077	0	0,184
ROA	-2,912	0,009	0,554	0,269
Q de Tobin	0,274	1,339	7,001	1,150
PMUL	0	0,125	0,444	0,123
BLAU	0	0,188	0,494	0,166
SHANNON	0	0,129	0,298	0,106
DIM	4,670	5,764	7,383	0,638
END	0,001	0,421	0,866	0,222

Quanto às variáveis relativas à diversidade de género, os valores mínimos apresentados na Tabela 8 para as variáveis, proporção de mulheres (PMUL), *Blau Index* (BLAU) e *Shannon Index* (SHANNON), corroboram a existência de empresas onde, em pelo menos algum dos anos da amostra, não existem mulheres no CA. A Tabela 9, onde são apresentadas as estatísticas das variáveis dicotómicas, corrobora o número reduzido de observações onde os cargos de CEO e CFO são ocupados por mulheres.

Quanto às variáveis de controlo, apenas há a salientar o facto de, em termos médios, o rácio de endividamento rondar os 42%, havendo observações onde esse rácio chega ao máximo de 87%, o que constitui um valor bastante elevado e revelador da existência de empresas muito alavancadas.

**Tabela 9 - Frequências absolutas das variáveis dicotómicas dos modelos**

	1	0	Observações sem informação disponível
1MUL	150	82	0
3MUL	33	199	0
30%MUL	28	204	0
20%MUL	64	168	0
CEOMUL	14	200	18
CFOMUL	27	132	73

A utilização do modelo de regressão linear exige que as variáveis sigam uma distribuição normal. Como se pode observar pelos testes de aderência à normalidade de *Kolmogorov-Smirnov* com a correção de *Lilliefors* e teste de *Shapiro-Wilks*, apresentados na Tabela 10, a

generalidade das variáveis não segue uma distribuição normal (p-value < 0,05). Assim, procedeu-se à normalização das variáveis originais, através da transformação de Blom (Blom, 1958), e toda a análise que se seguirá será efetuada com base nas variáveis transformadas.

**Tabela 10 - Testes de aderência à normalidade**

	Kolmogorov-Smirnov <sup>a</sup>			Shapiro-Wilk		
	Estatística	df	p-value	Estatística	df	p-value
QR	0,337	210	0,000	0,338	210	0,000
ROA	0,331	210	0,000	0,344	210	0,000
Q de Tobin	0,238	210	0,000	0,680	210	0,000
PMUL	0,205	210	0,000	0,880	210	0,000
BLAU	0,229	210	0,000	0,874	210	0,000
SHANNON	0,243	210	0,000	0,852	210	0,000
DIM	0,145	210	0,000	0,953	210	0,000
END	0,075	210	0,006	0,966	210	0,000

As variáveis seguem as definições da Tabela 4.

<sup>a</sup> Correção de significância de *Lilliefors*.

\* Limite inferior do verdadeiro significado.

### 3.5.2. Análise bivariada

Para aferir sobre a existência de uma relação linear entre as variáveis em análise, procedeu-se à determinação dos coeficientes de correlação de *Pearson* (para as variáveis contínuas) e de *Spearman* (para as variáveis categóricas), como constam da Tabela 11.

A análise à Tabela 11 permite concluir que a variável qualidade dos resultados (QR) apenas evidencia uma correlação positiva e estatisticamente significativa com a variável endividamento (END). Este resultado sugere a não existência de uma relação linear entre a qualidade dos resultados e as variáveis relativas à diversidade de género no CA, nem entre a qualidade dos resultados e a dimensão da empresa.

Quanto à variável desempenho (ROA) observa-se que a mesma está correlacionada positiva e significativamente com as variáveis: proporção de mulheres (PMUL), *Blau Index* (BLAU), *Shannon Index* (SHANNON), a existência de, pelo menos, 20% de mulheres no CA (20%MUL) e, ainda, com a variável de controlo dimensão (DIM). Este resultado sugere que a rentabilidade dos ativos está relacionada de uma forma linear pela proporção de mulheres que integram o CA, e que quanto maior for a proporção de mulheres neste órgão, maior é a rentabilidade dos ativos da empresa.

Tabela 11 - Matriz de correlação de Pearson e de Spearman

	QR	ROA	Q de Tobin	PMUL	BLAU	SHANNON	DIM	END	1MUL	3MUL	30%MUL	20%MUL	CEOMUL	CFOMUL
<b>Correlação de Pearson:</b>														
QR	1													
ROA	-0,042	1												
QTobin	-0,091	0,542**	1											
PMUL	0,058	0,160*	0,198**	1										
BLAU	0,058	0,160*	0,198**	1,000**	1									
SHANNON	0,058	0,160*	0,198**	1,000**	1,000**	1								
DIM	0,086	0,145*	0,236**	-0,068	-0,068	-0,068	1							
END	0,168*	-0,066	0,193**	-0,130*	-0,130*	-0,130*	0,320**	1						
<b>Correlação de Spearman:</b>														
1MUL	-0,012	0,111	0,149*	0,847**	0,847**	0,847**	-0,034	-0,107	1					
3MUL	0,021	0,106	0,195**	0,505**	0,505**	0,505**	0,182**	0,081	0,301**	1				
30%MUL	0,096	0,060	0,046	0,577**	0,577**	0,577**	0,059	-0,212**	0,274**	0,417**	1			
20%MUL	-0,032	0,138*	0,251**	0,792**	0,792**	0,792**	-0,095	-0,107	0,456**	0,467**	0,600**	1		
CEOMUL	0,045	0,106	-0,063	0,084	0,084	0,084	-0,250**	-0,230**	0,194**	0,048	0,070	-0,036	1	
CFOMUL	0,121	0,084	0,088	0,207**	0,207**	0,207**	-0,215**	-0,445**	0,081	0,090	0,453**	0,184*	0,507**	1

Legenda:

\* e \*\* indicam correlação estatisticamente significativa, respetivamente, a menos de 5% e 1% (bilateral).

As variáveis seguem as definições da Tabela 4.

Quanto ao valor de mercado, medido pelo Q de Tobin, o mesmo evidencia um coeficiente positivo e significativo com todas as variáveis, exceto com a existência de, pelo menos, 30% de mulheres no CA (30%MUL), com a ocupação do cargo de CEO (CEOMUL) ou de CFO (CFOMUL), para as quais a correlação não é significativa.

A correlação mais elevada entre variáveis independentes é de 0,847 e é observada entre as variáveis que captam a presença de pelo menos uma mulher no CA (1MUL) e as variáveis proporção de mulheres (PMUL), *Blau Index* (BLAU) e *Shannon Index* (SHANNON) o que decorre da própria construção destas variáveis. No entanto, como estas variáveis não serão incluídas simultaneamente nos modelos, não se colocam problemas de multicolinearidade entre elas. No que respeita à correlação entre as variáveis independentes que serão introduzidas nos modelos, a correlação mais elevada é de 0,320 e corresponde às variáveis DIM e END. Estes valores para os coeficientes de correlação não suscitam problemas de multicolinearidade entre as variáveis independentes dos modelos.

### **3.5.3. Análise multivariada**

Os resultados da estimação dos modelos de regressão linear que permitem testar as hipóteses de investigação são apresentados na Tabela 12, respetivamente no Painel A, a H1, onde a variável dependente é a qualidade dos resultados (QR), no Painel B, a H2, onde a variável dependente é a rentabilidade dos ativos (ROA) e no Painel C, a H3, onde a variável dependente é o valor da empresa medida pelo Q de Tobin (QTOBIN).

Como se explicou na secção 3.1 cada uma daquelas hipóteses é desagregada em várias, correspondendo cada uma a uma medida de diversidade de género: a) proporção de mulheres no CA (PMUL); b) existência de pelo menos 1 mulher no CA (1MUL); c) existência de pelo menos 3 mulheres no CA (3MUL); d) o *Blau Index* (BLAU); e) o *Shannon Index* (SHANNON); f) a existência de, pelo menos, 30% de mulheres no CA (30%MUL); g) a existência de, pelo menos, 20% de mulheres no CA (20%MUL); h) a presença de mulher no cargo de CEO (CEOMUL); e i) a presença de mulher no cargo de CFO (CFOMUL). Desta forma, cada um dos modelos dá origem a nove, cada um correspondendo a cada uma das variáveis de diversidade de género a testar.

Tal como se explicou na secção 3.4, a estimação dos modelos onde a variável dependente é a qualidade dos resultados (QR) e o desempenho (ROA) é feita para 232 observações e a estimação do modelo onde a variável dependente é o valor de mercado (Q de Tobin) é feita para 210 observações. São exceção a esta regra as estimações onde a diversidade de género

é medida pelas variáveis CEOMUL e CFOMUL, onde aqueles números são inferiores como consequência da indisponibilidade de informação para estas variáveis em algumas observações.

A análise aos  $R^2$  ajustados dos vários painéis da Tabela 12 permite concluir que todos os modelos revelam um bom poder explicativo, com as variáveis independentes a explicarem entre 52,1% (Painel B, H2b) e 76,3% (Painel C, H3g) da variação na variável dependente.

Com a análise à estatística F, conclui-se que em todos os modelos, em todas as estimações, o teste realizado é significativo, ou seja, as variáveis independentes, conjuntamente consideradas, contribuem significativamente para explicar a variação na variável independente.

A análise ao Painel A da Tabela 12 permite observar que a qualidade dos resultados (QR) não é determinada por nenhuma das variáveis representativas da diversidade de género, com exceção da presença de uma mulher no cargo de CEO (CEOMUL), sendo esse efeito positivo e significativo, como esperado. No que respeita às variáveis de controlo, o endividamento (END) não evidencia coeficientes estatisticamente significativos e a dimensão (DIM) evidencia coeficientes estatisticamente significativos e negativos, na generalidade das estimações, permitindo concluir que as empresas de maior dimensão têm pior qualidade dos resultados, o que vai ao encontro do resultado obtido por Paiva et al. (2020).

A análise ao Painel B da Tabela 12 permite concluir que a Rentabilidade dos Ativos (ROA) não é explicada por nenhuma variável de diversidade de género, com exceção da presença de uma mulher no cargo de CEO (CEOMUL) e a existência de, pelo menos, 20% de mulheres no CA (20%MUL), sendo esse efeito positivo e significativo, como esperado. Relativamente às variáveis de controlo, o endividamento (END) não evidencia coeficientes estatisticamente significativos e a dimensão (DIM) apresenta coeficientes estatisticamente significativos e positivos em todas as estimações, o que denota que as empresas de maior dimensão são mais rentáveis, tal como observou Vieira (2018).

**Tabela 12 - Resultados da estimação dos modelos**

Painel A – Modelo 1 (variável dependente: QR)									
	H1a	H1b	H1c	H1d	H1e	H1f	H1g	H1h	H1i
Constante	-1,094** (-4,241)	-1,161** (-4,765)	-1,170** (-4,802)	-1,094** (-4,241)	-1,094** (-4,241)	-1,158** (-4,752)	-1,161** (-4,757)	-1,049 (-1,539)	-1,051 (-1,639)
PMUL	0,069 (0,790)								
1MUL		0,154 (0,831)							
3MUL			-0,207 (-1,056)						
BLAU				0,069 (0,790)					
SHANNON					0,069 (0,790)				
30%MUL						0,129 (0,692)			
20%MUL							-0,024 (-0,168)		
CEOMUL								1,474* (1,992)	
CFOMUL									-0,751 (-1,673)
DIM	-0,448* (-2,439)	-0,443* (-2,415)	-0,426* (-2,312)	-0,448* (-2,439)	-0,448* (-2,439)	-0,448* (-2,443)	-0,446* (-2,425)	-0,375 (-1,876)	-0,249 (-1,008)
END	0,134 (1,378)	0,125 (1,295)	0,107 (1,101)	0,134 (1,378)	0,134 (1,378)	0,130 (1,346)	0,121 (1,226)	0,111 (1,070)	0,038 (0,312)
Efeitos fixos por empresa	Sim	Sim	Sim						
N	232	232	232	232	232	232	232	214	159
R <sup>2</sup> Ajustado	55,1%	55,2%	55,2%	55,1%	55,1%	55,1%	55%	53,6%	53,0%
Estat. F (p-value)	10,158** (0,000)	10,163** (0,000)	10,198** (0,000)	10,158** (0,000)	10,158** (0,000)	10,146** (0,000)	10,108** (0,000)	9,195** (0,000)	7,601** (0,000)

As variáveis seguem as definições da Tabela 4.

\* e \*\* indicam significância estatística a menos de 5% e 1%, respectivamente.

Estimativas de parâmetro com erros-padrão robustos pelo método HC3.

**Tabela 12 (cont.) - Resultados da estimação dos modelos**

<b>Painel B – Modelo 2 (variável dependente: ROA)</b>									
	<b>H2a</b>	<b>H2b</b>	<b>H2c</b>	<b>H2d</b>	<b>H2e</b>	<b>H2f</b>	<b>H2g</b>	<b>H2h</b>	<b>H2i</b>
Constante	-0,391 (-1,471)	- 0,486 (- 1,930)	-0,480 (-1,905)	-0,391 (-1,471)	-0,391 (-1,471)	-0,484 (-1,925)	-0,471 (-1,894)	-0,867 (-1,351)	-0,891 (-1,457)
PMUL	0,099 (1,097)								
1MUL		- 0,013 (-0,066)							
3MUL			0,146 (0,724)						
BLAU				0,099 (1,097)					
SHANNON					0,099 (1,097)				
30%MUL						0,144 (0,749)			
20%MUL							0,348* (2,394)		
CEOMUL								1,703* (2,444)	
CFOMUL									0,221 (0,515)
DIM	1,025** (5,419)	1,025** (5,403)	1,010** (5,304)	1,025** (5,419)	1,025** (5,419)	1,024** (5,406)	1,008** (5,385)	0,898** (4,765)	1,117** (4,739)
END	-0,109 (-1,087)	- 0,123 (-1,235)	-0,111 (-1,103)	-0,109 (-1,087)	-0,109 (-1,087)	-0,116 (-1,159)	-0,075 (-0,749)	-,065 (-0,667)	-0,167 (-1,439)
Efeitos fixos por empresa	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
N	232	232	232	232	232	232	232	214	159
R <sup>2</sup> Ajustado	52,4%	52,1%	52,2%	52,4%	52,4%	52,2%	53,4%	58,7%	58,0%
Estat. F (p-value)	9,189** (0,000)	9,095** (0,000)	9,136** (0,000)	9,189** (0,000)	9,189** (0,000)	9,139** (0,000)	9,541** (0,000)	11,108** (0,000)	9,089** (0,000)

As variáveis seguem as definições da Tabela 4.

\* e \*\* indicam significância estatística a menos de 5% e 1%, respectivamente.

Estimativas de parâmetro com erros-padrão robustos pelo método HC3.

**Tabela 12 (cont.) - Resultados da estimação dos modelos**

<b>Painel C – Modelo 3 (variável dependente: Q de Tobin)</b>									
	<b>H3a</b>	<b>H3b</b>	<b>H3c</b>	<b>H3d</b>	<b>H3e</b>	<b>H3f</b>	<b>H3g</b>	<b>H3h</b>	<b>H3i</b>
Constante	-0,855** (-4,492)	-1,096** (-5,971)	-1,082** (-5,959)	-0,855** (-4,492)	-0,855** (-4,492)	-1,088** (-6,069)	-1,072** (-6,137)	-0,868 (-1,734)	-1,076* (-2,237)
PMUL	0,247** (3,511)								
1MUL		0,076 (0,519)							
3MUL			0,340* (2,098)						
BLAU				0,247** (3,511)					
SHANNON					0,247** (3,511)				
30%MUL						0,451** (2,965)			
20%MUL							0,452** (4,328)		
CEOMUL								0,877 (1,613)	
CFOMUL									1,292* (2,403)
DIM	0,221 (1,601)	0,230 (1,618)	0,202 (1,427)	0,221 (1,601)	0,221 (1,601)	0,223 (1,602)	0,199 (1,463)	0,265 (1,745)	0,637** (3,314)
END	0,216** (2,973)	0,176* (2,369)	0,203** (2,729)	0,216** (2,973)	0,216** (2,973)	0,200** (2,748)	0,240** (3,332)	0,113 (1,438)	0,159 (1,692)
Efeitos fixos por empresa	Sim	Sim	Sim						
N	210	210	210	210	210	210	210	195	144
R <sup>2</sup> Ajustado	76,3%	74,7%	75,2%	76,3%	76,3%	75,8%	77%	74,3%	72,6%
Estat. F (p-value)	22,666** (0,000)	20,867** (0,000)	21,483** (0,000)	22,666** (0,000)	22,666** (0,000)	22,139** (0,000)	23,623** (0,000)	19,659** (0,000)	15,565** (0,000)

As variáveis seguem as definições da Tabela 4.

\* e \*\* indicam significância estatística a menos de 5% e 1%, respectivamente.

Estimativas de parâmetro com erros-padrão robustos pelo método HC3.

A análise ao Painel C da Tabela 12 permite observar que o valor de mercado, medido pelo Q de Tobin, é determinado pela relação positiva e significativa com as variáveis representativas da diversidade de género PMUL, 3MUL, BLAU, SHANNON, 30%MUL, 20%MUL e CFOMUL. Em relação às variáveis de controlo, a dimensão (DIM) não evidencia coeficientes estatisticamente significativos, à exceção da variável CFOMUL e o endividamento (END) evidencia coeficientes estatisticamente significativos e positivos, na generalidade das estimações, indicando que um maior endividamento está associado a um maior valor de mercado, o que é um resultado distinto do obtido por outros autores noutros países (e.g. Isidro & Sobral, 2015; Reguera-Alvarado et al., 2017).

#### **3.5.4. Testes de robustez**

Com o objetivo de avaliar a sensibilidade dos resultados, realizou-se um teste, apresentado nos vários painéis da Tabela 13, que consiste em substituir nos modelos 1, 2 e 3 a variável de controlo dimensão determinada pelo logaritmo do total do ativo (DIM), pela variável dimensão determinada pelo logaritmo do valor de mercado (DIMK).

Comparando os resultados do Painel A da Tabela 13 com os do Painel A da Tabela 12, observa-se que a variável relativa à presença de uma mulher na posição de CEO (CEOMUL) continua a evidenciar uma relação positiva e estatisticamente significativa com a qualidade dos resultados e, contrariamente ao que sucedia na estimação inicial, agora o coeficiente da variável relativo à presença de uma mulher no cargo de CFO (CFOMUL) também é significativo. Os resultados sugerem que a qualidade dos resultados é determinada pela presença de uma mulher no cargo de CEO, não sendo determinante para aquela qualidade, a proporção ou presença de mulheres no CA. Quanto ao efeito da presença de uma mulher no cargo de CFO os resultados não são conclusivos. Desta forma, apenas é corroborada a hipótese 1h, rejeitando-se as restantes hipóteses relativas ao efeito da diversidade de género na qualidade dos resultados.

Quando se comparam os resultados do Painel B da Tabela 13 com os do Painel B da Tabela 12, observa-se que as variáveis relativas à presença de uma mulher na posição de CEO (CEOMUL) e à presença de, pelo menos, 20% de mulheres no CA (20%MUL), deixam de evidenciar uma relação estatisticamente significativa com o desempenho. Deste modo, o efeito destas variáveis no desempenho não é conclusivo e nenhuma das hipóteses formuladas quanto ao efeito da diversidade de género no desempenho é corroborada.

Relativamente ao efeito da diversidade de género no valor de mercado, quando se comparam os resultados do Painel C da Tabela 13 com os do Painel C da Tabela 12 verifica-se que várias variáveis relativas à proporção de mulheres no CA continuam a evidenciar coeficientes estatisticamente significativos (PMUL, BLAU, SHANNON, 30%MUL e 20%MUL), tendo deixado de ser significativos os coeficientes relativos à presença de, pelo menos, 3 mulheres no CA (3MUL) e à atribuição do cargo de CFO a uma mulher (CFOMUL). De salientar que os maiores efeitos no valor de mercado ocorrem para as variáveis relativas à presença de pelo menos 20% de mulheres e 30% de mulheres no CA (20%MUL e 30% MUL), que evidenciam os maiores coeficientes, quer no Painel A da Tabela 12 (0,452 e 0,451, respetivamente), quer no Painel A da Tabela 13 (0,335 e 0,361, respetivamente). Nesta linha, os resultados confirmam uma relação positiva entre várias variáveis relativas à diversidade de género do CA e o valor de mercado da empresa. A presença de uma mulher no cargo de CEO não parece determinar o valor de mercado e no que respeita ao efeito da presença de uma mulher no cargo de CFO, os resultados são inconclusivos. Desta forma, apenas são corroboradas as hipóteses 3a, 3d, 3e, 3f e 3g.

**Tabela 13 - Resultados dos testes de robustez à variável de controlo dimensão**

<b>Painel A – Modelo 1 (variável dependente: QR)</b>									
Constante	-1,334** (-5,152)	-1,447** (-5,928)	-1,442** (-5,879)	-1,334** (-5,152)	-1,334** (-5,152)	-1,443** (-5,892)	-1,442** (-5,883)	-1,447* (-2,086)	-1,339* (-2,060)
PMUL	0,124 (1,249)								
1MUL		0,253 (1,285)							
3MUL			-0,005 (-0,024)						
BLAU				0,124 (1,249)					
SHANNON					0,124 (1,249)				
30%MUL						0,140 (0,664)			
20%MUL							0,015 (0,100)		
CEOMUL								1,885* (2,541)	
CFOMUL									1,792* (2,552)
DIMK	-0,426** (-2,790)	-0,411** (-2,720)	-0,394* (-2,556)	-0,426** (-2,790)	-0,426** (-2,790)	-0,402** (-2,654)	-0,397* (-2,598)	-0,352* (-2,257)	-0,232 (-1,331)
END	0,054 (0,602)	0,037 (0,422)	0,032 (0,365)	0,054 (0,602)	0,054 (0,602)	0,040 (0,458)	0,035 (0,387)	0,044 (0,465)	0,026 (0,213)
Efeitos fixos por empresa	Sim	Sim	Sim						
N	210	210	210	210	210	210	210	195	144
R <sup>2</sup> Ajustado	55,3%	55,3%	54,9%	55,3%	55,3%	55%	54,9%	54%	51,8%
Estat. F (p-value)	9,341** (0,000)	9,349** (0,000)	9,210** (0,000)	9,341** (0,000)	9,341** (0,000)	9,247** (0,000)	9,211** (0,000)	8,587** (0,000)	6,919** (0,000)

As variáveis seguem as definições da Tabela 4.

\* e \*\* indicam significância estatística a menos de 5% e 1%, respetivamente.

Estimativas de parâmetro com erros-padrão robustos pelo método HC3.

**Tabela 13 (cont.) - Resultados dos testes de robustez à variável de controlo dimensão**

<b>Painel B – Modelo 2 (variável dependente: ROA)</b>									
Constante	0,182 (0,709)	0,158 (0,657)	0,152 (0,631)	0,182 (0,709)	0,182 (0,709)	0,152 (0,633)	0,148 (0,620)	-0,041 (-0,066)	-0,006 (-0,009)
PMUL	0,032 (0,327)								
1MUL		-0,230 (-1,185)							
3MUL			0,038 (0,171)						
BLAU				0,032 (0,327)					
SHANNON					0,032 (0,327)				
30%MUL						0,206 (0,996)			
20%MUL							0,247 (1,698)		
CEOMUL								0,869 (1,309)	
CFOMUL									0,684 (1,015)
DIMK	0,841** (5,572)	0,864** (5,803)	0,844** (5,561)	0,841** (5,572)	0,841** (5,572)	0,838** (5,632)	0,813** (5,453)	0,738** (5,291)	0,646** (3,856)
END	0,150 (1,702)	0,141 (1,633)	0,147 (1,675)	0,150 (1,702)	0,150 (1,702)	0,156 (1,791)	0,177* (2,017)	0,154 (1,828)	0,014 (0,124)
Efeitos fixos por empresa	Sim	Sim							
N	210	210	210	210	210	210	210	195	144
R <sup>2</sup> Ajustado	54,3%	54,6%	54,2%	54,3%	54,3%	54,5%	55%	61,4%	53,3%
Estat. F (p-value)	8,999** (0,000)	9,107** (0,000)	8,993** (0,000)	8,999** (0,000)	8,999** (0,000)	9,073** (0,000)	9,229** (0,000)	11,305** (0,000)	7,285** (0,000)

As variáveis seguem as definições da Tabela 4.

\* e \*\* indicam significância estatística a menos de 5% e 1%, respetivamente.

Estimativas de parâmetro com erros-padrão robustos pelo método HC3.

**Tabela 13 (cont.) - Resultados dos testes de robustez à variável de controlo dimensão**

<b>Painel C – Modelo 3 (variável dependente: Q de Tobin)</b>									
Constante	-0,554** (-3,766)	-0,685** (-4,846)	-0,689** (-4,876)	-0,554** (-3,766)	-0,554** (-3,766)	-0,688** (-4,991)	-0,693** (-5,123)	0,004 (0,012)	0,015 (0,044)
PMUL	0,151** (2,688)								
1MUL		-0,032 (-0,284)							
3MUL			0,094 (0,731)						
BLAU				0,151** (2,688)					
SHANNON					0,151** (2,688)				
30%MUL						0,361** (3,056)			
20%MUL							0,335** (4,072)		
CEOMUL								0,155 (0,377)	
CFOMUL									0,296 (0,815)
DIMK	0,921** (10,635)	0,962** (10,996)	0,947** (10,674)	0,921** (10,635)	0,921** (10,635)	0,941** (11,046)	0,912** (10,824)	0,973** (11,249)	1,111** (12,297)
END	0,222** (4,403)	0,196** (3,882)	0,203** (3,967)	0,222** (4,403)	0,222** (4,403)	0,217** (4,359)	0,242** (4,871)	0,128* (2,452)	0,256** (4,115)
Efeitos fixos por empresa	Sim	Sim	Sim						
N	210	210	210	210	210	210	210	195	144
R2 Ajustado	85,3%	84,7%	84,7%	85,3%	85,3%	85,4%	86%	85,2%	86,9%
Estat. F (p-value)	40,059** (0,000)	38,292** (0,000)	38,405** (0,000)	40,059** (0,000)	40,059** (0,000)	40,582** (0,000)	42,372** (0,000)	38,234** (0,000)	37,553** (0,000)

As variáveis seguem as definições da Tabela 4.

\* e \*\* indicam significância estatística a menos de 5% e 1%, respetivamente.

Estimativas de parâmetro com erros-padrão robustos pelo método HC3.

## 4. Conclusões

Esta dissertação teve como objetivo analisar, com base amostra de empresas portuguesas com valores cotados e o período de 2011 a 2018, o efeito da diversidade de género na qualidade dos resultados, no desempenho e no valor de mercado da empresa. A diversidade de género foi captada através de várias medidas identificadas na revisão de literatura e que contemplam a proporção ou presença de determinado número de mulheres no CA, e a ocupação por uma mulher do cargo de CEO e do cargo de CFO. A qualidade dos resultados foi medida através dos *accruals* anormais determinados pelo modelo de Dechow e Dichev (2002), o desempenho através do rácio de rentabilidade dos ativos e o valor de mercado através do Q de Tobin.

A evidência empírica obtida permite concluir que a qualidade dos resultados é influenciada, de forma positiva, apenas pela presença de uma mulher no cargo de CEO, não sendo determinante para a qualidade dos resultados a presença ou proporção de mulheres no CA ou a ocupação, por uma mulher, do cargo de CFO. Este resultado sugere, por um lado, que o efeito da presença de mulheres na qualidade dos resultados apenas é evidente num cargo onde as mesmas têm um maior poder de decisão, não decorrendo apenas da proporção ou presença de mulheres no CA. Por outro lado, o resultado obtido corrobora a ideia de que as mulheres, pelas suas características pessoais, são menos propensas a práticas de manipulação dos resultados, são mais cuidadosas na preparação da informação e preocupam-se com a empresa e com os seus *stakeholders* a mais longo prazo, comparativamente com os homens (Harris et al., 2019).

No que respeita ao desempenho, os resultados obtidos demonstram que a presença ou proporção de mulheres nos vários cargos analisados não parece ter nenhum efeito. Tal como refere Shehata et al. (2017), este resultado parece ir ao encontro da ideia de que, embora seja indiscutível que a presença de mulheres em órgãos de gestão proporciona importantes recursos à empresa, tais recursos levam algum tempo a produzirem efeitos económicos, neste caso, ao nível da rentabilidade dos ativos.

Os maiores efeitos económicos da diversidade de género surgem ao nível do valor de mercado, que evidencia uma relação positiva e estatisticamente significativa para várias variáveis relacionadas com a presença ou proporção de mulheres no CA, em particular, com a presença de, pelo menos, 20% de mulheres e 30% de mulheres no CA. Esta evidência permite concluir que o mercado valoriza a diversidade de género, apesar de não se observar

um efeito positivo da mesma no desempenho. Com este resultado o presente estudo proporciona um importante contributo quer para os órgãos de gestão das empresas, quer para os reguladores, fazendo prever que as medidas de promoção da diversidade de género, subjacentes à Lei n.º 62/2017, terão efeitos económicos positivos e, expectavelmente, ainda maiores, quando estiverem totalmente consolidadas.

Pese embora a importância dos contributos identificados, há que referir, como limitação deste estudo, que não foram testadas medidas alternativas da qualidade dos resultados com base, por exemplo, noutros modelos de *accruals*, ou medidas alternativas de desempenho, como por exemplo, a rentabilidade dos capitais próprios. Também não foram testadas outras características das mulheres, que enriqueceriam a análise dos efeitos da diversidade no CA, tais como, a nacionalidade e a formação académica. Nem foi analisado o papel de mulheres em comités específicos. Este tipo de análises pode ser efetuado em estudos futuros, desde que seja possível recolher a informação necessária para um número significativo de observações.

Uma outra limitação do presente estudo, prende-se com o facto da metodologia utilizada apenas permitir analisar o efeito, no desempenho, da presença ou proporção de mulheres no CA, não se analisando o efeito da sua participação efetiva nesse órgão. Daqui resulta uma sugestão de investigação futura, que seria, através de uma abordagem qualitativa, baseada em entrevistas, estudar o efetivo papel das mulheres nestas funções e como elas próprias se percecionam, em termos de características pessoais, em relação aos homens.

Quando se dispuser de um horizonte temporal de aplicação da Lei n.º 62/2017, mais lato, será também importante analisar o efeito da diversidade de género do CA (na qualidade dos resultados, no desempenho e no valor de mercado) antes e após aquela Lei.

## 5. Bibliografia

- Adams, R. B., & Funk, P. (2011). Beyond the glass ceiling: Does gender matter? *Management Science*, 58(2), 219–235. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1475152>
- Adams, R. B., & Kirchmaier, T. (2016). Women on boards in finance and STEM industries. *American Economic Review*, 106(5), 277–281. <https://doi.org/10.1257/aer.p20161034>
- 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>
- Alves, S. (2014). The effect of board independence on the earnings quality: Evidence from Portuguese listed companies. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 8(3), 23–44. <https://doi.org/10.14453/aabfj.v8i3.3>
- Arzubiaga, U., Iturralde, T., Maseda, A., & Kotlar, J. (2018). Entrepreneurial orientation and firm performance in family SMEs: The moderating effects of family, women, and strategic involvement in the board of directors. *International Entrepreneurship and Management Journal*, 14(1), 217–244. <https://doi.org/10.1007/s11365-017-0473-4>
- Baker, H. k., Pandey, N., Kumar, S., & Haldar, A. (2020). A bibliometric analysis of board diversity: Current status, development, and future research directions. *Journal of Business Research*, 108(August 2019), 232–246. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2019.11.025>
- Bilimoria, D. (2006). The relationship between women corporate directors and women corporate officers. *Journal of Managerial Issues*, 18(1), 47–61.
- Blau, P. M. (1977). *genderity : A Primitive Theory of Social ing responsibilities Policy tige jobs . Unemployed sociology graduate. Newyok Free Press*, 167–168.
- Blom, G. (1958). *Statistical Estimates and Transformed Beta-Variables. Wiley, New York.* <https://doi.org/10.2307/3614144>
- Bøhren, Ø., & Staubo, S. (2014). Does mandatory gender balance work? Changing organizational form to avoid board upheaval. *Journal of Corporate Finance*, 28, 152–168. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2013.12.005>

- Brahma, S., Nwafor, C., & Boateng, A. (2020). Board gender diversity and firm performance: The UK evidence. *International Journal of Finance and Economics*, June 2018, 1–16. <https://doi.org/10.1002/ijfe.2089>
- Broome, L. L., & Krawiec, K. D. (2008). Signaling through board diversity: Is anyone listening? *University of Cincinnati Law Review*, 77(2), 431–464.
- Byron, K., & Post, C. (2016). Women on Boards of directors and corporate social performance: A meta-analysis. *Corporate Governance: An International Review*, 24(4), 428–442.
- Calvo, L. C., & Alberto, F. P. (2009). El Control del Cumplimiento de la Información Financiera : Un Análisis Delphi de la Reacción Resumen : *Portuguese Journal of Accounting and Management*, 43–86.
- Campbell, K., & Mínguez-Vera, A. (2008). Gender diversity in the boardroom and firm financial performance. *Journal of Business Ethics*, 83(3), 435–451. <https://doi.org/10.1007/s10551-007-9630-y>
- 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>
- Carmo, C. (2013). *Custo do financiamento bancário e qualidade da informação financeira: Estudo para empresas sem valores cotados em bolsa*. <http://hdl.handle.net/10773/13801>
- Chizema, A., Kamuriwo, D. S., & Shinozawa, Y. (2015). Women on corporate boards around the world: Triggers and barriers. *Leadership Quarterly*, 26(6), 1051–1065. <https://doi.org/10.1016/j.leaqua.2015.07.005>
- Colakoglu, N., Eryilmaz, M., & Martínez-Ferrero, J. (2020). Is board diversity an antecedent of corporate social responsibility performance in firms? A research on the 500 biggest Turkish companies. *Social Responsibility Journal*, 17(2), 243–262. <https://doi.org/10.1108/SRJ-07-2019-0251>
- Comissão do Mercado de Valores Mobiliários. (2017). *Proposta de Lei que estabelece o regime de representação equilibrada entre homens e mulheres na composição de órgãos sociais*.
- Comissão Europeia. (2012a). *A Comissão Europeia propõe 40 % de mulheres nos conselhos*

de administração. [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/pt/IP\\_12\\_1205](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/pt/IP_12_1205)

Comissão Europeia. (2012b). Proposta de Diretiva do Parlamento Europeu e do Conselho relativa à melhoria do equilíbrio entre homens e mulheres no cargo de administrador não-executivo das empresas cotadas em bolsa e a outras medidas conexas. *Comissão Europeia*, 0299, 1–31. <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52012PC0614&from=EN>

Comissão Europeia. (2012c). *Women in economic decision-making in the EU: Progress report*. 1–28. <https://doi.org/10.2838/65541>

Cunha, V. L. M., & Martins, A. (2007). O Conselho de Administração e o desempenho das sociedades. *OTOC*, 4, 67–92. [https://doi.org/https://www.occ.pt/dtrab/trabalhos/xvii\\_cica//finais\\_site/45.pdf](https://doi.org/https://www.occ.pt/dtrab/trabalhos/xvii_cica//finais_site/45.pdf)

Daily, C. M., Certo, S. T., & Dalton, D. R. (1999). A decade of corporate women: Some progress in the boardroom, none in the executive suite. *Strategic Management Journal*, 20(1), 93–100. [https://doi.org/10.1002/\(sici\)1097-0266\(199901\)20:1<93::aid-smj18>3.0.co;2-7](https://doi.org/10.1002/(sici)1097-0266(199901)20:1<93::aid-smj18>3.0.co;2-7)

Dale-Olsen, H., Schøne, P., & Verner, M. (2013). Diversity among norwegian boards of directors: Does a quota for women improve firm performance? *Feminist Economics*, 19(4), 110–135. <https://doi.org/10.1080/13545701.2013.830188>

Damak, S. T. (2018). Gender diverse board and earnings management: evidence from French listed companies. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, 9(3), 289–312. <https://doi.org/10.1108/SAMPJ-08-2017-0088>

De Villiers, C., & Dimes, R. (2020). Determinants, mechanisms and consequences of corporate governance reporting: a research framework. *Journal of Management and Governance*, 25(1), 7–26. <https://doi.org/10.1007/s10997-020-09530-0>

Dechow, P. M., & Dichev, I. D. (2002). The quality of accruals and earnings: The role of accrual estimation errors. *Accounting Review*, 77(SUPPL.), 35–59. <https://doi.org/10.2308/accr.2002.77.s-1.35>

DiMaggio, P. J., & Powell, W. W. (1983). The iron cage revisited institutional isomorphism and collective rationality in organizational fields. *American Sociological Review*, 48(2), 147–160. [https://doi.org/10.1016/S0742-3322\(00\)17011-1](https://doi.org/10.1016/S0742-3322(00)17011-1)

- DL n.º 89/2017, de 28 de julho. (2017). <https://doi.org/https://dre.pt/home/-/dre/107773645/details/maximized>
- Dong, L., Wu, B., & Wang, P. (2020). Study on the relation between gender characteristics of CFO and earnings management. *IOP Conference Series: Materials Science and Engineering*, 768(7). <https://doi.org/10.1088/1757-899X/768/7/072005>
- Duong, L., & Evans, J. (2016). Gender differences in compensation and earnings management: Evidence from Australian CFOs. *Pacific Basin Finance Journal*, 40, 17–35. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2016.07.004>
- Elstad, B., & Ladegard, G. (2012). Women on corporate boards: Key influencers or tokens? *Journal of Management and Governance*, 16(4), 595–615. <https://doi.org/10.1007/s10997-010-9165-y>
- Endrikat, J., de Villiers, C., Guenther, T. W., & Guenther, E. M. (2020). Board Characteristics and Corporate Social Responsibility: A Meta-Analytic Investigation. *Business and Society*. <https://doi.org/10.1177/0007650320930638>
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *Corporate Governance: Values, Ethics and Leadership*, 26(2), 301–325. <https://doi.org/10.1086/467037>
- Félix, E. G. S., & David, D. S. T. (2019). Performance of family-owned firms: the impact of gender at the management level. *Journal of Family Business Management*, 9(2), 228–250. <https://doi.org/10.1108/JFBM-10-2018-0051>
- Forbes, D. P., & Milliken, F. J. (1999). Cognition and corporate governance: Understanding boards of directors as strategic decision-making groups. *Academy of Management Review*, 24(3), 489–505. <https://doi.org/10.5465/AMR.1999.2202133>
- Gonçalves, T., Gaio, C., & Santos, T. (2019). Women on the board: Do they manage earnings? empirical evidence from european listed firms. *Revista Brasileira de Gestao de Negocios*, 21(3), 582–597. <https://doi.org/10.7819/rbgn.v21i3.4010>
- Gordini, N., & Rancati, E. (2017). Gender diversity in the Italian boardroom and firm financial performance. *Management Research Review*, 40(1), 75–94. <https://doi.org/10.1108/MRR-02-2016-0039>

- Green, C. P., & Homroy, S. (2018). Female directors, board committees and firm performance. *European Economic Review*, 102, 19–38. <https://doi.org/10.1016/j.euroecorev.2017.12.003>
- Grosvold, J., & Brammer, S. (2011). National institutional systems as antecedents of female board representation: An empirical study. *Corporate Governance: An International Review*, 19(2), 116–135. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2010.00830.x>
- Grosvold, J., Rayton, B., & Brammer, S. (2016). Women on corporate boards: A comparative institutional analysis. *Business and Society*, 55(8), 1157–1196. <https://doi.org/10.1177/0007650315613980>
- Gull, A. A., Nekhili, M., Nagati, H., & Chtioui, T. (2018). Beyond gender diversity: How specific attributes of female directors affect earnings management. *British Accounting Review*, 50(3), 255–274. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2017.09.001>
- Harris, O., Karl, J. B., & Lawrence, E. (2019). CEO compensation and earnings management: Does gender really matter? *Journal of Business Research*, 98(January), 1–14. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2019.01.013>
- Hernandez-Nicolas, C. M., Martín-Ugedo, J. F., & Mínguez-Vera, A. (2015). The influence of gender on financial decisions: Evidence from small start-up firms in Spain. *E a M: Economía e Management*, 18(4), 93–107. <https://doi.org/10.15240/tul/001/2015-4-007>
- Hillman, A. J., Cannella, A. A., & Harris, I. C. (2002). Women and racial minorities in the boardroom: How do directors differ? *Journal of Management*, 28(6), 747–763. [https://doi.org/10.1016/S0149-2063\(02\)00192-7](https://doi.org/10.1016/S0149-2063(02)00192-7)
- Hillman, A. J., Cannella, A. A., & Paetzold, R. L. (2000). The resource dependence role of corporate directors: Strategic adaptation of board composition in response to environmental change. *Journal of Management Studies*, 37(2), 235–256. <https://doi.org/10.1111/1467-6486.00179>
- Instituto Europeu para a Igualdade de Género. (2005). *Glass Ceiling*. <https://doi.org/10.7326/0003-4819-131-6-199909210-00008>
- Instituto Europeu para a Igualdade de Género. (2020). *Gender Equality Index 2020: Digitalisation and the future of work*. <https://doi.org/10.2839/79077>

- Instituto Português de Corporate Governance. (2020). *Código de governo das sociedades 2018*.
- Isidro, H., & Gonçalves, L. (2011). Earnings management and CEO characteristics in portuguese firms. *Corporate Ownership and Control*, 9(1 A), 86–95. <https://doi.org/10.22495/cocv9i1art5>
- Isidro, H., & Sobral, M. (2015). The effects of women on corporate boards on firm value, financial performance, and ethical and social compliance. *Journal of Business Ethics*, 132(1), 1–19. <https://doi.org/10.1007/s10551-014-2302-9>
- Jain, P. K., & Rezaee, Z. (2006). The Sarbanes-Oxley Act of 2002 and Security Market Behavior: Early Evidence. *SSRN Electronic Journal*, 23(3), 629–654. <https://doi.org/10.2139/ssrn.498083>
- Jensen, M. C. (2005). Agency costs of overvalued equity. *Financial Management*, 34(1), 5–19. <https://doi.org/10.1111/j.1755-053X.2005.tb00090.x>
- Jurkus, A. F., Park, J. C., & Woodard, L. S. (2011). Women in top management and agency costs. *Journal of Business Research*, 64(2), 180–186. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2009.12.010>
- Kim, D., & Starks, L. T. (2016). Gender Diversity and Skill Contribution to Corporate Boards. *American Economic Review*, 106, 267–271. <https://doi.org/https://ieeexplore.ieee.org/document/7373590>
- Kirsch, A. (2018). The gender composition of corporate boards: A review and research agenda. *Leadership Quarterly*, 29(2), 346–364. <https://doi.org/10.1016/j.leaqua.2017.06.001>
- 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>
- Lei n.º 62/2017, de 1 de agosto.* (2017). <https://doi.org/https://dre.pt/home/-/dre/107791612/details/maximized>
- Lisboa, I., & Luís, I. (2020). Impact of corporate governance on firm's performance: The case of the Portuguese listed firms. *Portuguese Journal of Finance*, 6(12). <https://doi.org/10.1016/j.tmaid.2020.101607%0Ahttps://doi.org/10.1016/j.ijsu.2020.02.03>

- 4%0Ahttps://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/cjag.12228%0Ahttps://doi.org/10.1016/j.ssci.2020.104773%0Ahttps://doi.org/10.1016/j.jinf.2020.04.011%0Ahttps://doi.o
- Liu, Y., Wei, Z., & Xie, F. (2016). CFO gender and earnings management: Evidence from China. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 46(4), 881–905. <https://doi.org/10.1007/s11156-014-0490-0>
- Lückerath-Rovers, M. (2013). Women on boards and firm performance. *Journal of Management and Governance*, 17(2), 491–509. <https://doi.org/10.1007/s10997-011-9186-1>
- Madaleno, M., & Vieira, E. (2020). Corporate performance and sustainability: Evidence from listed firms in Portugal and Spain. *Energy Reports*, 6, 141–147. <https://doi.org/10.1016/j.egy.2020.11.092>
- Martínez, M. del C. V., & Rambaud, S. C. (2019). Women on corporate boards and firm's financial performance. *Women's Studies International Forum*, 76(July), 102251. <https://doi.org/10.1016/j.wsif.2019.102251>
- Moreno-Gómez, J., Lafuente, E., & Vaillant, Y. (2018). Gender diversity in the board, women's leadership and business performance. *Gender in Management*, 33(2), 104–122. <https://doi.org/10.1108/GM-05-2017-0058>
- Na, K., & Hong, J. (2017). CEO gender and earnings management. *Journal of Applied Business Research*, 33(2), 297–308. <https://doi.org/10.19030/jabr.v33i2.9902>
- Niskanen, J., Karjalainen, J., Niskanen, M., & Karjalainen, J. (2011). Auditor gender and corporate earnings management behavior in private Finnish firms. *Managerial Auditing Journal*, 26(9), 778–793. <https://doi.org/10.1108/02686901111171448>
- Nygaard. (2011). Forced board changes: Evidence from Norway. *Norwegian School of Economics and Business Administration*, March.
- Oehmichen, J., Rapp, M. S., & Wolff, M. (2012). Women on German management boards. *Zeitschrift Für Betriebswirtschaft*, 82(S2), 95–125. <https://doi.org/10.1007/s11573-011-0541-0>
- Orazalin, N., & Baydauletov, M. (2020). *Corporate social responsibility strategy and corporate environmental and social performance: The moderating role of board gender diversity.*

October 2019, 1664–1676. <https://doi.org/10.1002/csr.1915>

- Paiva, I., Dias, P., & Palma, M. (2020). Manipulação de resultados e governo das sociedades: Empresas não cotadas portuguesas. In *15th Iberian Conference on Information Systems and Technologies (CISTI)*. <https://doi.org/https://ieeexplore.ieee.org/stamp/stamp.jsp?arnumber=9140898>
- Panzer, L., & Müller, S. (2015). Earnings quality and gender diversity on German supervisory boards: An empirical analysis. *Problems and Perspectives in Management*, 13(4), 9–18.
- Parlamento Europeu e do Conselho. (2014). *Diretiva 2014/95/EU - relativa às demonstrações financeiras anuais, às demonstrações financeiras consolidadas e aos relatórios conexos de certas formas de empresas, que altera a Diretiva 2006/43/CE do Parlamento Europeu e do Conselho e revoga as Di*. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014L0095&from=EN>
- Poletti-Hughes, J., & Briano-Turrent, G. C. (2019). Gender diversity on the board of directors and corporate risk: A behavioural agency theory perspective. *International Review of Financial Analysis*, 62, 80–90. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2019.02.004>
- Post, C., & Byron, K. (2014). Women on Boards and firm financial performance: A meta-analysis. *Academical Management Journal*, 58(5), 1546–1571.
- Reddy, S., & Jadhav, A. M. (2019). Gender diversity in boardrooms – A literature review. *Cogent Economics & Finance*, 7(1). <https://doi.org/10.1080/23322039.2019.1644703>
- Reguera-Alvarado, N., de Fuentes, P., & Laffarga, J. (2017). Does board gender diversity influence financial performance? Evidence from Spain. *Journal of Business Ethics*, 141(2), 337–350. <https://doi.org/10.1007/s10551-015-2735-9>
- Rocha, C. D., Silva, G. R. da, Sé, V. A. da, Floriano, V. A. da S., & Melo, F. A. de O. (2014). O Fenômeno Teto de Vidro na Ascensão à Posição Hierárquica das Mulheres no Mercado Formal: Barreiras. *XI Simposio de Excelencia Em Gestão e Tecnologia*, 13. <http://www.aedb.br/seget/arquivos/artigos14/38320405.pdf>
- Sánchez-Teba, E. M., Benítez-Márquez, M. D., & Porras-Alcalá, P. (2021). *Gender Diversity in Boards of Directors : A Bibliometric Mapping*. 1–16.
- Saona, P., Muro, L., San Martín, P., & Baier-Fuentes, H. (2019). Board of director's gender

- diversity and its impact on earnings management: An empirical analysis for select european firms. *Technological and Economic Development of Economy*, 25(4), 634–663. <https://doi.org/10.3846/tede.2019.9381>
- Seierstad, C., & Opsahl, T. (2011). For the few not the many? The effects of affirmative action on presence, prominence, and social capital of women directors in Norway. *Scandinavian Journal of Management*, 27(1), 44–54. <https://doi.org/10.1016/j.scaman.2010.10.002>
- Seierstad, C., Warner-Søderholm, G., Torchia, M., & Huse, M. (2017). Increasing the Number of Women on Boards: The Role of Actors and Processes. *Journal of Business Ethics*, 141(2), 289–315. <https://doi.org/10.1007/s10551-015-2715-0>
- Shannon, C. E. (1948). A Mathematical Theory of Communication. *Bell System Technical Journal*, 27(3), 379–523. [https://doi.org/10.1016/s0016-0032\(23\)90506-5](https://doi.org/10.1016/s0016-0032(23)90506-5)
- Shehata, N., Salhin, A., & El-Helaly, M. (2017). Board diversity and firm performance: evidence from the U.K. SMEs. *Applied Economics*, 49(48), 4817–4832. <https://doi.org/10.1080/00036846.2017.1293796>
- Singh, V., Point, S., Moulin, Y., & Davila, A. (2015). Legitimacy profiles of women directors on top french company boards. *Journal of Management Development*, 34(7), 803–820. <https://doi.org/10.1108/JMD-10-2013-0129>
- Skaggs, S., Stainback, K., & Duncan, P. (2012). Shaking things up or business as usual? The influence of female corporate executives and board of directors on women’s managerial representation. *Social Science Research*, 41(4), 936–948. <https://doi.org/10.1016/j.ssresearch.2012.01.006>
- Spence, M. (1973). Job Market Signaling Michael. *The Quarterly Journal OfEconomics*, 87(3), 355–374. <https://doi.org/10.1055/s-2004-820924>
- Srinidhi, B., Gul, F. A., & Tsui, J. (2011). Female directors and earnings quality. *Contemporary Accounting Research*, 28(5), 1610–1644. <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.2011.01071.x>
- Stumbitz, B., Lewis, S., & Rouse, J. (2018). Maternity management in SMEs: A transdisciplinary review and research agenda. *International Journal of Management Reviews*, 20(2), 500–522. <https://doi.org/10.1111/ijmr.12143>

- Sultana, N., Cahan, S. F., & Rahman, A. (2020). Do gender diversity recommendations in corporate governance codes matter? Evidence from audit committees. *Auditing*, 39(1), 173–197. <https://doi.org/10.2308/ajpt-52560>
- Terjesen, S., Sealy, R., & Singh, V. (2009). Women directors on corporate boards: a review and research agenda. *Corp. Gov. Int. Rev.*, 17(3), 320–337.
- Terjesen, Siri, & Singh, V. (2008). Female presence on corporate boards: A multi-country study of environmental context. *Journal of Business Ethics*, 83(1), 55–63. <https://doi.org/10.1007/s10551-007-9656-1>
- Thiruvadi, S., & Huang, H. W. (2011). Audit committee gender differences and earnings management. *Gender in Management*, 26(7), 483–498. <https://doi.org/10.1108/175424111111175469>
- Vieira, E. S. (2018). Board of directors characteristics and performance in family firms and under the crisis. *Corporate Governance (Bingley)*, 18(1), 119–142. <https://doi.org/10.1108/CG-01-2017-0010>
- Wang, M., & Kelan, E. (2013). The gender quota and female leadership: effects of the Norwegian gender quota on board chairs and CEOs. *Journal of Business Ethics*, 117(3), 449–466. <https://doi.org/10.1007/s10551-012-1546-5>
- Zalata, A. M., Taurigana, 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(March 2017), 170–183. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2017.11.002>

## 6. Apêndice

**Tabela 14 - Identificação das empresas incluídas na amostra**

ALTRI - SGPS, S.A.
COFINA - SGPS, S.A.
CORTICEIRA AMORIM, SGPS, S.A.
CTT - CORREIOS DE PORTUGAL, S.A.
EDP - ENERGIAS DE PORTUGAL, S.A.
ESTORIL-SOL, SGPS, S.A.
GALP ENERGIA, SGPS, S.A.
GLINTT - GLOBAL INTELLIGENT TECHNOLOGIES, S.A.
GRUPO MÉDIA CAPITAL - SGPS, S.A.
IBERSOL - SGPS, S.A.
IMPRESA - SGPS, S.A.
INAPA - INVESTIMENTOS, PARTICIPAÇÕES E GESTÃO, S.A.
JERÓNIMO MARTINS - SGPS, S.A.
MARTIFER - SGPS, S.A.
MOTA - ENGIL, SGPS, S.A.
NOS, SGPS, S.A.
NOVABASE - SGPS, S.A.
PHAROL - SGPS, S.A.
RAMADA - INVESTIMENTOS E INDÚSTRIA, S.A.
REDITUS - SGPS, S.A.
REN - REDES ENERGÉTICAS NACIONAIS, SGPS, S.A.
SEMAPA - SOC DE INVESTIMENTO E GESTÃO, SGPS, S.A.
SONAE - SGPS, S.A.
SONAE INDÚSTRIA, SGPS, S.A.
SONAECOM - SGPS, S.A.
TEIXEIRA DUARTE, S.A.
THE NAVIGATOR COMPANY, S.A.
TOYOTA CAETANO PORTUGAL, S.A.
VAA - VISTA ALEGRE ATLANTIS, SGPS, S.A.

**Tabela 15 – Percentagem de mulheres no CA ao longo do período da amostra**

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
ALTRI	20%	20%	20%	29%	29%	29%	29%	29%
COFINA	17%	17%	17%	17%	20%	20%	20%	20%
CORTICEIRA AMORIM	14%	17%	33%	33%	33%	33%	33%	33%
CTT	0%	40%	40%	18%	18%	25%	31%	31%
EDP	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	22%
ESTORIL-SOL	11%	11%	9%	9%	9%	9%	9%	9%
GALP ENERGIA	6%	5%	5%	10%	11%	16%	16%	16%
GLINTT	0%	0%	0%	0%	0%	11%	18%	22%
GRUPO MÉDIA CAPITAL	10%	10%	11%	13%	14%	43%	43%	43%
IBERSOL	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
IMPRESA	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%
INAPA	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
JERÓNIMO MARTINS	0%	0%	0%	0%	9%	11%	11%	11%
MARTIFER	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	25%
MOTA - ENGIL	31%	27%	27%	19%	19%	18%	18%	24%
NOS	0%	12%	26%	29%	31%	27%	25%	25%
NOVABASE	0%	0%	7%	7%	0%	0%	0%	25%
PHAROL	4%	4%	5%	6%	9%	10%	9%	22%
RAMADA	17%	17%	17%	17%	20%	20%	20%	20%
REDITUS	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
REN	0%	7%	7%	7%	14%	17%	17%	17%
SEMAPA	17%	18%	9%	0%	0%	0%	0%	23%
SONAE	10%	10%	11%	11%	33%	33%	33%	38%
SONAE INDÚSTRIA	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	22%
SONAE COM	9%	9%	10%	33%	33%	33%	33%	33%
TEIXEIRA DUARTE	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
THE NAVIGATOR	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
TOYOTA	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%
VAA	22%	22%	22%	44%	43%	43%	38%	27%