



**A Relação Entre a Diversidade de Género nos Conselhos  
de Administração e o Valor da Empresa: Estudo  
Aplicado a Empresas do Índice *STOXX Europe 600***

Mestrado em Finanças Empresariais

Vitória Carnide Carreira

Leiria, setembro de 2024



**A Relação Entre a Diversidade de Género nos Conselhos  
de Administração e o Valor da Empresa: Estudo  
Aplicado a Empresas do Índice *STOXX Europe 600***

Mestrado em Finanças Empresariais

Vitória Carnide Carreira

Dissertação realizada sob a orientação da Professora Doutora Maria João da Silva Jorge, Professora da Escola Superior de Tecnologia e Gestão do Politécnico de Leiria e coorientação da Professora Doutora Elizabete Fernanda Mendes Duarte, Professora da Escola Superior de Tecnologia e Gestão do Politécnico de Leiria

Leiria, setembro de 2024

# **Originalidade e Direitos de Autor**

A presente dissertação é original, elaborada unicamente para este fim, tendo sido devidamente citados todos os autores cujos estudos e publicações contribuíram para a elaborar.

Reproduções parciais deste documento serão autorizadas na condição de que seja mencionada a Autora e feita referência ao ciclo de estudos no âmbito do qual a mesma foi realizada, a saber, Curso de Mestrado em Finanças Empresariais, no ano letivo 2023/2024, da Escola Superior de Tecnologia e Gestão do Politécnico de Leiria, Portugal, e, bem assim, à data das provas públicas que visaram a avaliação destes trabalhos.

# Agradecimentos

Desde já, gostaria de agradecer aos meus pais, Arménio Carreira e Silvia Carnide, por todo o sacrifício realizado, ao longo das suas vidas, para que eu pudesse chegar até onde estou atualmente e, acima de tudo, por todo o apoio dado ao longo deste percurso. Todo o seu empenho em dar-me o melhor deles, moldou-me na pessoa que sou hoje e fez com que chegasse ao ponto onde me encontro. Sem eles, nada disto seria possível.

Ao meu namorado, Emanuel Vicente, que, apesar de me ter visto a desmotivar e baixar os braços, me encorajou a nunca desistir. Nos momentos de maior stress, ajudou-me a encontrar um equilíbrio de forma a conseguir erguer-me e fazer o que era necessário e, sempre que encontrava dificuldades, ajudava-me da melhor maneira possível.

Gostaria também de agradecer aos meus amigos por todo o apoio dado e por estarem sempre lá quando eu precisei. Especialmente à minha melhor amiga, Bruna Gomes, que foi sempre o meu melhor ombro amigo.

Por fim, mas não menos importante, obrigada professora Maria João Jorge por toda a orientação ao longo deste percurso. Este trabalho também é seu. Todo o conhecimento que me foi projetado e toda a ajuda oferecida foi indispensável à realização deste trabalho e, por isso, muito obrigada.

O meu muito obrigada a todos, por tudo!

# Resumo

Qual o impacto que a existência de diversidade de género nos conselhos de administração causa nos valores financeiros das empresas? Será que existe sequer algum impacto significativo? Este trabalho procura responder a estas questões sendo o seu principal objetivo analisar a relação entre a diversidade de género nos conselhos de administração e o valor das empresas.

Para tal, foram analisadas as rendibilidades semanais de 255 empresas cotadas no índice *STOXX Europe 600*, desde Janeiro de 2019 a dezembro de 2021, através da metodologia Fama e French (2018), tendo em conta o modelo de seis fatores.

Apesar dos valores mostrarem que existe um impacto positivo nos valores financeiros das empresas quando existe mais diversidade de género, os resultados não são conclusivos uma vez que não existe significância estatística nos mesmos.

**Palavras-chave:** Diversidade de género; Modelo de 6 fatores; Fama & French; Valor da empresa.

# Abstract

What's the impact that the existence of gender diversity in boardroom's causes in the company financial value? Is there any impact, at all? This work searches to answer these questions, being the main purpose the analyses of the relationship between gender diversity in the boardrooms and company's value.

To do so, there was analysed weekly rentabilities of 255 companies listed in STOXX Europe 600 index, since January 2019 to December 2021, through Fama e French (2018) methodology, using six factor model.

Despite the results showed that there's positive impact in financial value of the companies when exists more gender diversity in the boardrooms, they're not conclusive because there's no statistical significance.

**Keywords:** Gender diversity; Six factor model; Fama & French; Company value.

# Índice

<b>Originalidade e Direitos de Autor</b> .....	<b>iii</b>
<b>Agradecimentos</b> .....	<b>iv</b>
<b>Resumo</b> .....	<b>v</b>
<b>Abstract</b> .....	<b>vi</b>
<b>Lista de Figuras</b> .....	<b>ix</b>
<b>Lista de tabelas</b> .....	<b>x</b>
<b>Lista de Siglas</b> .....	<b>xi</b>
<b>1. Introdução</b> .....	<b>1</b>
<b>2. Revisão de Literatura</b> .....	<b>3</b>
2.1. Definição de Diversidade de Género nos Conselhos de Administração .....	3
2.2. Importância dos Conselhos de Administração .....	4
2.3. Abordagens Internacionais para a Diversidade de Género nos Conselhos de Administração.....	5
2.4. Perspetivas Teóricas Sobre Diversidade de Género nos Conselhos de Administração.....	6
2.4.1. Teoria da Agência.....	6
2.4.2. Teoria do Capital Humano .....	7
2.4.3. Teoria da Identidade Social .....	7
2.4.4. Teoria da Massa Crítica .....	8
2.4.5. Teoria da Dependência dos Recursos.....	8
2.4.6. Teoria Feminista.....	9
2.5. Diversidade de Género e Desempenho das Empresas.....	9
2.5.1. <i>The Glass Cliff</i> .....	11
2.6. Análise das Evidências Empíricas Sobre a Relação Entre a Diversidade de Género e o Valor das Empresas .....	11
<b>3. Metodologia</b> .....	<b>16</b>
3.1. Definição de Amostra.....	16
3.2. Constituição de Carteiras Necessárias à Implementação do Modelo de 6 Fatores .	19
3.3. Hipótese de Investigação .....	20
3.4. Modelo Estatístico Proposto.....	20

3.5.	Recolha de Dados .....	21
3.6.	Construção e Análise dos Fatores de Risco.....	22
3.6.1.	Excesso de Rendibilidade.....	22
3.6.2.	Fator Dimensão e Fator Valor .....	23
3.6.3.	Fator Rendibilidade .....	24
3.6.4.	Fator Investimento.....	25
3.6.5.	Fator Momentum .....	26
3.6.6.	Fator de Mercado.....	27
<b>4.</b>	<b>Resultados .....</b>	<b>28</b>
4.1.	Evolução das Rendibilidades das Carteiras .....	28
4.2.	Resultados da Regressão do Modelo Fama e French (2018).....	29
4.2.1.	Resultados - Empresas com Boa Diversidade de Género.....	30
4.2.2.	Resultados- Reduced Market Portfólio.....	30
4.2.3.	Comparação de Resultados das Carteiras .....	31
<b>5.</b>	<b>Conclusão .....</b>	<b>32</b>
	<b>Referências Bibliográficas .....</b>	<b>34</b>

# Lista de Figuras

<b>Figura 1</b> Retornos Médios Semanais por Ano.....	28
---	----

# Lista de tabelas

<b>Tabela 1</b> Evidências Empíricas de Revisão de Literatura .....	12
<b>Tabela 2</b> Determinação da Amostra .....	18
<b>Tabela 3</b> Empresas por País .....	18
<b>Tabela 4</b> Empresas por Setor.....	19
<b>Tabela 5</b> Estimação do Modelo Fama e French (2018).....	29

## Lista de Siglas

BT	Bilhetes de Tesouro
CA	Conselho de Administração
CP	Capital Próprio
EWOB	<i>European Women on Board</i>
FM	<i>Full Market</i>
GDI	Índice de diversidade de género
IRRC	<i>Investor Responsibility Research Center</i>
RM	<i>Reduced Market</i>
RO	Resultado Operacional
VC	Valor Contabilístico

# 1. Introdução

A diversidade de género nos quadros diretivos das empresas, bem como o seu impacto no valor e performance financeira das empresas, tem sido alvo de investigações académicas, discussões políticas, debates, entre outros. O empenho e dedicação na criação de políticas por parte da União Europeia em promover a igualdade de género nos Conselhos de Administração tem sido notável. Porém, a implementação dessas políticas nas entidades tem sido um processo lento ao longo dos anos.

A luta contra a imparidade entre os homens e as mulheres nos conselhos de administração decorre à mais de uma década. Uma das mais recentes normas entrou em vigor em 2022, quando o Parlamento Europeu aprovou novas regras que obrigam a que 40% dos cargos administrativos não executivos ou 33% de todos os cargos administrativos estejam representados por mulheres até ao final de 2026, excluindo pequenas e médias empresas de 250 colaboradores. Esta proposta foi apresentada pela Comissão Europeia pela primeira vez em 2012 o que significa que este processo esteve em negociação durante 10 anos, o que comprova o quão demorada e complexa tem sido esta luta contra a imparidade.

Esta medida foi um grande ponto de viragem relativamente ao papel das mulheres nas empresas, pois significa um reconhecimento das suas capacidades no desempenho de funções de liderança. Estas capacidades têm sido desvalorizadas quando, na verdade, existem estudos que indicam que as entidades que têm uma presença feminina em cargos diretivos conseguem obter melhores desempenhos em termos de performance.

Esta investigação tem como principal objetivo analisar o impacto da diversidade de género nos conselhos de administração no valor das empresas, pois apesar de todo o desenvolvimento na implementação de políticas para combater a desigualdade de género em funções de liderança, este continua a ser um tema de extrema controvérsia, principalmente para os gerentes das empresas e para o governo que implementa as leis.

É importante salientar que os resultados obtidos na elaboração desta investigação poderão servir de auxílio na compreensão do impacto das mulheres nos conselhos de administração das empresas, pois a partir dos resultados, as empresas encontram-se mais informadas para

tomar decisões no preenchimento desses cargos e acerca dos benefícios que a diversidade de género poderá trazer para o valor das empresas.

Apesar de ser um assunto discutido há inúmeras décadas e já existirem diversos estudos que comprovem os benefícios da diversidade de género, decidiu-se realizar esta investigação porque ainda se verificam barreiras invisíveis na ascensão das mulheres e nas tentativas de correção da sub-representação feminina em cargos de alta gestão (*glass ceiling*).

Este trabalho é aplicado a empresas do *Índice STOXX Europe 600*, que é representado por 600 empresas inseridas no mercado europeu. As empresas têm origem em 17 países: Reino Unido, França, Alemanha, Suíça, Áustria, Bélgica, Dinamarca, Finlândia, Irlanda, Itália, Luxemburgo, Holanda, Noruega, Polónia, Portugal, Espanha e Suécia e com este índice é possível representar 90% das empresas europeias cotadas em bolsa.

Em termos metodológicos, utiliza-se o modelo de 6 fatores de Fama e French (2018), sendo esse o ponto inovador que distingue esta investigação de outras anteriores. A grande maioria das investigações realizadas usaram como metodologia a regressão linear e apesar da metodologia de Fama e French já ter sido anteriormente utilizada em outras investigações, esta irá distinguir-se pela utilização do modelo de 6 fatores.

O presente trabalho está estruturado em quatro partes. A primeira parte desta investigação tem como objetivo fornecer um enquadramento teórico do tema, estando este subdividida nos seguintes temas: (1) Definição de diversidade de género nos Conselhos de Administração; (2) Importância dos Conselhos de Administração; (3) Abordagens internacionais para a diversidade de género nos Conselho de Administração; (4) Perspetivas teóricas sobre diversidade nos Conselhos de Administração; (5) Diversidade de género e desempenho das empresas; (6) Análise das evidências empíricas sobre a relação entre a diversidade de género e o valor das empresas. De seguida, é apresentada a metodologia utilizada, bem como as hipóteses de pesquisa, a amostra e as variáveis para a concretização deste estudo. Na terceira parte, encontra-se o estudo em si, bem como a apresentação de resultados. Por fim, conclui-se o trabalho.

## 2. Revisão de Literatura

### 2.1. Definição de Diversidade de Género nos Conselhos de Administração

A diversidade dos conselhos de administração constitui um fenómeno demasiado complexo para ser totalmente compreendido numa perspetiva única, requerendo uma investigação profunda, incluindo a consideração de fatores cognitivos e comportamentais, bem como a análise da dinâmica dos conselhos (Temprano & Gaite, 2019).

A investigação centra-se na combinação de capital humano (intelectual e social) definido como habilidades adquiridas por um indivíduo, sobre a qual os conselhos de administração se baseiam para a sua função de governação (Van der Walt & Ingley, 2003). Sendo esse o argumento central a favor da diversidade nos conselhos de administração, uma vez que os conselhos devem beneficiar de perspetivas diversas e, por conseguinte, desempenhar melhor as suas funções (Baker et al., 2020).

De acordo com Kreitz (2008) a diversidade pode ser entendida como qualquer diferença significativa que distingue um indivíduo do outro, sendo essas diferenças geralmente associadas a características como nacionalidade, idade, experiência, educação, etnia, religião, entre outros. Segundo Jaafar et al. (2021) após analisar o impacto da existência de diversidade nos conselhos de administração de acordo com as características anteriormente mencionadas, as empresas obtêm resultados benéficos com conselhos de administração diversificados. Porém, a definição mais utilizada em estudos científicos quando se trata de diversidade de género é a presença de mulheres diretoras nesses mesmos conselhos (Madu, 2021), sendo essa a terminologia que irei utilizar para o desenvolvimento deste estudo.

Recentemente, a diversidade de género nos conselhos de administração das empresas suscitou o interesse académico, sendo que os resultados indicam que a influência das diretoras no desempenho empresarial varia em diversos contextos e ambientes nacionais (Wang et al., 2023).

De acordo com Lakshmi e Shrivastav (2017) a diversidade de género nos conselhos de administração permite às empresas usufruir de diversos pontos de vista para melhor resolução de problemas, o acesso mais fácil a recursos e conhecimentos mais vastos, a diversificação da base de clientes, ajudar as empresas a atrair e reter talento feminino, uma

vantagem competitiva e melhor adaptação ao mercado e, por fim, ajuda na imagem das empresas para o exterior, visto que estas implementam práticas de emprego justas.

## **2.2.Importância dos Conselhos de Administração**

Os conselhos de administração desempenham um papel fundamental na liderança de uma empresa (Madu, 2021), sendo que monitorizam e aconselham os quadros superiores em questões estratégicas (Francoeur et al., 2018). Para tal, é importante que estes criem uma dinâmica que facilite a comunicação entre eles para aproveitar as suas competências e habilidades de forma eficiente.

De acordo com Francoeur et al. (2018) durante as últimas décadas, reguladores tentaram encontrar formas de tornar os conselhos de administração mais eficientes, sendo que, numa fase inicial, foram implementados regulamentos que garantissem uma maior independência dos conselhos em relação à gestão das empresas e mitigassem as más condutas, bem como as falhas corporativas. Contudo, visto que tais regulamentos não foram suficientes, estes concentraram-se em aumentar a diversidade dos diretores em termos de género, idade, raça, antecedentes, habilidades e interesses.

Os conselhos de administração pretendem determinar como as ambiguidades podem ser canalizadas e geridas para resultados eficazes. E de forma a atingir esse objetivo, é necessário delinear estratégias a longo prazo, compreendendo os múltiplos contextos pelas quais as mesmas são estabelecidas, comprovando assim a importância dos conselhos de administração e o modo como estes acrescentam valor às empresas (Watson & Ireland, 2020).

Contudo, existem autores que não dão tanta importância ao Conselho de Administração. Para além de fatores como a motivação e a capacidade, existem barreiras que reduzem a habilidade de processar eficazmente a informação e, conseqüentemente, fornecer um acompanhamento contínuo e eficaz. Sendo que, ao reconhecer tais barreiras e admitir que, por vezes, os conselhos podem não fazer tanta diferença, os investigadores estão, na verdade, a promover uma pesquisa mais centrada nas condições específicas como os conselhos podem desempenhar e monitorizar as suas funções (Boivie et al., 2016).

### **2.3. Abordagens Internacionais para a Diversidade de Género nos Conselhos de Administração**

A diversidade de género pode afetar tanto as comunidades como a eficácia do governo das sociedades das empresas (Mazza et al., 2023). Ao longo dos anos foram criadas inúmeras investigações científicas acerca do impacto da diversidade de género no valor das empresas, seja a nível financeiro como social. Esta tem sido uma luta constante no decorrer dos anos e atualmente existem formas de combater tais desigualdades e tornar os conselhos de administração mais diversos.

De acordo com o estudo realizado pelo Barometer of Gender Diversity in Governing Bodies in Europe – ECODA 2023, nesse ano, foi estabelecido que a percentagem de mulheres nos quadros administrativos de empresas inseridas num dos índices que representa cerca de 90% das empresas cotadas europeias - o índice STOXX Europe 600 - é de 38,9%, representando 24,3% de cargos executivos em toda a Europa.

Dentro do índice STOXX Europe 600, cada país adotou a sua própria política relativamente à promoção da paridade de género nos conselhos de administração das organizações. Alguns países, como por exemplo a Alemanha, Noruega, França, etc., optaram por fixar uma *Gender Quota Law*, que estabelece uma percentagem mínima de mulheres que deverão estar presentes nos topos da hierarquia das empresas. A *Gender Quota Law* varia consoante o que é definido por cada país. Ou seja, enquanto na Noruega e França foi definida uma *Gender Quota Law* de 40%, na Alemanha está estabelecido que as mulheres deverão representar cerca de 50% dos quadros administrativos das organizações desde 2018. Existem países como o Reino Unido que, em vez da *Gender Quota Law*, definiram uma meta voluntária para aumentar a representação feminina nos conselhos de administração. Ou seja, no Reino Unido o objetivo é que até 2025, todas as entidades tenham no mínimo 40% dos conselhos de administração representados por mulheres. Estas regras em determinados países, como por exemplo a Noruega, estão até sujeitas a coimas no caso de não serem respeitadas as percentagens definidas.

Para além do que acontece dentro do índice STOXX Europe 600, também a União Europeia reconhece que uma maior participação das mulheres é fundamental para o crescimento económico, a competitividade das empresas europeias e fazer face aos desafios geográficos. Logo, o Conselho Europeu definiu que, até 2026, as empresas cotadas em bolsa deverão procurar assegurar que as mulheres que estão atualmente sub-representadas detenham pelo

menos 40% dos cargos de administração não executivos e 33% de todos os cargos de administração.

A luta contra a imparidade de género nas empresas é global e fora da Europa também. Países como os Estados Unidos definiram estratégias para promover a inclusão e diversificação nos conselhos de administração. Uma das estratégias definidas foi a criação de prémios como o *Catalyst Award*, que distingue anualmente as abordagens organizacionais inovadoras mais bem-sucedidas para o recrutamento, desenvolvimento e promoção de todas as mulheres, ou a eleição de lugares de topo, como o *DiversityInc Top 50 Companies for Diversity*, que lista as 50 empresas mais “diversas”.

## **2.4. Perspetivas Teóricas Sobre Diversidade de Género nos Conselhos de Administração**

Ao analisar os vários estudos científicos existentes, é possível evidenciar determinadas teorias subjacentes à diversidade de género nos Conselhos de Administração, tais como: teoria da agência, teoria do capital humano, teoria da identidade social, teoria da massa crítica, teoria da dependência de recursos e teoria feminista. De seguida, é apresentado um breve resumo de cada uma dessas teorias.

### **2.4.1. Teoria da Agência**

Na Teoria da Agência, os proprietários contratam agentes para realizar o seu trabalho, correndo o risco de estes tomarem decisões consoante os seus próprios interesses, ao sucumbirem comportamentos oportunistas e ficarem aquém das congruências entre as aspirações do dono da empresa e as suas atividades como agentes (Abdullah & Valentine, 2009). Contudo, apesar dos pressupostos negativos associados à natureza humana e aos seus interesses, uma das razões para o sucesso desta teoria centra-se no facto de esta ter semelhanças com as práticas reais dos conselhos de administração onde os investidores e reguladores agem principalmente em seu nome (Roberts, 2005).

A separação entre propriedade e controlo de uma empresa é uma das principais características desta teoria, sendo o seu objetivo definir uma estrutura apropriada para promover o controlo (Bonazzi & Islam, 2006).

Relativamente à diversidade de género, a teoria da agência defende que quanto mais diversos forem os conselhos de administração, maior a sua independência, resultando assim numa

melhor execução de funções de controlo e monitorização e promoção de redução de custos (Carter et al., 2003). A diversidade de género nos conselhos de administração pode compensar parcialmente as fraquezas dos sistemas de governo das sociedades de uma empresa, sendo que a representação das mulheres é uma forma de aumentar a sua eficácia. Assim, a teoria da agência salvaguarda que o conselho de administração é fundamental para um mecanismo de governação que alinhe os interesses do acionista com os do gestor (Hindasah & Harsono, 2021).

#### **2.4.2. Teoria do Capital Humano**

A Teoria do Capital Humano, fundada por Becker em 1964, representa os talentos únicos dos diretores com base na formação, experiência e conhecimento desse indivíduo, sendo essas capacidades cognitivas e de tomada de decisões o que esse indivíduo pode contribuir para o conselho de administração (Dunn, 2012). Esta teoria considera a educação relevante pelo facto de esta criar competências e ajudar a adquirir conhecimentos que servem de investimento na produtividade do ser humano enquanto fator de produção económica (Robeyns, 2006).

Segundo Valenti e Horner (2019) a Teoria do Capital Humano está associada à inovação das empresas. Logo a presença da diversidade de género nos conselhos de administração assume um papel importante nessa inovação, visto que a diversidade aumenta a criatividade e a inovação (Carter et al., 2003). Contudo, existem autores como Amorelli e García-Sánchez (2019) que demonstram que o papel feminino não permanece quando as mulheres alcançam o cargo no conselho de administração. Ou seja, as diretoras adotam um estereótipo masculino em relação à divulgação voluntária de informações, independentemente do capital humano dos membros do conselho.

#### **2.4.3. Teoria da Identidade Social**

A Teoria da Identidade Social, fundada por Tajfel e Turner, defende a maneira como os indivíduos conversam uns com os outros com base na forma como categorizam a sua própria identidade individual (Madu, 2021). As primeiras versões desta teoria colocam ênfase nas motivações psicológicas que levam um determinado grupo a apoiar ou rejeitar uma participação num grupo existente (Huddy, 2001).

Segundo Seong e Hong (2013) de forma a reduzir os riscos de incerteza, os indivíduos tendem a classificar-se a si próprios e aos outros, categorizando-os em grupos sociais distintos com base nas suas características. Significa isto que quando uma determinada equipa está a ser construída, os membros categorizam-se com base na semelhança de género. Logo, quando se trata de diversidade de género e comprometimento da equipa, a relação é negativa.

A categorização com base no sexo pode levar à ativação e aplicação de estereótipos (Fine et al., 2019). Porém, verifica-se que a diversidade pode aumentar o conjunto de experiências, conhecimentos, valores e habilidades dentro de uma organização (Knippenberg & Schippers, 2007).

#### **2.4.4. Teoria da Massa Crítica**

A Teoria da Massa Crítica demonstra que a influência de um grupo apenas se torna mais pronunciada quando a massa crítica é atingida. Ou seja, de acordo com a literatura de psicologia social, se houver diferentes membros no grupo decisório, não conseguindo alcançar a maioria, estes não serão capazes de corrigir problemas ou mudar a identidade social do grupo (Yang et al., 2019).

Esta teoria defende que a percentagem de mulheres na instituição é a determinante chave do seu comportamento, ou seja, quanto maior o número de mulheres, maior é a sua atenção nas questões que a si lhe dizem respeito. Sendo que existem casos em que o aumento do número de mulheres resulta em pouca ou nenhuma mudança, com o fundamento de que as mulheres podem ainda não constituir a “massa crítica” (Childs & Krook, 2008).

Por outro lado, para Yarram e Adapa (2021) uma massa crítica de mulheres administradoras pode conduzir a um equilíbrio eficaz dos conselhos de administração, bem como à consideração das suas diversas experiências de uma forma significativa na formulação da estratégia empresarial.

#### **2.4.5. Teoria da Dependência dos Recursos**

A Teoria da Dependência de Recursos defende que todas as organizações dependem uma das outras para o fornecimento de recursos vitais para o seu funcionamento, sendo essa dependência muitas vezes recíproca (Drees & Heugens, 2013). Denota-se também a função

dos diretores do Conselho de Administração em garantir que a empresa tenha acesso aos recursos que necessita (Madu, 2021).

Pfeffer e Salancik (2003) sugerem que os diretores dos conselhos de administração trazem quatro benefícios para as organizações, tais como: Informação sob a forma de aconselhamento; Acesso a canais de informação entre a empresa e contingências ambientais, e Acesso preferencial aos recursos e legitimidade.

De acordo com Hillman et al. (2007) os conselhos de administração diversos demonstram uma maior busca de informações e uma maior gama de perspectivas, o que lhes permite realizar um melhor aconselhamento. Estes defendem também que as mulheres, em virtude dos seus diferentes conjuntos de experiências e crenças, têm o potencial de estabelecer relações com públicos diferentes comparativamente aos homens.

A pressão pela diversidade de género vem de organizações cujas empresas dependem, sendo que são poucas aquelas que argumentam contra tais nomeações para os conselhos de administração (Hillman et al., 2007).

#### **2.4.6. Teoria Feminista**

A Teoria Feminista é orientada para a mudança, procurando desafiar a opressão e trabalhar em direção à justiça (Ferguson, 2017). Estipula-se que todos os seres humanos têm o mesmo valor e devem ter todos o mesmo tratamento perante a lei (Madu, 2021).

Embora as mulheres sejam iguais, as normas culturais e patriarcas transmitidas entre gerações continuam a atormentá-las com limitações, exclusões e estereótipos na ascensão a cargos de diretoria (Oduanya, 2022)

### **2.5. Diversidade de Género e Desempenho das Empresas**

Para muitos autores, a diversidade de género é tida como algo positivo e benéfico para as entidades e seu desenvolvimento, visto que o aumento da diversidade de género nos conselhos de administração poderá gerar uma maior produtividade, criatividade e inovação nas empresas (Simionescu et al., 2021). Verifica-se também que as mulheres como diretoras, são mais presentes e assíduas comparativamente aos homens e que ao haver uma maior igualdade de género nos conselhos, são registados melhores registos de assiduidade, sugerindo que são realizados mais esforços de monitorização (Adams & Ferreira, 2009).

Para além de assíduas, as mulheres revelam ter mais capacidade de compreensão das condições específicas do mercado, aumentando os níveis de criatividade das empresas e contribuindo para uma melhor qualidade na tomada de decisões (Smith, 2006). Contudo, apesar de haver mais qualidade, estudos também indicam que essas mesmas decisões levam mais tempo a ser tomadas, podendo originar, dessa forma, ineficiências e aumentos de custos (Arango-Home et al., 2023).

A diversidade de género entre equipas está relacionada com um maior bem-estar ocupacional, melhor governança organizacional e responsabilidade social (Fine et al., 2019). Ou seja, esta tem um efeito positivo na performance das empresas, visto que ao aumentar o número de mulheres nos conselhos de administração, existe um melhor controlo, resultando assim em melhores resultados financeiros (Arango-Home et al., 2023).

Em empresas financeiras, como por exemplo, bancos, as mulheres são muito pouco representadas em papéis de liderança e geralmente são as que recebem menos remuneração (Owen & Temesvary, 2018). Verifica-se que este é um tema interessante para investigações futuras uma vez que os estudos realizados até à data de hoje são geralmente direcionados a empresas não financeiras.

Ao serem criadas oportunidades de as mulheres integrarem o conselho de administração da empresa, aumenta-se a motivação e inspiração das mesmas (Ahmadi et al., 2018). Contudo, é fundamental analisar até que ponto essas oportunidades são mesmo reais, visto que atualmente ainda existem estereótipos impostos na sociedade.

Uma das grandes barreiras à entrada de mulheres nos quadros diretivos está relacionada com as expectativas sociais e culturais instituídas pelas sociedades, onde as qualidades necessárias para assumir a liderança se encontram associadas a homens (Alqahtani, 2019). Este é um dos pensamentos que representa um entrave para as mulheres conseguirem alcançar papéis de liderança nas empresas.

As funções atribuídas a homens e mulheres são estabelecidas de acordo com o que a sociedade associa às suas características, ou seja, os homens são eleitos para cargos onde seja exigido assertividade, espírito competitivo, agressividade e força, enquanto as mulheres ocupam cargos onde seja necessária colaboração, sentido de ajuda e sensibilidade (Cejka & Eagly, 1999). Ao estereotipar as capacidades femininas, a sociedade está, na verdade, a

menosprezar o seu potencial, uma vez que quando se retrata um líder, automaticamente o pensamento é direcionado para o homem.

De seguida é abordado o tema *The Glass Cliff*, onde se pode constatar o estereótipo e preconceito direcionado às mulheres nos conselhos de administração e como estes podem afetar as suas oportunidades de carreira.

### **2.5.1. *The Glass Cliff***

Segundo Ryan e Haslam (2005) as mulheres são prejudicadas no que diz respeito às posições que lhes são atribuídas nos conselhos de administração, enfrentando o que os autores chamam de “precipício de vidro”. Desigualdade de género em papéis de liderança continua a ser um problema atual nos conselhos de administração das empresas (Samuel & Wendt 2023), significando que, por muito que sejam impostas leis que aumentem as oportunidades de as mulheres alcançarem uma função de liderança numa entidade, as mesmas continuam a sofrer de imparidades relativamente ao que lhes é atribuído.

Ao serem atribuídas funções de liderança a mulheres em empresas que apresentam maiores riscos, com certeza que os resultados globais do impacto das mulheres nos conselhos de administração serão influenciados por essas variáveis. Os desafios que as mulheres enfrentam os homens não o experienciam, pois quando uma empresa se encontra em risco, são contratadas mulheres para assumir o comando, enquanto os homens são contratados quando as empresas estão estáveis financeiramente (Main & Gregory-Smith, 2018).

Isto leva a pensar até que ponto estão realmente a ser criadas oportunidades de diversidade de género nos conselhos de administração. É facto que existem muitas leis que promovem essa diversidade, porém existem estudos que apontam para o facto de uma mulher, no momento que assume a liderança, estar destinada a falhar e não conseguir progredir na sua carreira. Assim, seria importante começar a investigar acerca deste assunto. Ou seja, não só perceber se a diversidade de género nos quadros de liderança está a ser promovida, mas se as oportunidades serão realmente iguais, tanto para homens como para mulheres.

## **2.6. Análise das Evidências Empíricas Sobre a Relação Entre a Diversidade de Género e o Valor das Empresas**

A presença de diversidade de género nos conselhos de administração das empresas emergiu como um tema de interesse crescente na governança corporativa e gestão empresarial.

Através da análise empírica, é possível, recorrendo à revisão abrangente da literatura existente, verificar o seu impacto no valor das empresas, tal como exibido na Tabela 1.

**Tabela 1***Evidências Empíricas de Revisão de Literatura*

Autor	País	Período	Medida diversidade de género	Metodologia	Relação	
					Hipótese	Significância
Adams e Ferreira (2009)	EUA	1998- 2003	Base de dados IRRC	Modelo de regressão com Tobin's Q ROA	Positivo	Não
Francoeur et al. (2008)	Canadá	1990- 2004	Censos <i>Catalyst</i> de mulheres diretoras de 2001 a 2003 Censos <i>Catalyst</i> de mulheres oficiais no FP500 <sup>1</sup>	Fama & French: Modelo 3 fatores	Positivo	Não
Ahmadi et al. (2018)	França	2011- 2013	Proporção	Modelo de regressão (OLS)	Positivo	Sim
Simionescu et al. (2021)	EUA	2009- 2020	Medidas explicativas	Modelos de regressão (OLS) - Dados em painel ROA PER	ROA: Positivo PER: Positivo	Não
Owen e Temesvary (2018)	EUA	1999- 2015	Índice Blau	Estimativas por diferenças em primeira diferença	Positivo	Sim
Carter et al. (2003)	EUA	1997	<i>Directorship's</i> <sup>2</sup>	Comparação de médias	Positivo	Sim

<sup>1</sup> FP500 – 500 maiores empresas canadianas do *Financial Post's*

<sup>2</sup> *Directorship's* – Organização de consultoria em governança corporativa.

				Análise de regressão		
Arango-Home et al. (2023)	América Latina	2019-2021	Porcentagem média	Dados em painel	Positivo	Não
Wang et al. (2024)	Japão	2006-2023	Proporção Variável Dummy	Modelo de efeitos fixos	Positivo	Sim

*Nota.* Na primeira coluna são apresentados os autores dos respetivos estudos que analisam a relação entre a diversidade de género nos conselhos administrativos e o seu impacto no valor das empresas. Na segunda coluna indica-se o país da amostra. Na terceira coluna o horizonte temporal da amostra. Na quarta coluna exhibe-se a proxy utilizada para a variável diversidade de género. Na quinta coluna evidenciam-se as metodologias utilizadas para o desenvolvimento de cada investigação. Na sexta coluna exhibe-se a hipótese em estudo, ou seja, se a relação esperada é positiva ou negativa, bem como o facto de a hipótese ser corroborada ou não. ROA representa o retorno sobre os ativos. PER representa o índice preço sobre o lucro.

Adams e Ferreira (2009) analisam os dados para um conjunto de empresas referentes ao horizonte temporal 1998-2003. Para o seu estudo utilizam como variável dependente métricas económicas como o Tobin's Q e o ROA. O Tobin's Q é uma métrica económica que é utilizada para avaliar a relação entre o valor de mercado de uma empresa e o valor de reposição dos seus ativos, ou seja, compara quanto vale uma empresa no mercado com quanto custaria reconstruí-la ou adquirir novamente os seus ativos, enquanto o ROA mede a rentabilidade de uma empresa em relação aos seus ativos. Para medir a diversidade de género nos conselhos de administração das empresas, utilizaram a base de dados IRRC, que contém informações sobre a representação feminina nos conselhos diretivos. Neste estudo, nenhuma evidência sugere que o aumento da diversidade de género nos conselhos de administração melhora, em média, o desempenho das empresas. Contudo, destacam que quando os conselhos são mais diversos, existe um maior esforço de monitorização.

Francoeur et al. (2009) utilizam dados de um conjunto de empresas canadianas durante o horizonte temporal 1990-2004 sendo a sua análise baseada na metodologia Fama e French, recorrendo ao modelo de três fatores. Os autores, para medir a diversidade de género, combinaram dados anuais do *Catalyst*, calculando a média da representação feminina durante dois anos. A sua investigação verifica que a existência de mais mulheres no conselho de administração não tem impacto financeiro significativo nas entidades. Neste sentido, empresas com uma elevada proporção de mulheres no topo da hierarquia têm rendibilidades idênticas ao mercado.

Ahmadi et al. (2018) analisam dados de empresas francesas no período de 2011-2013. Como metodologia, utilizam o modelo de regressão OLS, sendo que os seus resultados indicam uma relação positiva entre a existência da diversidade de género nos conselhos de administração e o retorno sobre o património líquido (ROE) e o retorno sobre os ativos (ROA). A medição da diversidade de género foi calculada pela proporção média de mulheres diretoras nos conselhos de administração da amostra utilizada durante o horizonte temporal estabelecido. Assim, esta investigação demonstra que a diversidade de género nos conselhos de administração tem um impacto positivo na performance financeira de empresas.

Simionescu et al. (2021) utilizam uma amostra de empresas no horizonte temporal 2009-2020, sendo o seu estudo realizado através de um modelo de dados em painel, baseando-se no retorno sobre os ativos (ROA) e no índice preço/ lucro (PER). Para medir a diversidade de género utilizam a proporção das mulheres nos conselhos administrativos das empresas. Especificamente, baseiam-se na percentagem de mulheres em relação ao número total de membros dos conselhos diretivos. Após estimar o modelo de efeitos fixos e aleatórios, os resultados não mostram associação estatisticamente significativa entre a diversidade de género no conselho de administração e o ROA, mas mostram uma influência positiva do número de mulheres na relação preço/lucro. No entanto, o resultado revela a falta de significância estatística para todas as medidas de diversidade de género nos conselhos de administração.

Owen e Temesvary (2018) utilizam dados de bancos no horizonte temporal 1999-2015 e para o seu estudo realizam estimativas por diferenças em primeira diferença como metodologia de investigação. O objetivo desta metodologia é transformar os dados subtraindo o valor da variável em um período anterior do seu valor atual, eliminando os efeitos fixos que são constantes ao longo do tempo. Neste estudo, para medir a diversidade de género nos conselhos de administração utilizam o índice Blau, também conhecido como Índice de Heterogeneidade de Blau. Este índice mede a diversidade dentro de um grupo em relação a uma determinada característica sendo que, neste caso, é calculado através da proporção de mulheres e homens nos conselhos de administração dos bancos. Quanto mais baixo for o resultado desse índice, maior a desigualdade de género presente. Os autores verificam que a participação feminina tem um efeito positivo uma vez atingido um determinado nível de diversidade de género, sendo esse efeito apenas observado em bancos mais capitalizados. Ou seja, os seus resultados sugerem que a continuação da expansão

voluntária da diversidade de género nos conselhos de administração dos bancos pode aumentar o seu valor, desde que estes sejam bem capitalizados.

Carter et al. (2003) recorrem a dados de empresas no ano de 1997, utilizando para o seu estudo a comparação de médias e análise de regressão. As características dos conselhos de administração das empresas, como a diversidade de género, foram obtidas através da publicação da *Directorship* “Dados significativos para diretores de 1999: Políticas do Conselho e Tendências de Governança”. Depois de controlar a dimensão, o setor e outras medidas de governança corporativa, foram encontradas relações positivas e estatisticamente significativas entre a presença de mulheres nos conselhos de administração e o valor das empresas.

Mais recentemente, Arango-Home et al. (2023) analisam dados de empresas no horizonte temporal 2019-2021 e o seu estudo é realizado através de dados em painel. Os autores realizaram uma percentagem média de mulheres nos conselhos de administração para calcular o nível da diversidade de género nos conselhos diretivos. Os seus resultados indicam que ao ter mulheres nos conselhos de administração pode ser benéfico, mas à medida que são incorporadas mais mulheres e sua percentagem dentro do CA cresce, o impacto sobre a geração de valor torna-se negativo. Assim, os autores concluem que ter mulheres nos conselhos de administração tem um efeito positivo, não significativo, no valor económico adicionado (EVA), que diminui conforme a participação das mulheres aumenta.

Finalmente, Wang et al. (2024) examinam dados de empresas japonesas no horizonte temporal 2006-2023 fazendo a estimação dos seus dados através do modelo de dados em painel de efeitos fixos. Para medir a diversidade de género nos conselhos de administração, utilizam duas abordagens: (1) proporção de mulheres diretoras no CA, calculada através da sua divisão pelo número total de diretores e (2) uma variável *dummy*, que assume o valor “1” na presença de pelo menos uma mulher diretora e que assume o valor “0” na sua ausência. Os seus resultados mostram uma associação negativa entre a diversidade de género no conselho de administração em relação ao desempenho empresarial, sendo o coeficiente de diversidade de género estatisticamente significativo.

Através da análise dos estudos mencionados é possível evidenciar que se espera um efeito positivo com a presença da diversidade de género nos conselhos de administração, mesmo com a utilização de diferentes metodologias. Contudo, a evidência empírica não traduz um resultado evidente pelo que carece de maior investigação.

### 3. Metodologia

O principal objetivo deste trabalho é investigar a relação entre a diversidade de género nos conselhos de administração e o valor da empresa. Para tal, considera-se a metodologia de Fama e French (2018). Ao utilizar o modelo de seis fatores de Fama e French (2018) é possível realizar uma investigação mais profunda acerca do tema em questão, visto que serão utilizadas mais variáveis como um fator de risco da rendibilidade das empresas, bem como um fator de risco investimento, o que não acontece em investigações anteriores, sendo essa uma das razões principais por se ter optado por este modelo. Para além de ser uma investigação diferenciada, é mais completa. Segue-se de perto o modelo utilizado por Francoeur et al. (2009), que utiliza o modelo de 3 fatores de Fama e French.

O modelo de seis fatores de Fama e French (2018), para além de trazer um maior poder explicativo por incorporar mais fatores como o investimento e a rendibilidade, permite uma melhor compreensão das anomalias do mercado corrigindo falhas que existiam em outras abordagens, reduz o risco não sistemático que não era contemplado no modelo de três fatores, facilita a construção de estratégias de investimento, entre outros benefícios. Ou seja, melhora a explicação das variações das rendibilidades dos ativos incorporando novos fatores importantes como o investimento e a rendibilidade, fornecendo uma ferramenta mais robusta para a gestão de carteira e avaliação do risco.

O horizonte temporal utilizado para a realização do estudo desenvolvido são três anos, de janeiro de 2019 a dezembro de 2021, considerando as cotações semanais das empresas. Desta forma será possível analisar um maior número de observações, bem como acompanhar o desempenho das empresas a um nível mais detalhado no decorrer dos anos.

#### 3.1. Definição de Amostra

A amostra inicial consiste em todas as empresas cotadas no Índice *STOXX Europe 600*. O Índice *STOXX Europe 600* foi desenvolvido, em 1998, por uma empresa suíça subsidiada pelo grupo Deutsche-Borse conhecida como STOXX. Este representa cerca de 90% do mercado de ações europeu, sendo constituído a partir do desempenho de 600 empresas cotadas dentro de 17 países da Europa: Alemanha, Áustria, Bélgica, Dinamarca, Espanha, Finlândia, França, Holanda, Irlanda, Itália, Luxemburgo, Noruega, Polónia, Portugal, Reino Unido, Suécia e Suíça.

Para a determinação da amostra recorreu-se aos relatórios anuais, *European Women on Board* (EWoB), cujo objetivo é analisar o progresso da igualdade de género e ajudar as empresas a fazerem mudanças. A sua missão é defender a existência da diversidade de género nos conselhos de administração e promover boas práticas na governança corporativa que favoreçam a diversidade de género. Para a concretização desses relatórios utilizam o GDI (índice de diversidade de género).

O GDI é um indicador que reflete as seguintes vertentes:

- Participação das mulheres em posições de liderança (ponderação de 50%)
- Proporção das mulheres nos conselhos de administração (ponderação de 20%)
- Proporção das mulheres em cargos executivos (ponderação de 20%)
- Proporção das mulheres nos comités (ponderação de 10%)

Cada uma destas vertentes tem uma ponderação no cálculo do GDI sendo que o resultado ideal é 1 significando que existe um equilíbrio perfeito na constituição dos conselhos de administração. Quando o GDI se aproxima de 2 significa que há menos homens na liderança e, quando o GDI se aproxima de 0 significa que há menos mulheres.

Para a determinação da amostra final é fundamental ter em consideração o GDI e os dados disponíveis na *Datastream* (base de dados utilizada para a recolha de dados financeiros das empresas). Assim, os critérios de integração na amostra são:

1. Empresas cotadas no Índice STOXX Europe 600, ao longo dos 3 anos em análise;
2. Empresas cotadas no Índice STOXX Europe 600, ao longo dos 3 anos em análise;
3. Empresas cujos dados referentes ao GDI (índice de diversidade de género) constem nos relatórios EWoB nos anos em estudo;
4. Empresas que tenham todos os dados necessários disponíveis na base de dados “DataStream” que será a utilizada para a recolha de dados;

Na Tabela 2, está demonstrado o processo de construção da amostra.

**Tabela 2***Determinação da Amostra*

<b>Critérios</b>	<b>Amostra</b>
<b>Amostra Inicial</b>	600 empresas
Empresas com GDI's desconhecidos nos 3 anos em estudo	279 empresas
Empresas sem todos os dados necessários disponíveis na base de dados <i>Datastream</i>	66 empresas
<b>Amostra Final</b>	<b>255 empresas</b>

*Nota.* Nesta tabela exibe-se o formação da amostra utilizada na investigação. A primeira coluna apresenta os critérios que influenciam o cálculo da amostra final, enquanto a segunda coluna evidencia a totalidade das empresas inseridas na amostra do estudo.

A amostra é constituída por empresas de 17 países europeus. Contudo, destaca-se o Reino Unido e França pois é onde se centra o maior número de empresas, com uma representação de 19,6% e 19,2%, respetivamente. A Tabela 3 apresenta a amostra por país.

**Tabela 3***Empresas por País*

<b>País</b>	<b>Número de empresa</b>	<b>Peso por país</b>
Reino Unido	50	19,6%
França	49	19,2%
Alemanha	33	12,9%
Suíça	26	10,2%
Suécia	23	9,0%
Netherlands	16	6,3%
Dinamarca	12	4,7%
Noruega	11	4,3%
Espanha	11	4,3%
Itália	10	3,9%%
Finlândia	10	3,9%
Bélgica	2	0,8%
Irlanda	1	0,4%
Polónia	1	0,4%
<b>Total</b>	<b>255</b>	<b>100%</b>

Relativamente à caracterização da amostra por setor, destaca-se o setor da saúde e farmacêutico e os serviços que estão representados em 12,5%. A Tabela 4 identifica as empresas por setor.

**Tabela 4**

*Empresas por Setor*

<b>Setor</b>	<b>Número de empresas</b>	<b>Peso por setor</b>
Setor da saúde e farmacêutica	32	12,5%
Serviços	32	12,5%
Setor de engenharia	24	9,4%
Seguros	20	7,8%
Setor de energia	19	7,5%
Setor alimentar	19	7,5%
Setor tecnológico	18	7,1%
Setor químico	15	5,9%
Setor automóvel e de transportes	14	5,5%
Telecomunicações	12	4,7%
Setor de construção e infraestruturas	10	3,9%
Varejo	8	3,1%
Setor Aeroespacial	7	2,7%
Moda e Beleza	7	2,7%
Entretenimento	7	2,7%
Setor de mineração	6	2,4%
Investimentos	2	0,8%
Distribuição	2	0,8%
Educação	1	0,4%
<b>Total</b>	<b>255</b>	<b>100%</b>

### **3.2. Constituição de Carteiras Necessárias à Implementação do Modelo de 6 Fatores**

Para a constituição da carteira das empresas com boa diversidade de género foi necessário definir um marco onde fosse possível distinguir as empresas com boa diversidade de género nos conselhos de administração das empresas com má diversidade. Para tal, teve-se em conta o *EWoB* que definiu que todas as empresas com mais de 0,53 de *GDI* estavam acima de média.

Assim, calculou-se a média de cada empresa da amostra e, todas as empresas cuja média seja igual ou superior a 0,53, pertencem ao grupo de empresas que tem uma boa diversidade de género nos conselhos de administração, enquanto todas as empresas cuja média é inferior a 0,53 pertencem ao grupo das empresas que tem uma má diversidade de género.

Deste modo, constituíram-se três carteiras para a realização da investigação:

- **Full Market (FM):** carteira constituída por toda a amostra definida (255 empresas);
- **Empresas com Boa Diversidade de Género (EBDG):** carteira constituída por todas as empresas com uma média do *GDI* superior a 0,53 (161 empresas);
- **Reduced Market (RM):** carteira constituída por toda a amostra exceto as empresas com média do *GDI* superior a 0,53 (94 empresas).

### 3.3. Hipótese de Investigação

De acordo com vários autores, por exemplo Francoeur et al. (2008) e Wang et al. (2024), é expectável que a diversidade de género aumente a rendibilidade das empresas. Logo:

- **H1:** *A presença da diversidade de género nos conselhos de administração aumenta a rendibilidade das empresas.*

### 3.4. Modelo Estatístico Proposto

Para o desenvolvimento da investigação será utilizado o modelo de seis fatores de Fama e French (2018), de forma a encontrar a rendibilidade futura das ações (valor da empresa). Este é expresso da seguinte forma:

$$R_i - R_f = a_i + \beta_i(R_m - R_f) + s_iSMB + h_iHML + r_iRMW + c_iCMA + w_iWML + \varepsilon_i \quad (3.1)$$

Onde,

- $R_i$  representa a rendibilidade do ativo  $i$ ;
- $R_f$  representa a taxa de juro sem risco;
- $R_m - R_f$  (fator de mercado) representa o prémio de risco de mercado;
- $SMB$  (fator de risco dimensão) que considera a rendibilidade em excesso de ações de empresas de pequena dimensão relativamente a ações de empresas de grande dimensão, sendo a dimensão aferida pela capitalização de mercado:

$$\text{Capitalização de mercado} = \text{Preço de mercado} \times N^\circ \text{ de ações circulação} \quad (3.2)$$

- $HML$  (Fator de risco valor) que abrange os rendimentos médios mais elevados das empresas com um rácio valor patrimonial sobre o valor de mercado elevado em

comparação com as empresas com um rácio mais baixo. O rácio em questão está exibido na Equação 3.3:

$$\text{Valor patrimonial sobre o valor de mercado} = \frac{\text{Valor contabilístico por ação } (t - 1)}{\text{Valor de mercado } (t - 1)} \quad (3.3)$$

- *RMW* (Fator de risco rendibilidade): mede a diferença da rendibilidade obtida por ações com desempenho operacional elevado e ações com desempenho operacional fraco.

$$\text{Rendibilidade} = \frac{\text{Resultado Operacional } (t - 1) - \text{Gastos Financeiros } (t - 1)}{\text{Valor contabilístico por ação } (t - 1)} \quad (3.4)$$

- *CMA* (Fator de risco investimento): diferença entre as rendibilidades das empresas que investem de forma conservadora e das empresas que investem de forma agressiva, tendo em conta a taxa de crescimento dos ativos:

$$\text{Taxa de crescimento dos ativos} = \frac{\text{Total ativos } (t - 1) - \text{Total ativos } (t - 2)}{\text{Total ativos } (t - 2)} \quad (3.5)$$

- *WML* (Fator *momentum*): representado pela diferença de rendibilidades entre as empresas que apresentaram resultados acima da média e das empresas que apresentaram resultados abaixo da média;
- $a_i$  traduz a interceção da regressão, ou seja, a rendibilidade que não pode ser explicado pelos fatores;
- $\beta_i, s_i, h_i, r_i, c_i, w_i$  representam os coeficientes dos fatores de risco.

### 3.5.Recolha de Dados

Para a recolha de informação acerca dos dados financeiros das empresas inseridas no índice *STOXX Europe 600* recorre-se à base de dados *Datastream*. Esta fornece dados financeiros e macroeconómicos históricos, com a apresentação de 120 anos de dados, em 175 países e 60 mercados.

Para o estudo, retiraram-se dados financeiros das empresas, com frequência semanal, desde janeiro de 2017 a dezembro de 2021, da base de dados:

- Número de ações em livre circulação;
- Número de ações;
- Cotações das ações;
- Valor contabilístico por ação;
- Resultado Operacional;
- Gastos Financeiros;
- Total Ativos.

### 3.6. Construção e Análise dos Fatores de Risco

#### 3.6.1. Excesso de Rendibilidade

O excesso da rendibilidade ( $R_i - R_f$ ) resulta da diferença entre a rendibilidade da carteira e a taxa de juro sem risco. Esta variável foi calculada para as três carteiras mencionadas anteriormente: *Full Market (FM)*, *Empresas com Boa Diversidade de Género (EBDG)* e *Reduced Market (RM)*.

Assim, o cálculo da rendibilidade faz-se da seguinte forma:

$$R_i - R_f = \sum (\text{Peso Capitalização mercado} \times \text{Rendibilidades}) - R_f \quad (3.6)$$

Como o nome indica, o peso da capitalização de mercado foi calculado através dos valores retirados da base de dados *Datastream* referentes à capitalização de mercado. Este foi resultado da comparação entre o valor da capitalização de mercado de uma dada empresa com o valor total de capitalização de mercado da carteira.

Para o cálculo das rendibilidades semanais de cada empresa recorre-se à Equação 3.7:

$$\text{Rendibilidade} = \frac{\text{Cotação da ação } (t) - \text{Cotação da ação } (t - 1)}{\text{Cotação da ação } (t - 1)} \quad (3.7)$$

Para a determinação da taxa de juro sem risco recorreu-se à taxa juro a 3 meses dos bilhetes de tesouro alemães, retirada do site *Investing*<sup>3</sup>.

---

<sup>3</sup> <https://www.investing.com/rates-bonds/germany-3-month-bond-yield-historical-data>

### 3.6.2. Fator Dimensão e Fator Valor

Para o cálculo do *SMB* (fator de risco dimensão) e *HML* (fator de risco valor) foi necessário o cálculo da capitalização de mercado das empresas e do valor patrimonial sobre o valor de mercado das empresas da amostra.

A capitalização de mercado e o valor patrimonial sobre o valor de mercado calcularam-se através das Equações 3.8 e 3.9:

$$\text{Capitalização de mercado} = N^{\circ} \text{ de ações em circulação} \times \text{Cotação ações} \quad (3.8)$$

$$\text{Valor patrimonial sobre valor de mercado} = \frac{N^{\circ} \text{ Ações} * V\text{Cont. por ação}}{N^{\circ} \text{ Ações} * \text{Cotação Ações}} \quad (3.9)$$

A mediana dos valores da capitalização de mercado foi utilizada para dividir as ações em dois grupos, pequeno (S) e grande (B), sendo esta forma utilizada para qualquer um dos fatores integrados neste modelo estatístico.

Já o rácio do valor patrimonial sobre o valor de mercado foi dividido em três grupos: baixo (L) referente a 30% dos valores mais baixos do valor patrimonial sobre o valor de mercado; médio (M) que representa 40% dos valores entre os mais baixos e mais altos, e alto (H) referente a 30% dos valores mais altos.

Feita essa divisão, foram criadas seis carteiras através da interseção desses grupos:

- **SL (Pequeno e Baixo):** empresas com valores baixos de capitalização de mercado e valores baixos de valor patrimonial sobre o valor de mercado;
- **SM (Pequeno e Médio):** empresas com valores baixos de capitalização de mercado e valores médios de valor patrimonial sobre o valor de mercado;
- **SH (Pequeno e Alto):** empresas com valores baixos de capitalização de mercado e valores altos de valor patrimonial sobre o valor de mercado;
- **BL (Grande e Baixo):** empresas com valores altos de capitalização de mercado e valores baixos de valor patrimonial sobre o valor de mercado;
- **BM (Grande e Médio):** empresas com valores altos de capitalização de mercado e valores médios de valor patrimonial sobre o valor de mercado;
- **BH (Grande e Alto):** empresas com valores altos de capitalização de mercado e valores altos de valor patrimonial sobre o valor de mercado.

O fator dimensão (*SMB*) determina-se através da subtração da média entre a carteira pequena com a carteira grande, isto é, a diferença semanal na rendibilidade média das três carteiras com empresas de pequena capitalização e rendibilidade média das três carteiras com grande capitalização.

$$SMB = \frac{(SL + SM + SH)}{3} - \frac{BL + BM + BH}{3} \quad (3.11)$$

O fator de risco valor (*HML*) resulta da diferença semanal nas rendibilidades médias entre as duas carteiras de alto e baixo valor patrimonial sobre o valor de mercado.

$$HML = \frac{(SH + BH)}{2} - \frac{SL + BL}{2} \quad (3.11)$$

### 3.6.3. Fator Rendibilidade

No que diz respeito ao *RMW* (fator de risco rendibilidade) foi necessário, primeiro, calcular a rendibilidade do capital próprio de cada uma das empresas. Para tal, foi usada a Equação 3.12:

$$Rendibilidade\ Cap.\ Próprio = \frac{RO(t-1) - Gastos\ Financeiros(t-1)}{VC\ por\ ação(t-1)} \quad (3.12)$$

Tal como no fator de risco valor, a rendibilidade do CP foi dividida em três grupos, o fraco (W) que representa 30% dos valores mais baixos obtidos, o neutro (N) relativo a 40% dos valores médios e por fim, o robusto (R) que implica os restantes 30% referentes aos valores mais altos do lucro operacional.

Foram, então, criadas seis carteiras originadas da interseção dos três grupos referentes ao fator de rendibilidade com os dois grupos do fator dimensão:

- **SW (Pequeno e Fraco):** empresas com valores baixos de capitalização de mercado e valores baixos de rendibilidade CP;
- **SN (Pequeno e Neutro):** empresas com valores baixos de capitalização de mercado e valores médios de rendibilidade CP;
- **SR (Pequeno e Robusto):** empresas com valores baixos de capitalização de mercado e valores altos de rendibilidade CP;

- **BW (Grande e Fraco):** empresas com valores altos de capitalização de mercado e valores baixos de rendibilidade CP;
- **BN (Grande e Neutro):** empresas com valores altos de capitalização de mercado e valores médios de rendibilidade CP;
- **BR (Grande e Robusto):** empresas com valores altos de capitalização de mercado e valores altos de rendibilidade CP.

O fator de risco rendibilidade (*RMW*) resulta do cálculo exibido na Equação 3.13.

$$RMW = \frac{(SR + BR)}{2} - \frac{SW + BW}{2} \quad (3.13)$$

#### 3.6.4. Fator Investimento

Quanto ao *CMA* (fator de risco investimento) é necessário a realização do cálculo do crescimento anual dos ativos da empresa mediante a aplicação da equação 3.14.

$$Crescimento\ Anual\ dos\ Ativos = \frac{Total\ Ativos\ (t - 1) - Total\ Ativos\ (t - 2)}{Total\ Ativos\ (t - 2)} \quad (3.14)$$

Ao obter os resultados do crescimento anual dos ativos, procede-se à divisão do fator em três grupos distintos: conservador (C) que representa 30% dos valores mais baixos obtidos do crescimento anual dos ativos; neutro (N) que resulta de 40% dos valores médios e agressivo (A) constituído por 30% dos valores mais altos.

Feita a interseção do fator investimento e fator dimensão, dá-se origem a seis novas carteiras:

- **SC (Pequeno e Conservador):** empresas com valores baixos de capitalização de mercado e valores baixos de crescimento anual de ativos;
- **SN (Pequeno e Neutro):** empresas com valores baixos de capitalização de mercado e valores médios de crescimento anual de ativos;
- **SA (Pequeno e Agressivo):** empresas com valores baixos de capitalização de mercado e valores altos de crescimento anual de ativos;
- **BC (Grande e Conservador):** empresas com valores altos de capitalização de mercado e valores baixos de crescimento anual de ativos;

- **BN (Grande e Neutro):** empresas com valores altos de capitalização de mercado e valores médios de crescimento anual de ativos;
- **BA (Grande e Agressivo):** empresas com valores altos de capitalização de mercado e valores altos de crescimento anual de ativos.

Realizada a divisão das seis carteiras, calcula-se o CMA (fator de investimento) da seguinte forma:

$$CMA = \frac{(SC + BC)}{2} - \frac{(SA + BA)}{2} \quad (3.15)$$

### 3.6.5. Fator Momentum

Para o *WML* (fator *momentum*) é necessário determinar as rendibilidades cumulativas do mês t-12 para o mês t-2. Para o cálculo dessas rendibilidades utilizam-se as cotações das ações das empresas.

Após esse cálculo, divide-se o fator em três grupos: perdedor (L) constituído por 30% dos valores mais baixos; neutro (N) que corresponde a 40% dos valores médios e vencedor (W) representado pelos restantes 30% dos valores mais altos obtidos.

Por fim, faz-se a interseção do fator dimensão com o fator *momentum* resultando nas seguintes carteiras:

- **SL (Pequeno e Perdedor):** empresas com valores baixos de capitalização de mercado e valores baixos de rendibilidade;
- **SN (Pequeno e Neutro):** empresas com valores baixos de capitalização de mercado e valores médios de rendibilidade;
- **SW (Pequeno e Vencedor):** empresas com valores baixos de capitalização de mercado e valores altos de rendibilidade;
- **BL (Grande e Perdedor):** empresas com valores altos de capitalização de mercado e valores baixos de rendibilidade;
- **BN (Grande e Neutro):** empresas com valores altos de capitalização de mercado e valores médios de rendibilidade;
- **BW (Grande e Vencedor):** empresas com valores altos de capitalização de mercado e valores altos de rendibilidade.

Para o cálculo do fator *momentum*, recorre-se à seguinte Equação:

$$WML = \frac{(SW + BW)}{2} - \frac{(SL + BL)}{2} \quad (3.16)$$

### 3.6.6. Fator de Mercado

O fator de risco de mercado é a diferença entre a rendibilidade e taxa de juro sem risco para todo o mercado (255 empresas). Como dito anteriormente, a taxa de juro sem risco é representada pela taxa juro, a 3 meses, dos bilhetes de tesouro alemães.

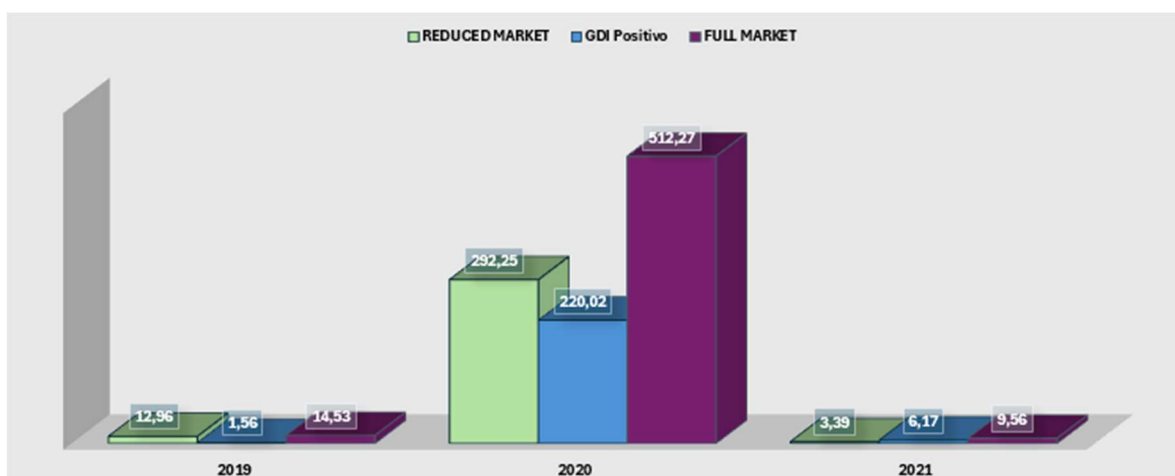
## 4. Resultados

### 4.1. Evolução das Rendibilidades das Carteiras

Nesta fase, para analisar se a carteira com boa diversidade de género (*CBDG*) superou os dois benchmarks (*FM* e *RM*), são comparadas as rendibilidades médias anuais de cada uma das três carteiras, conforme exibido na Figura 1.

**Figura 1**

*Retornos Médios Semanais por Ano*



*Nota.* A Figura 1 retrata a evolução das rendibilidades médias anualizadas dos anos 2019, 2020 e 2021.

Através desta análise é possível compreender que, em 2019 e 2020, a carteira com boa diversidade de género teve uma pior performance comparativamente aos *benchmarks*, contudo, em 2021, consegue-se verificar uma mudança desse cenário.

Nesse ano, a carteira com boa diversidade de género conseguiu uma melhor performance relativamente ao *Reduced Market* portfólio, porém, apesar de ocorrer essa mudança, não se consegue concluir que as empresas com boa diversidade de género têm melhores resultados que os outros *benchmarks*, pelo que daremos continuação à investigação através da estimação do modelo de 6 fatores de Fama e French (2018) no tópico seguinte.

## 4.2. Resultados da Regressão do Modelo Fama e French (2018)

Para a análise empírica é utilizado o modelo de 6 fatores descrito no ponto 3.4. deste trabalho. Os parâmetros foram estimados através da implementação de séries temporais no programa Gretl (*Gnu Regression, Econometrics and Time-Series Library*).

A Tabela 5 sumariza os resultados obtidos para as três carteiras.

**Tabela 5**

*Estimação do Modelo Fama e French (2018)*

Variáveis	CARTEIRAS			
	Empresas com boa diversidade de gênero		Reduced Market (RM)	
<b>(<math>\alpha</math>)</b>	2,05653		-2,31732	
<b>Market <math>\beta</math></b>	0,507936	***	0,492524	***
<b>SMB <math>\beta</math></b>	0,00859229	***	-0,00858369	***
<b>HML <math>\beta</math></b>	-0,00716845	***	0,00715886	***
<b>RMW <math>\beta</math></b>	-0,00154805	***	0,00154606	***
<b>CMA <math>\beta</math></b>	0,0113624	***	-0,0113826	***
<b>WML <math>\beta</math></b>	-0.000912029	***	0,000911721	***
<b>R-quadrado ajustado</b>	0,993082		0,996933	

*Nota.* A estimação do modelo foi realizada através do software Gretl. A significância estatística é indicada por \*, \*\* e \*\*\* que representa o valor do p-value de 10%, 5% e 1%, respectivamente. A tabela é um breve resumo da regressão de Fama e French (2018) para as três carteiras. SMB é a diferença entre os retornos e as empresas grandes e pequenas; HML é a diferença entre os retornos e as empresas com alto e baixo valor patrimonial sobre valor de mercado; RMW é a diferença entre os retornos e as empresas com altas e baixas rendibilidade capital próprio; CMA é a diferença entre os retornos e as empresas com alto e baixo investimento; WML é a diferença entre os retornos das empresas com os retornos anteriores ascendentes e descendentes;  $\alpha$  é o termo de interceção da regressão.

Para o valor de mercado utilizou-se o valor da rendibilidade da carteira *Full Market* (FM), logo, o beta de mercado deve ser igual a 1 e os resultados da interceção e dos betas para os restantes fatores de risco devem ser iguais a 0.

O  $\alpha$  é a variável chave de interesse que irá permitir confirmar as nossas hipóteses sendo que capta o excesso de rendibilidade que as empresas com boa diversidade de gênero ganham acima do seu benchmark, após controlar o risco.

#### **4.2.1. Resultados - Empresas com Boa Diversidade de Género**

O  $\alpha$  (termo de intercepção) nas carteiras das empresas com boa diversidade de género registou um valor de 2,07, aproximadamente, significando que estas empresas evidenciam uma rendibilidade semanal superior a outras empresas, no mesmo período. Porém, estes valores revelam que o fator não é estatisticamente significativo no modelo. Isto significa que a rendibilidade observada na carteira pode ser atribuída aos fatores de risco utilizados não havendo evidência de rendibilidades que justifiquem uma habilidade adicional.

Todos os restantes fatores revelam ser estatisticamente significativos para a nossa investigação.

O fator de mercado, o SMB beta e o CMA beta são positivos e estatisticamente significativos significando que as rendibilidades das empresas com boa diversidade de género são sensíveis à rendibilidade do mercado, ao fator dimensão e ao fator de investimento. Assim, por cada variação de 1% no fator mercado, no SMB e no CMA, o excesso de rendibilidade do ativo muda em, aproximadamente, 50,79%, 0,86% e 1,14%, respetivamente, dessa variação.

O HML beta, o RMW beta e o WML beta são estatisticamente significativos, contudo apresentam valores negativos, ou seja, por cada variação de 1% desses fatores, o excesso de rendibilidade do ativo muda em, aproximadamente, -0,72%, -0,15% e -0,09%, respetivamente, dessa variação.

O  $R^2$  avalia o ajuste do modelo. Neste caso, o  $R^2$  ajustado é de 0,993082, ou seja, 99,31% da variação do excesso da rendibilidade é explicada pela variação aos fatores expostos no modelo.

#### **4.2.2. Resultados- Reduced Market Portfólio**

O  $\alpha$  (termo de intercepção) na carteira *Reduced Market* (RM) registou um valor negativo de 2,3173, aproximadamente, significando que estas empresas evidenciam uma rendibilidade semanal de 231,73% inferior às empresas com boa diversidade de género, no mesmo período. Porém, tal como na carteira das empresas com boa diversidade de género, este valor não é estatisticamente significativo no modelo.

Todos os restantes fatores revelam ser estatisticamente significativos para a nossa investigação.

O fator de mercado, o HML beta, o RMW beta e o WML beta são positivos e estatisticamente significativos significando que as rendibilidades das empresas com boa diversidade de género são sensíveis à rendibilidade do mercado, ao fator valor, ao fator de rendibilidade e ao fator momentum. Assim, por cada variação de 1% nesses fatores, o excesso de rendibilidade do ativo muda em, aproximadamente, 49,25%, 0,72%, 0,15% e 0,09%, respetivamente, dessa variação.

O SMB beta e o CMA beta são estatisticamente significativos, contudo apresentam valores negativos, ou seja, por cada variação de 1% desses fatores, o excesso de rendibilidade do ativo muda em, aproximadamente, -8,58% e 1,14%, respetivamente, dessa variação.

O  $R^2$  ajustado é de 0,996933, ou seja, 99,69% da variação do excesso das rendibilidades é explicada pela variação aos fatores expostos no modelo.

#### **4.2.3. Comparação de Resultados das Carteiras**

Analisando apenas os resultados obtidos no termo de interceção ( $\alpha$ ) podíamos afirmar que as empresas com mais diversidade de género nos conselhos de administração têm mais valor que as outras, contudo, visto que ambos as carteiras não registam significância estatística, este resultado não é conclusivo.

Quanto aos fatores remanescentes é possível afirmar que os mesmo têm significância estatística em cada carteira.

Por fim, ambas as carteiras registam um  $R^2$  superior a 0,99 significando que 99% da variação do excesso de rendibilidade é explicada pela variação dos fatores expostos neste modelo.

## 5. Conclusão

A diversidade de género nos conselhos de administração tem sido um tema amplamente discutido no contexto empresarial, sendo frequentemente associada a benefícios sociais e financeiros. Neste estudo, explora-se a relação entre a existência de diversidade de género nos conselhos de administração e a rentabilidade das empresas cotadas no *STOXX Europe 600*, analisando a literatura existente e os dados empíricos obtidos.

Como parte da análise, utilizou-se o modelo de 6 fatores de Fama e French (2018) para isolar os fatores que influenciam a rentabilidade das empresas e verificar o efeito específico da diversidade de género. Este modelo foi fundamental para controlar variáveis como o risco de mercado, dimensão, valor, rentabilidade do capital próprio, investimento e momentum, permitindo uma avaliação mais robusta do impacto da diversidade nas rentabilidades das ações das empresas.

Ao analisar os resultados, ignorando a significância estatística, verifica-se que as empresas com uma boa média de diversidade de género (carteira com boa diversidade de género) superaram ambas as carteiras de referência (*Full Market* e *Reduced Market*), ou seja, o seu retorno semanal é superior aos retornos dos outros portfólios, no mesmo período, o que indicaria que a existência de diversidade de género nos conselhos de administração contribui nas rentabilidades das ações das empresas. Porém, este resultado não é conclusivo pelo facto do termo de interceção não ser estatisticamente significativo. Assim, com base no modelo Fama e French de seis fatores, não há evidência suficiente para suportar uma relação direta entre a diversidade de género nos conselhos de administração e o valor das empresas.

Embora o estudo não tenha encontrado evidências significativas, isso não desqualifica a importância da diversidade de género nas empresas sendo que, esta pode ter efeitos indiretos ou benefícios qualitativos que não são facilmente capturados por modelos financeiros, logo, é essencial a continuação deste estudo com diferentes abordagens para obter uma compreensão mais completa do impacto da diversidade de género no valor das empresas. Acredito que ao ter em consideração tais efeitos indiretos ou benefícios qualitativos conseguiria ter um resultado mais preciso acerca desta investigação.

Em suma, futuras pesquisas devem adotar uma abordagem mais ampla e multifacetada para capturar a complexidade da relação entre a diversidade de género e o valor da empresa. A

integração de outros fatores, como por exemplo, ciclo económico onde se encontram as empresas (recessão ou expansão), a qualidade da diversidade bem como o grau de influência das mulheres e a efetividade das políticas de inclusão, entre outros, poderão proporcionar uma compreensão mais profunda e completa sobre os impactos da diversidade de género no ambiente empresarial.

## Referências Bibliográficas

- Abdullah, H., & Valentine, B. (2009). Fundamental and ethics theories of corporate governance. *Middle Eastern Finance and Economics*, 4(4), 88-96.
- Adams, R. B. & Ferreira, D. (2009). Women in the boardroom and their impact on governance and performance. *Journal of Financial Economics*, 94(2), 291-309. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2008.10.007>
- Ahmadi, A., Nakaa, N., & Bouri, A. (2018). Chief Executive Officer attributes, board structures, gender diversity and firm performance among French CAC 40 listed firms. *Research in International Business and Finance*, 44(4), 218-226. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.07.083>
- Alqahtani, T. (2019). Barriers to Women's leadership. *Granite Journal: A Postgraduate Interdisciplinary Journal*, 3(2), 34-41.
- Amorelli, M. F., & García-Sánchez, I. M. (2020). Critical mass of female directors, human capital, and stakeholder engagement by corporate social reporting. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 27(1), 204-221. <https://doi.org/10.1002/csr.1793>
- Arango-Home, M. C., González-Ruiz, J. D., & Valencia-Arias, A. (2023). Relationship between Women on Board Directors and Economic Value Added: Evidence from Latin American Companies. *Sustainability*, 15(17). <https://doi.org/10.3390/su151713179>
- Baker, H. K., Pandey, N., Kumar, S., & Halder, A. (2020). A bibliometric analysis of board diversity: Current status, development, and future research directions. *Journal of Business Research*, 108, 232-246. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2019.11.025>
- Boivie, S., Bednar, M. K., Aguilera, R. V., & Andrus, J. L. (2016). Are boards designed to fail? The implausibility of effective board monitoring. *Academy of Management Annals*, 10(1), 319-407. <https://doi.org/10.5465/19416520.2016.1120957>
- Bonazzi, L., & Islam, S. M. (2007). Agency theory and corporate governance: A study of the effectiveness of board in their monitoring of the CEO. *Journal of Modelling in Management*, 2(1), 7-23. <https://doi.org/10.1108/17465660710733022>
- Carter, D. A., Simkins, B. J., & Simpson, W. G. (2003). Corporate governance, board diversity, and firm value. *Financial Review*, 38(1), 33-53. <https://doi.org/10.1111/1540-6288.00034>

- Cejka, M. A., & Eagly, A. H. (1999). Gender-stereotypic images of occupations correspond to the sex segregation of employment. *Personality and Social Psychology Diversity*, 25(4), 413-423 <https://doi.org/10.1177/0146167299025004002>
- Conselho Europeu Conselho da União Europeia (2024, janeiro 3) *Equilíbrio entre homens e mulheres nos conselhos de administração das empresas* <https://www.consilium.europa.eu/pt/policies/gender-balance-corporate-boards/>
- Convington (2022, julho 27) *FuPoG II – The gender quota on the executive board* <https://www.cov.com/en/news-and-insights/insights/2022/07/fupog-ii--the-gender-quota-on-the-executive-board>
- Drees, J. M., & Heugens, P. P. (2013). Synthesizing and extending resource dependence theory: A meta-analysis. *Journal of management*, 39(6), 1666-1698. <https://doi.org/10.1177/0149206312471391>
- Dunn, P. (2012). The role of gender and human capital on the appointment of new corporate directors to boardroom committees: Canadian evidence. *International Business Research*, 5(5), 16- 25. <http://dx.doi.org/10.5539/ibr.v5n5p16>
- Ethics & Boards (2023, fevereiro) *Barometer of Gender Diversity in Governing Bodies in Europe*, ECODA <https://ecoda.eu/wp-content/uploads/2019/08/Ecoda-Ethics-Boards-Gender-Diversity-in-Governing-Bodies-2023.pdf>
- EWOB (2019) European Women on Board Gender Diversity Index <https://europeanwomenonboards.eu/wp-content/uploads/2022/01/Gender-Diversity-Index-2019.pdf>
- EWOB (2020) European Women on Board Gender Diversity Index <https://europeanwomenonboards.eu/wp-content/uploads/2022/01/Gender-Diversity-Index-2020.pdf>
- EWOB (2021) European Women on Board Gender Diversity Index <https://europeanwomenonboards.eu/wp-content/uploads/2024/03/Gender-Equality-Index-2021.pdf>
- Fama, E. F. & French, K. R. (2018) Choosing factors. *Journal of Financial Economics*, 128(2), 234-252. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2018.02.012>
- Ferguson, K. E. (2017). Feminist theory today. *Annual Review of Political Science*, 20(1), 269-286. <https://doi.org/10.1146/annurev-polisci-052715-111648>
- Fernández-Temprano, M. A., & Tejerina-Gaite, F. (2020). Types of director, board diversity and firm performance. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 20(2), 324-342. <https://doi.org/10.1108/CG-03-2019-0096>

- Fine, C., Sojo, V., & Lawford-Smith, H. (2019). Why does workplace gender diversity matter? Justice, organizational benefits, and policy. *Social Issues and Policy Review*, 14(1), 36-72. <https://doi.org/10.1111/sipr.12064>
- Francoeur, C., Aubé, C., Sponem, S., & Farzaneh, F. (2018). What do we know about what is going on inside the boardroom?. *Team Performance Management: An International Journal*, 24(5/6), 250-264. <https://doi.org/10.1108/TPM-07-2017-0033>
- Francoeur, C., Labelle, R., & Sinclair-Desgagné, B. (2008). Gender diversity in Corporate Governance and Top Management. *Journal of Business Ethics*, 81, 83-95. <https://doi.org/10.1007/s10551-007-9482-5>
- Hillman, A. J., Shropshire, C., & Cannella Jr, A. A. (2007). Organizational predictors of women on corporate boards. *Academy of Management Journal*, 50(4), 941-952. <https://doi.org/10.5465/amj.2007.26279222>
- Hindasah, L., & Harsono, M. (2021). Gender diversity on the board of director and firm performance: agency theory perspective. *Journal Manajemen Bisnis*, 12(2), 214-235. <https://doi.org/10.18196/mb.v12i2.10804>
- Huddy, L. (2001). From social to political identity: A critical examination of social identity theory. *Political psychology*, 22(1), 127-156. <https://doi.org/10.1111/0162-895X.00230>
- Investing.com, Germany 3 Month Bond Yield. <https://www.investing.com/rates-bonds/germany-3-month-bond-yield-historical-data>
- Jaafar, S. B., & Rahmat, M. M. (2021). Trends of board diversity: who sits in a boardroom?. *Asia-Pacific Management Accounting Journal (APMAJ)*, 16(2), 129-158. <https://apmaj.uitm.edu.my/>
- Kreitz, P. A. (2008). Best practices for managing organizational diversity. *The diversity of Academic Librarianship*, 34(2), 101-120. <https://doi.org/10.1016/j.acalib.2007.12.001>
- Lakshmi, V., & Shrivastav, S. M. (2017). Gender diversity in the boardroom and company financial performance: A review of research & perspectives. *Journal of IPEM*, 11, 59-69. [https://www.researchgate.net/publication/321905026\\_Gender\\_Diversity\\_in\\_the\\_Boardroom\\_and\\_Company\\_Financial\\_Performance\\_A\\_Review\\_of\\_Research\\_Perspectives](https://www.researchgate.net/publication/321905026_Gender_Diversity_in_the_Boardroom_and_Company_Financial_Performance_A_Review_of_Research_Perspectives)

- Madu, B. C. (2021). *Gender Diversity in the Boardroom and Firms Effectiveness: A Comparative Analysis between the Nigerian and Canadian Corporate Governance Framework* (Master's thesis, University of Windsor (Canada)).
- Maekawa, R. (2020, maio 6) *STOXX 600: o que é o índice e sua importância para o mercado financeiro*, Remessa Online. <https://www.remissaonline.com.br/blog/stoxx-600-o-que-e-o-indice-e-sua-importancia-para-o-mercado-financieiro/>
- Main, B. G. M., & Gregory-Smith, I. (2018). Symbolic management and the glass cliff: Evidence from the boardroom careers of female and male directors. *British Journal of Management*, 29(1), 136-155. <https://doi.org/10.1111/1467-8551.12208>
- Mazza, T., Furlotti, K., Medioli, A., & Tibiletti, V. (2024). Mandatory gender quotas: the impact on board and committee meetings. *Management Research Review*, 47(1), 45-63. <https://doi.org/10.1108/MRR-03-2021-0243>
- Novak, D. (2021) *The Fama and French Six- Factor Model- Evidence for the German Market* [Tese de mestrado, Universidade Católica de Lisboa de Gestão e Economia].
- Oduşanya, T. O. (2022). Reviving Gender Equilibrium on Corporate Boards' Composition: From Bedrooms to Boardrooms. In *4th International Changing World Congress*.
- Ounaha, S. (2022, outubro 3) *France Pushes Forward on Gender Diversity Within French Corporate Management Bodies Via the Rixain Act*, Insights. <https://insights.issgovernance.com/posts/france-pushes-forward-on-gender-diversity-within-french-corporate-management-bodies-via-the-rixain-act/>
- Owen, A. L., & Temesvary, J. (2018). The performance effects of gender diversity on bank boards. *Journal of Banking & Finance*, 90(5), 50-63. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2018.02.015>
- Parlamento Europeu (2022, novembro 22) *Parlamento aprova regras de referência para a igualdade de género nos conselhos de administração*, Atualidade Parlamento Europeu. <https://www.europarl.europa.eu/news/pt/press-room/20221118IPR55706/parlamento-aprova-regras-para-a-igualdade-de-genero-na-lideranca-de-empresas>
- Pfeffer, J., & Salancik, G. R., (2003) *The External Control of Organizations: A Resource Dependence Perspective* (Handel, M. J., Ed.). (Obra original publicada em 1978).
- Reuters (2023, junho 19) *Norway proposes 40% gender quota for large and mid-size unlisted firms*. <https://www.reuters.com/markets/europe/norway-proposes-40-gender-quota-large-mid-size-unlisted-firms-2023-06-19/>

- Roberts, J. (2005). Agency theory, ethics and corporate governance. In *Corporate Governance: Does any size fit?* (pp. 249-269). Emerald Group Publishing Limited. [https://doi.org/10.1016/S1041-7060\(05\)11011-6](https://doi.org/10.1016/S1041-7060(05)11011-6)
- Robeyns, I. (2006). Three models of education: Rights, capabilities and human capital. *Theory and Research in Education*, 4(1), 69-84. <https://doi.org/10.1177/1477878506060683>
- Ryan, M. K., & Haslam, S. A. (2005). The glass cliff: Evidence that women are over-represented in precarious leadership positions. *British Journal of Management*, 16(2), 81-90. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8551.2005.00433.x>
- Samuel, M., & Wendt, J. (2023). Evaluating the likelihood of the glass cliff phenomenon for female CEO's in college and universities. *Administrative Issues Journal: Connecting Education, Practice, and Research*, 13(1), 13-30. <http://doi.org/10.5929/2023.13.1.2>
- Sarah, C., & Mona, L. K. (2008). Critical mass theory and women's political representation. *Political Studies*, 56(3), 725-736. <https://doi.org/10.1111/j.1467-9248.2007.00712.x>
- Seong, J. Y., & Hong, D. S. (2013). Gender diversity: How can we facilitate its positive effects on teams?. *Social Behavior and Personality: An International Journal*, 41(3), 497-507. <https://doi.org/10.2224/sbp.2013.41.3.497>
- Simionescu, L. N., Gherghina, Ş. C., Tawil, H., & Sheikha, Z. (2021). Does board gender diversity affect firm performance? Empirical evidence from Standard & Poor's 500 Information Technology Sector. *Financial Innovation*, 7(7), 1-45. <https://doi.org/10.1186/s40854-021-00265-x>
- The Fintech Times (2023, junho 15) *Women on Boards Aims to Redefine 'Board-Ready Talent', to Improve Diversity in the FTSE Boardroom*. <https://thefintechtimes.com/women-on-boards-ftse-boardroom/>
- The University of Edinburgh- Edinburgh Law School (2016, abril 22) *US Bill on Gender Diversity in the Boardroom* <https://www.ecclblog.law.ed.ac.uk/2016/04/22/us-bill-on-gender-diversity-in-the-boardroom/>
- Valenti, A., & Horner, S. (2020). The human capital of boards of directors and innovation: An empirical examination of the pharmaceutical industry. *International Journal of Innovation Management*, 24(6), 2050056-1-20. <https://doi.org/10.1142/S1363919620500565>

- Van der Walt, N., & Ingley, C. (2003). Board dynamics and the influence of professional background, gender and ethnic diversity of directors. *Corporate Governance: An International Review*, 11(3), 218-234. <https://doi.org/10.1111/1467-8683.00320>
- Van Knippenberg, D., & Schippers, M. C. (2007). Work group diversity. *Annual Review of Psychology*, 58, 515-541. <https://doi.org/10.1146/annurev.psych.58.110405.085546>
- Wang, K., Ma, J., Xue, C., & Zhang, J. (2024). Board gender diversity and firm performance: recent evidence from Japan. *Journal of Risk and Financial Management*, 17(1), 1-27. <https://doi.org/10.3390/jrfm17010020>
- Watson, C., & Ireland, A. (2021). Boards in action: processes and practices of ‘strategising’ in the Boardroom. *Journal of Management and Governance*, 25(3), 933-966. <https://doi.org/10.1007/s10997-020-09545-7>
- Yang, W., Yang, J., & Gao, Z. (2019). Do female board directors promote corporate social responsibility? An empirical study based on the critical mass theory. *Emerging Markets Finance and Trade*, 55(15), 3452-3471. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2019.1657402>
- Yarram, S. R., & Adapa, S. (2021). Board gender diversity and corporate social responsibility: Is there a case for critical mass?. *Journal of Cleaner Production*, 278. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2020.123319>