

Mulheres no poder: análise da participação feminina no conselho de administração e a performance empresarial no Brasil

DOI: 10.4025/enfoque.v41i2.52692

Adriano Fleck de Paula Pessoa 

Mestre em Administração e
Controladoria pela Universidade Federal do Ceará
Programa de Pós-Graduação em Administração e
Controladoria - UFC
E-mail: adrianofleck@uol.com.br

Ítalo Carlos Soares do Nascimento 

Mestre em Administração e Controladoria pela
Universidade Federal do Ceará
Programa de Pós-Graduação em Administração e
Controladoria - UFC
E-mail: italocarlos25@gmail.com

Daniel Barboza Guimarães 

Doutor em Economia pela Universidade Federal do Ceará
Programa de Pós-Graduação em Administração e
Controladoria - UFC
E-mail: barbozadan@hotmail.com

Leandro de Almeida Rocco 

PhD em Economia pela University of Illinois at
Urbana-Champaign
Programa de Pós-Graduação em Economia - UFC
E-mail: lrocco@ufc.br

Maria Naiula Monteiro da Silva 

Doutora em Engenharia de Produção pela
Universidade Federal de Santa Catarina
Programa de Pós-graduação em Administração e
Controladoria - UFC
E-mail: naiula@ufc.br

Recebido em: 18.03.2020

Aceito em: 26.08.2020

2ª versão aceita em: 08.09.2020

RESUMO

A participação feminina no mercado de trabalho vem crescendo nas últimas décadas. Advoga-se que quando mulheres exercem cargos de importância corporativa, como nos conselhos de administração de companhias de capital aberto, há resultados positivos em relação à performance empresarial. No presente estudo, utiliza-se a Teoria da Agência como fundamentação teórica, que tem por objetivo geral investigar a relação entre a participação feminina no conselho de administração e a performance empresarial das empresas listadas na B3 S.A., no período de 2012 a 2017. Para tanto, foi feita uma pesquisa descritiva, de natureza quantitativa, com a aplicação de testes estatísticos de Análise de Correspondências (Anacor) e a estimação de um modelo por Regressão Linear Múltipla de mínimos quadrados ordinários, de dados em painel de efeitos fixos e método generalizado dos momentos com estimador de Arellano-Bond. Os resultados da Anacor mostraram uma correspondência positiva entre a participação feminina e as dimensões de performance empresarial. Quanto às regressões, os resultados não indicaram relação estaticamente significativa entre a presença de mulheres no conselho de administração e os resultados financeiros e operacionais das empresas e o valor de mercado.

Palavras-chave: Participação Feminina. Conselho de Administração. Governança Corporativa. Teoria da Agência. Performance Empresarial.

Women in power: analysis of

performance of companies listed in B3 (Brazil, Stock Exchange and Over-the-Counter Market), in the period from 2012 to 2017. It was proceed the application of the statistical tools Correspondence Analysis (Anacor) and Multiple Linear Regression – OLS, fixed-effects panel data and GMM. Positive results has been achieved when Anacor was used. However the regressions analysis implied no statistic significance in the relationship between women in the boardroom and corporate performance.

Keywords: Women in the Boardroom. Board of Directors. Corporate Governance. Agency Theory. Corporate Performance.

1 INTRODUÇÃO

A estrutura de propriedade e a gestão das firmas sempre foi origem de importantes discussões. Na primeira metade do século XX, Berle e Means (1932) desenvolveram um estudo pioneiro sobre a composição acionária das empresas de capital aberto mais relevantes dos Estados Unidos e o impacto dos conflitos de interesse que estas estruturas de propriedade pulverizadas possuíam nos seus valores de mercado. Com o estudo, os autores constataram a existência da separação entre os detentores da propriedade da empresa e os responsáveis pela sua gestão, gerando assim o denominado conflito de agência, que surge a partir do momento em que o contratante (principal) e o contratado (agente) passam a não convergirem para os mesmos interesses.

A existência de problemas de agência e diferentes níveis de conhecimento entre os investidores e gestores foram decisivos para a criação de um conjunto de mecanismos internos e externos para harmonizar a relação de interesses entre o principal e o agente. Para tal conjunto de mecanismos deu-se o nome de Governança Corporativa (GC) (SAITO; SILVEIRA, 2008; SILVEIRA; BARROS; FAMÁ, 2003). A GC tem, dentre outros propósitos, o monitoramento da performance financeira de empresas. Para as companhias de capital aberto, uma estrutura de GC está associada à garantia dos direitos de propriedade e estímulo de um melhor ambiente para incentivar a alocação mais eficiente de recursos (FERREIRA et al., 2013).

Exercendo importante papel para essa finalidade, o Conselho de Administração (CA) direciona a estratégia empresarial e influencia as decisões dos executivos (WESTPHAL; ZAJAC, 1995). Conforme Gompers, Ishii e Metrick (2003), em estudo feito sobre os impactos da GC na performance empresarial, verificou-se que houve uma forte correlação entre essa e os retornos de empresas de capital aberto dos Estados Unidos durante a década de 1990.

O CA exerce um trabalho de aconselhamento junto ao corpo executivo das empresas, buscando um alinhamento entre os interesses de acionistas e gestores no sistema de GC de uma companhia (SILVEIRA; BARROS; FAMA, 2003). Esse órgão atua de forma discreta para o público, uma vez que é difícil de observar suas ações no dia-a-dia da empresa, no entanto, é o principal responsabilizado quando fraudes acontecem, como observado nos escândalos da Enron, Worldcom e Parmalat (ADAMS; HERMALIN; WEISBACH, 2010). Dentre as funções que esse órgão possui para evitar tais problemas, destacam-se: contratação, demissão e assessoramento de executivos; assessoramento e escolha do planejamento da empresa; controle e acompanhamento da execução deste planejamento e ser representante dos interesses do principal (RODRIGUES; SEABRA, 2011).

Nesse contexto, destaca-se a abordagem da Teoria da Agência, formalizada por Jensen e Meckling (1976), a qual defende os interesses do principal (proprietários) frente ao possível oportunismo dos agentes (direção). Ou seja, os autores argumentam que há um conflito entre os interesses dos que administram a empresa e os seus proprietários, e que, portanto, há a necessidade de um órgão que possa evitar, ou pelo menos minimizar, tais divergências. Dessa forma, o CA exerce o papel de assessoramento sobre a GC para que esta possa de fato monitorar e controlar o desempenho econômico, bem como outras questões relevantes da organização, visando sempre o alcance dos

objetivos estabelecidos (ADAMS; HERMALIN; WEISBACH, 2010). Sendo assim, o CA funciona como instrumento central das mudanças na governança (FORBES; MILIKEN, 1999), logo, a sua composição é fundamental para o desenvolvimento das estratégias da organização no sentido de que se valorizarem perante mercado, acionistas e sociedade (CARTER; SIMKINS; SIMPSON, 2003; ANDRES; VALLELADO, 2008).

O papel dos membros do CA das empresas vem ganhando importância nos últimos anos. Em um primeiro momento, era voltado apenas para o cumprimento das obrigações legais, mas com as mudanças provocadas pela globalização, tais como a separação entre propriedade e gestão, e pela nova estrutura global de negócios, o papel e as responsabilidades desse órgão ganharam maior importância (ADAMS; HERMALIN; WEISBACH, 2010). Portanto, a escolha de pessoas para a composição do CA é relevante para o sucesso empresarial, assim como a defesa dos interesses dos principais (CARTER; SIMKINS; SIMPSON, 2003; ANDRES; VALLELADO, 2008).

Isto posto, a literatura traz evidências empíricas de que empresas com conselhos com maior participação feminina possuem resultados diferentes de outras que possuem apenas homens (ERHARDT; WERBEL; SHRADER, 2003; KANG; CHENG; GRAY, 2007; CAMPBELL; MINGUEZ-VERA, 2008; LIU; WEI; XIE, 2013). Outros estudos demonstram que mulheres diretoras de CA possuem maior impacto na performance e GC das organizações, uma vez que possuem melhor empenho e diferentes percepções comparativamente aos homens (ADAMS; FERREIRA, 2009) e que as mulheres representam melhor as necessidades de todos os *stakeholders* (BIGGINS, 1999).

Diante disso, emerge-se a seguinte questão de pesquisa: Qual a relação entre a participação feminina no Conselho de Administração e a performance empresarial em empresas listadas na B3 S.A.? Destarte, constitui objetivo geral deste estudo investigar a relação entre a participação feminina no conselho de administração e a performance empresarial em empresas listadas na B3 S.A. Para propiciar o alcance do objetivo geral, bem como contribuir para que o questionamento de pesquisa seja respondido, são apontados os seguintes objetivos específicos: (i) Analisar a influência da participação feminina no conselho de administração em relação aos aspectos financeiros da empresa; (ii) Averiguar a influência da participação feminina no conselho de administração em relação ao valor de mercado; e (iii) Verificar a influência da participação feminina no conselho de administração em relação aos aspectos operacionais.

Nos últimos anos, essa temática tem dado origem a alguns trabalhos nacionais que investigam a participação feminina nas empresas de capital aberto listadas na bolsa de valores brasileira, como as pesquisas de Silva Júnior e Martins (2017) e de Nisiyama e Nakamura (2018). Contudo, torna-se relevante o desenvolvimento de outros estudos, tendo em vista que os proprietários podem ter seus objetivos alcançados com um CA que possua uma maior diversidade de gênero em sua composição.

O diferencial deste estudo está na utilização de outras variáveis em relação aos trabalhos anteriores pesquisados, tendo em vista o enfoque dimensional para as variáveis de desempenho empregadas nesta pesquisa (operacional e financeira), diferenciando-se dos demais, que abordaram somente a dimensão financeira. Além disso, destaca-se também o uso de um maior número de observações.

Destarte, a análise ora proposta se mostra pertinente, uma vez que é uma questão que ganha importância em âmbito nacional e há estudos internacionais que evidenciam o valor da pesquisa e analisa os benefícios que a maior participação feminina no CA oferece para a performance empresarial (ERHARDT; WERBEL; SHRADER, 2003; KANG; CHENG; GRAY, 2007; CAMPBELL; MINGUEZ-VERA, 2008; LIU; WEI; XIE, 2013).

Nesse sentido, justifica-se por abordar uma temática atual, relevante e pouco explorada em âmbito nacional. Espera-se, assim, contribuir para o aprofundamento e avanço da discussão dessas questões

no meio acadêmico, trazendo novas constatações e procurando preencher lacunas ainda existentes, como a inclusão da dimensão operacional para a variável de desempenho, que não fora abordada anteriormente; e no meio profissional, pois pretende-se avaliar se a presença de mulheres no CA de organizações brasileiras contribui para o melhor resultado das empresas.

Destarte, o trabalho apresenta uma análise diferenciada, por buscar informações teórico-empíricas sobre a participação feminina no CA e seus efeitos no desempenho operacional e financeiro em empresas brasileiras. Seus achados poderão servir de base para apoiar uma política de maior diversidade na composição do quadro dos conselhos de grandes empresas nacionais.

2 REVISÃO DE LITERATURA

O CA é o defensor das boas práticas de governança, assim como também é responsável pela orientação geral, definição da estratégia e monitoramento dos planos de ação da organização (IBGC, 2015). Os CAs também participam da decisão final nas organizações (HENDRY; KIEL, 2004). Destarte, exercem poder substancial e responsabilidade na supervisão das empresas, tendo influência na estratégia que, por sua vez, afeta o desempenho empresarial (FAMA; JENSEN, 1983; LYNALL; GOLDEN; HILLMAN, 2003).

Por isso, é importante ter um quadro com membros capacitados e comprometidos. Além disso, ressalta-se a composição do CA como um fator de valorização da empresa, pois há uma maior complementariedade de habilidades e diferentes enfoques de cada membro (ANDRES; VALLELADO, 2008; CARTER, SIMKINS; SIMPSON, 2003; FERRERO-FERRERO; FERNÁNDEZ-IZQUIERDO; MUÑOZ-TORRES, 2015).

Dessa forma, busca-se uma diversidade na composição dos membros do CA que pode ser de independência, gênero e nacionalidade (HARO-DE-ROSARIO et al., 2017). Ressalta-se que o IBGC (2015), em seu Código de Melhores Práticas de GC, recomenda uma maior diversidade na composição do conselho. Quanto ao gênero, dentre as principais vantagens, destacam-se que as mulheres são capazes de facilitar a tomada de decisões mais complexas e trazem diferentes perspectivas para o conselho em comparação com outros formados apenas por homens (DAILY; CERTO; DALTON, 2000; ROSE 2007).

Alguns trabalhos indicaram que mulheres possuem outras percepções e melhor empenho do que homens (ADAMS; FERREIRA, 2009; RUTHERFOR, 2001). Outros estudos mostram que mulheres possuem maior sentimento altruísta e isso implica em um comportamento organizacional mais sociável e preocupado com outros indivíduos, enquanto que homens são mais individualistas e competitivos (CHODROW, 1974; GILLIGAN, 1982; CAPPELLE; MELO; BRITO, 2004). Isto posto, as mulheres têm uma maior preocupação com os interesses dos proprietários, diferentemente dos homens que focam mais em seus próprios interesses (BIGGINS, 1999; GROSSER; MOON, 2005).

De uma maneira geral, mesmo quando não há uma forte relação entre participação feminina e performance, ter membros femininas no CA apresenta vantagens em sentido mais amplo, como a reputação, por exemplo (BRAMMER; MILLINGTON; PAVELIN, 2009). Além disso, outros estudos mostram que a presença feminina também oferece maiores práticas de sustentabilidade empresarial (BOULOUTA, 2012; GLASS; COOK; INGERSOLL, 2015).

Dentre os trabalhos internacionais que comprovam que há uma correlação positiva entre mulheres no CA e desempenho empresarial, Erhardt, Werbel e Shrader (2003) examinaram a relação entre a diversidade de gênero no CA e performance financeira da empresa. Para isso, foram estudados os membros de 127 grandes empresas dos Estados Unidos entre 1993 e 199

retorno dos seus ativos (ROA) e retorno sobre investimentos (ROI) como variáveis dependentes e, como variável independente, a proporção de mulheres e minorias étnicas. Esse estudo mostrou que há uma relação positiva entre uma composição mais heterogênea do ponto de vista étnico e de gênero e a performance financeira.

Outro estudo que merece destaque é o de Krishnan e Park (2005) que relacionaram a participação de mulheres em funções de grande responsabilidade dentro de 679 empresas da revista Fortune 1000 com o ROA. Eles encontram uma performance positiva nos resultados das empresas com participação feminina nesse órgão. Para isso, foi utilizado de estatística descritiva, correlações de Pearson e regressão múltipla.

Mais adiante, Kang, cheng e Gray (2007) estudaram a independência e a diversidade da composição do CA das 100 maiores empresas da Austrália em 2003. O objetivo do estudo foi alcançado por meio de estatística descritiva e regressão linear e foi encontrada uma relação positiva entre as variáveis.

Ao contrário do que a maior parte dos estudos nesta seção concluíram, Rose (2007) encontrou relação negativa entre a participação feminina no CA e a performance das empresas dinamarquesas de capital aberto. O estudo foi realizado com dados de 1998 até 2001, tendo como variável dependente o Q de Tobin – relação entre valor de mercado de uma companhia e o valor de reposição de seu ativo tangível.

O estudo de Adams e Ferreira (2009) mostrou que membros femininos do CA de empresas de capital aberto dos Estados Unidos possuem um impacto positivo na criação de valor e no gerenciamento, mas uma relação negativa em performance empresarial. Contudo, o valor de mercado pode ser prejudicado quando a diversidade de gênero é feita de forma forçada para as empresas. Além da regressão linear múltipla, esse trabalho encontrou problema de causalidade reversa entre a variável independente (participação feminina) e as variáveis dependentes (métricas de performance empresarial) em suas regressões utilizando MQO; a participação feminina e o ROA não encontrou significância. Esse problema foi tratado com o uso de variável instrumental.

Além do ROA, outros trabalhos focaram outras dimensões de performance. Carter et al. (2010) estudaram a relação do valor de mercado e a participação feminina e a diversidade étnica no CA. Para tanto, foi feita uma regressão de MQO com três estágios com empresas de capital aberto dos Estados Unidos do índice S&P 500 entre os anos 1998 e 2002. Como conclusão, os autores não encontraram relação entre as variáveis estudadas e houve constatação de endogeneidade.

Pode-se ressaltar ainda, o trabalho de Corkery e Taylor (2012) que, em análise com membros do conselho das empresas de capital aberto dos Estados Unidos e Austrália, no ano de 2010, encontraram uma relação positiva entre participação feminina e o ROE.

Abdullah, Ismail e Nachum (2016) examinaram se e como um CA com mulheres

Além desses estudos internacionais, destaca-se um trabalho brasileiro de Silva e Martins (2017). Os autores estudaram as empresas de maior liquidez da B3 entre os períodos de 2010 e 2013. Totalizando assim 120 empresas e 366 observações finais. Como variável independente, foi utilizada uma *dummy* para a presença feminina nos conselhos e como variáveis dependentes foram utilizados alavancagem financeira, tamanho da empresa, tamanho do conselho, ROA e uma *dummy* para governança. Com isso, foi utilizado o modelo dos mínimos quadrados ordinários e o modelo de regressão quantílica. O trabalho concluiu que o efeito da participação feminina poderia ter sido maior sobre o desempenho financeiro.

Destarte, à luz da Teoria da Agência e com base nas recomendações da literatura, levanta-se a seguinte hipótese, a ser testada:

H1 – uma maior participação feminina no conselho de administração é positivamente relacionada com a performance empresarial nas empresas de capital aberto no Brasil.

3 METODOLOGIA

3.1 CARACTERIZAÇÃO DA PESQUISA, AMOSTRA E COLETA DE DADOS

Em função de seus objetivos, a pesquisa classifica-se como descritiva, uma vez que procura descrever a relação entre a participação feminina no CA e o desempenho empresarial. Conforme Sampieri, Collado e Lúcio (2013), o estudo descritivo procura especificar as propriedades e características dos fenômenos analisados, obtendo informações sobre variáveis referentes aos fenômenos da coleta de dados.

Quanto aos procedimentos, pode-se configurar como documental, uma vez que os dados foram coletados de fontes secundárias. Para isso, foram utilizados dados oriundos das Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFPs) e do Formulário Referência (FR) das empresas, disponibilizados no *website* da B3 S.A. e na plataforma Economatica®.

Quanto à abordagem do problema, o estudo tem enfoque quantitativo, pois são essas, segundo Richardson et al. (2009), que se caracterizam pelo uso e quantificação na coleta e no tratamento das informações por meio de técnicas estatísticas. Em um primeiro momento, procedeu-se a análise dos citados relatórios institucionais, com o intuito de se localizar os dados (nominais e numéricos) necessários ao desenvolvimento das análises seguintes para a consecução dos objetivos.

A população do estudo compreendeu as 441 empresas listadas na B3 S.A. que publicaram os relatórios exigidos pela GC referentes aos exercícios do período de 2012 a 2017. De todas as empresas listadas, 119 apresentaram falta de informação sobre os membros do CA em todos ou alguns dos anos do período da pesquisa. Dessa forma, tiveram que ser excluídas da pesquisa, totalizando assim, uma amostra final de 334 empresas.

CHIEN, 2013; LAMEIRA et al., 2013; LOPES, De LUCA, GÓIS; VASCONCELOS, 2017). Além dessas, foi incluído ainda o logaritmo da receita total.

Quadro 1 - Variáveis dependentes e descrição das dimensões do desempenho empresarial.

Dimensão		Operacionalização	Fundamentação
Operacional	Atividade	Lucro Antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização (EBITDA) / Ativo Total	Caixeta et al. (2011), Miranda et al. (2015)
	Eficiência	Eficiência produtiva Custo dos Produtos Vendidos (CPV) / Receita Líquida	Oliveira, Lustosa e Sales (2007), Araújo, Camargos e Silva (2012)
Financeiro	Mercado	Logaritmo natural do valor de mercado	Amihud (2002), Hawawini, Subramanian e Verdin, (2003), Morrow Jr. et al. (2007), Perobelli, Famá e Sacramento (2016)
	Lucratividade	Retorno Sobre o Ativo (<i>Return On Assets</i> – ROA) ROA = Lucro Líquido / Ativo Operacional Retorno Sobre o Patrimônio Líquido (<i>Return on Equity</i> – ROE) ROE = Lucro Líquido / Patrimônio Líquido	Adams e Ferreira (2009), Floriani, Beuren e Hein (2013), Holanda et al. (2011), Kneipp et al. (2013), Lameira et al. (2013), Navarro et al. (2013), Santos et al. (2014) e Silva e Martins (2017)

Fonte: Elaborado pelos autores (2019).

3.2 DESCRIÇÃO DO MODELO

Como mencionado anteriormente, além da variável independente, proporção da participação feminina – proporção do número de mulheres e o total de membros no CA –, foram adotadas as seguintes variáveis de controle: tamanho da empresa, endividamento total e o setor de atuação das empresas. Esses valores foram analisados frente às variáveis dependentes – dimensão financeira, operacional e valor de mercado – que tratam dos objetivos deste trabalho.

O propósito desta estratégia é verificar a robustez da relação estimada entre a participação feminina e a performance empresarial. Isto é considerado importante pela recente literatura, uma vez que as abordagens utilizando regressão linear múltipla trata a participação feminina como uma variável exógena, enquanto as abordagens utilizando variáveis instrumentais tratam a participação feminina como uma variável endógena, sendo utilizadas para mitigar os problemas de variáveis omitidas e de causalidade reversa entre desempenho e composição do CA.

Dessa forma, o presente estudo realizou estimações econométricas baseadas nas seguintes técnicas:

cross-section e séries temporais. A análise dos dados organizados em *cross-section* para uma mesma variável são provenientes de um mesmo instante de tempo, indicando que o tempo não influenciará esta variável. Por outro lado, a organização dos dados em uma série temporal permite verificar a evolução de uma variável ao longo do tempo para uma dada observação. Logo, a técnica de dados em painel faz uma combinação dessas duas organizações de dados (*cross-sections* e série temporal), que propicia a análise de diversas observações não apenas em um único instante, mas ao longo do período em análise (FÁVERO et al., 2009).

Além disso, ressalta-se a análise de dados em painel possui três abordagens: *pooled independent cross-sections* (ou POLS – *pooled ordinary least squares*), efeitos fixos (*fixed effects*) e efeitos aleatórios (*random effects*). O modelo *pooled* desconsidera as possíveis diferenças comportamentais das empresas da amostra no conjunto de dados, enquanto que no modelo de efeitos fixos analisa-se a existência de diferenças significativas no comportamento das empresas. A abordagem de efeitos aleatórios aprecia as diferenças de cada indivíduo como aleatória, associando-as com as observações da amostra (FÁVERO et al., 2009).

Desta feita, foi necessário realizar testes estatísticos para verificar a abordagem mais adequada de modelo de painel para esta pesquisa. Os testes que precisaram ser realizados foram: teste de Chow, teste LM (Lagrange multiplier) de Breusch-Pagan e teste de Hausman. O primeiro é realizado para verificar qual dos modelos, entre o *pooled* e o de efeitos fixos, é o mais adequado, e o segundo teste é realizado para a escolha entre o *pooled* e o de efeitos aleatórios. O teste de Hausman visa a escolha do modelo mais adequado entre o de efeitos fixos e o de efeitos aleatórios (FÁVERO et al., 2009). Após a realização deste teste, foi adotado o modelo de efeitos fixos como o mais adequado para o estudo.

A terceira e última técnica econométrica utilizada, a MGM, consiste na estimação de parâmetros em relação a uma equação de regressão desenvolvida em extensão ao método de momentos. Essa abordagem foi realizada pois há suspeita de endogeneidade – caso em que as variáveis explicativas do modelo são correlacionadas com os resíduos – entre a variável participação feminina e as variáveis dependentes. Neste estudo, foi utilizada o estimador proposto por Arellano-Bond (1991), uma vez que, diferente da regressão de dados em painel estática, este modelo faz uma análise dinâmica com o uso de variáveis defasadas. Ou seja, as variáveis dependentes foram defasadas e usadas como explicativas. Isto posto, este método permite o controle dos efeitos não observados que não variam no tempo e que, dentro dos parâmetros do modelo, mesmo com variáveis endógenas sendo utilizadas, produz estimativas consistentes. Desta maneira, a equação abaixo explicita esta estratégia:

$$Y = \beta_0 + \beta_1 PF + Z \gamma + \epsilon \quad (1)$$

Em que: Y: ROA, VM

citado, nos Estados Unidos, esse valor é até inferior, cerca de 8,5%. No entanto, o desvio padrão para esse dado, no caso do Brasil, é muito alto e para as empresas americanas baixo (0,0828). Isso se justifica pelo fato de que muitas companhias brasileiras não possuem nenhuma mulher como membro enquanto algumas poucas possuem até 100%. Ou seja, há uma grande variação entre as proporções de membros femininos dentro dos conselhos que possuem mulheres enquanto que nos Estados Unidos essa proporção é mais regular.

Tabela 1 – Estatística descritiva das variáveis do estudo no período de 2012 a 2017.

Variável	N	Mínimo	Máximo	Média	Desvio Padrão
<i>Dummy</i> mulher	1955	0	1	0,37	0,0483
PF	1955	0	1	0,090	12481,19
END	2025	0	20	9,57	4,542
TAM	2025	0,69314	21,1310	14,1331	2,919164
VM	1566	7,50769	18,2998	13,5786	2,197267
ROA	2025	0,00000	76,9124	0,33634	2,512385
ROE	2024	0,00000	532,428	0,84813	12,28367
EFIC	1683	0,00000	22,5638	0,71621	0,790459
ATIV	2025	0,00000	64,0000	0,29608	1,843759

Fonte: Dados da pesquisa (2019).

Ainda conforme a Tabela 1, é possível observar que para as dimensões de desempenho financeiro, durante o período de 2012 a 2017, o ROA apresentou média de 33%, enquanto que o ROE de 85% e o Valor de Mercado a média de 13%. Para as dimensões de desempenho operacional, a atividade apresentou média de 29% e 71% de eficiência. Quanto as variáveis de controle, o endividamento foi de 9,57 e o tamanho de 14,1331.

Para auxiliar, antes das estimações, a descrever a relação entre a participação feminina e as dimensões financeiras e operacionais da amostra, foi utilizada a técnica de Análise de Correspondência (Anacor), uma vez que, segundo Fávero et al. (2009), esta exhibe as assoc

1%. Dessa forma, rejeita-se a hipótese nula de independência das variáveis, indicando a viabilidade de execução da Anacor em todas as situações consideradas.

Tabela 2 – Teste Qui-quadrado.

Correspondência	Teste Qui-Quadrado	
	Estatística	Sig.
PF X ATIV	27,640	0,001
PF X EFIC	28,035	0,001
PF X ROE	19,181	0,024
PF X ROA	46,839	0,000

Fonte: Dados da pesquisa (2019).

Em relação à participação feminina e ao desempenho operacional de eficiência, a Tabela 3 identifica que as empresas que possuem alguma participação – seja baixa ou média – e as que não possuem mulheres no quadro, possuem pequena diferença para a variável estudada.

Tabela 3 – Tabela cruzada entre participação feminina e o desempenho operacional de eficiência.

Participação feminina	Desempenho operacional de eficiência				Total
	Baixo	Médio-baixo	Médio-alto	Alto	
Sem participação	275	325	331	72	1003
Baixa participação	146	114	99	21	380
Média participação	43	59	52	12	166
Alta participação	0	4	8	0	12

Fonte: Dados da pesquisa (2019).

Contudo, pode-se observar uma maior proximidade entre alto desempenho e a média participação e baixa performance de eficiência e baixa proporção de mulheres, conforme a Figura 1.

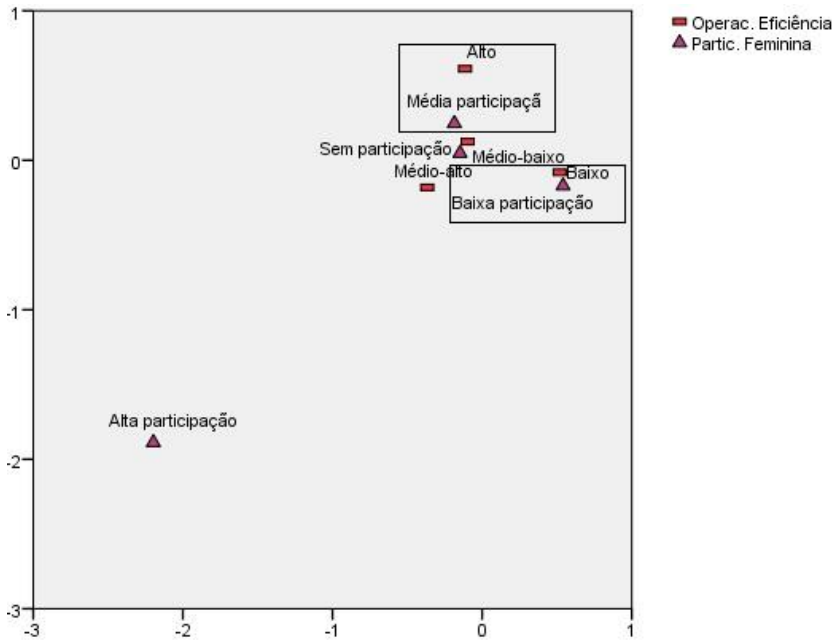


Figura 1 – Mapa perceptual da associação entre a participação feminina e o desempenho operacional de eficiência.

Fonte: Dados da pesquisa (2019).

Conforme a Tabela 4, é evidenciado a análise entre a PF e o desempenho operacional de atividade

(ATIV). Pode-se constatar que, diferentemente da análise anterior (Tabela 3), há uma maior concentração de empresas com baixo desempenho nessa dimensão e ausência de mulheres no CA. Por outro lado, não há grande diferenciação entre o médio-baixo e médio-alto desempenho para as empresas que possuem baixa ou média participação e as que não possuem mulheres.

Tabela 4 – Tabela cruzada entre participação feminina e o desempenho operacional de atividade.

Participação feminina	Desempenho operacional de atividade				Total
	Baixo	Médio-baixo	Médio-alto	Alto	
Sem participação	241	347	277	283	1148
Baixa participação	82	118	147	91	438
Média participação	40	42	73	58	213
Alta participação	6	5	4	3	18

Fonte: Dados da pesquisa (2019).

Na Figura 2, é possível verificar que a alta participação se relaciona com o médio-baixo desempenho e a falta de mulheres no conselho com a baixa atividade operacional. Isso evidencia o que Ratten, Dana e Ramadani (2017) comprovaram em seu estudo, os quais estabelecem uma relação positiva entre a participação feminina e o EBTIDA – principal componente desta dimensão analisada.

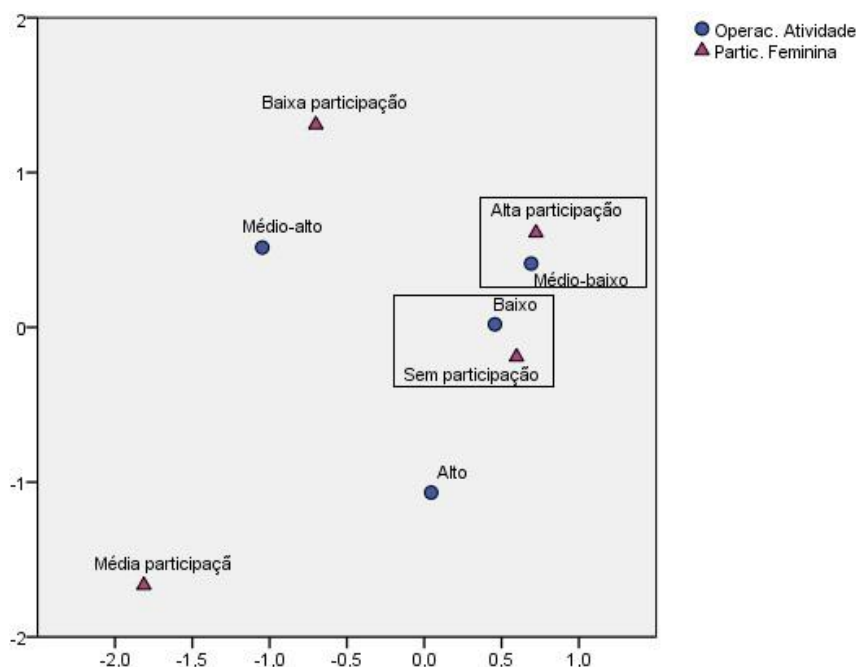


Tabela 5 – Tabela cruzada entre participação feminina e o ROE.

Participação feminina	Desempenho financeiro ROE				Total
	Baixo	Médio-baixo	Médio-alto	Alto	
Sem participação	317	310	303	287	1217
Baixa participação	130	121	140	80	471
Média participação	50	77	56	54	237
Alta participação	7	5	4	2	18

Fonte: Dados da pesquisa (2019).

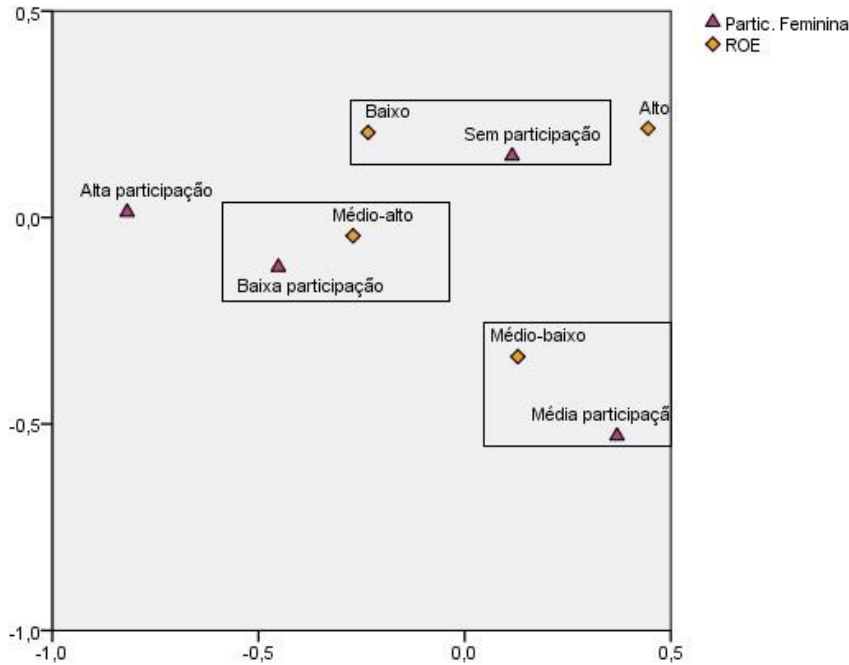


Figura 3 – Mapa perceptual da associação entre a participação feminina e o ROE

Fonte: Dados da pesquisa (2019).

A partir da Tabela 6, analisa-se a dimensão mais utilizada em outros estudos similares, o ROA. Observa-se que há uma grande quantidade de empresas com baixa performance de ROA em comparação com a ausência de mulheres no conselho. Nas companhias com média e baixa participação feminina, nota-se uma relação positiva com o ROA e corrobora com o trabalho de Krishnan e Park (2005).

Tabela 6 – Tabela cruzada entre participação feminina e o ROA.

Participação feminina	Desempenho financeiro ROA				Total
	Baixo	Médio-baixo	Médio-alto	Alto	
Sem participação	334	294	312	254	1194
Baixa participação	76	128			

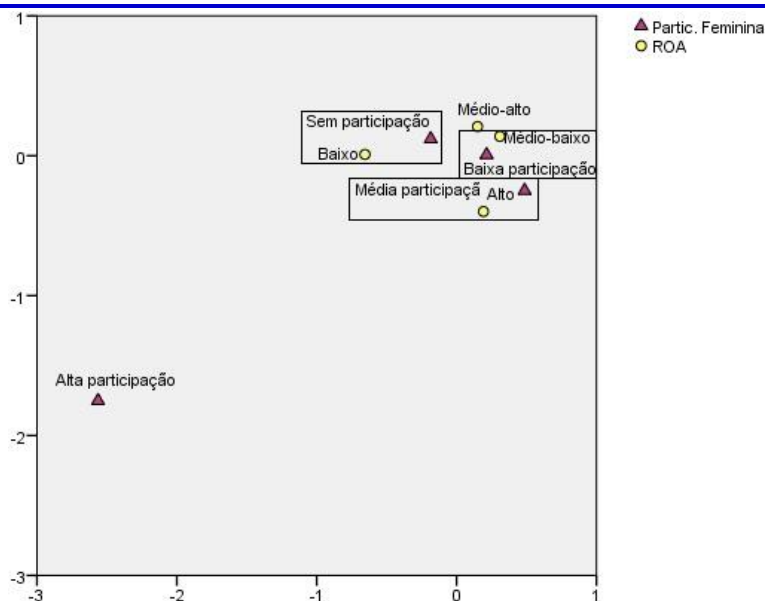


Figura 4 – Mapa perceptual da associação entre a participação feminina e o ROA.

Fonte: Dados da pesquisa (2019).

4.1 APLICAÇÃO DE MODELO ECONOMETRICO

Conforme mencionado na metodologia, foram feitas três estimações econométricas – MQO, dados em painel de efeitos fixos e MGM – em relação as três variáveis dependentes referentes aos objetivos específicos: aspectos financeiros (ROA), valor de mercado e aspectos operacionais (EFIC). Cada técnica utilizada apresentou resultados distintos. Ressalte-se que a estimação por MQO apresenta resultados enviesados, uma vez que há correlação entre os estimadores e os resíduos.

A Tabela 7 mostra os resultados das três estimações da participação feminina em relação ao ROA. Ressalte-se que essa medida é a mais utilizadas envolvendo estudos dessa temática. Além dessas variáveis, foram usados o endividamento, tamanho, logaritmo da receita e a *dummy* setorial. Os resultados desta última não foram evidenciados e não apresentaram significância para MQO, foram omitidas para a estimação de dados em painel e não foram utilizadas no MGM.

A primeira coluna apresenta o resultado da regressão de MQO e, como pode ser observado, a relação da participação feminina foi negativa e significativa. Esse resultado vai de encontro a estudos como o de Krishnan e Park (2005) que encontraram uma relação positiva entre PF e ROA. Porém, aproxima-se da conclusão de Rose (2007) que também evidenciou um retorno financeiro negativo com a maior participação feminina no conselho de empresas dinamarquesas de capital aberto. Essa contradição se deve ao viés que variáveis não observáveis gera na MQO.

Apesar do último modelo apresentado ser mais robusto do que o primeiro, ainda assim há o viés do efeito-fixo, pois há a possibilidade do estimador de covariância ser inconsistente, uma vez que a dimensão temporal do painel é pequena (6 anos). Por isso, na terceira e última coluna da análise sobre o ROA, foi feita a regressão de MGM com estimador de Arellano-Bond. Contudo, resultados semelhantes foram obtidos e todas variáveis utilizadas foram estatisticamente insignificantes. Esse resultado indica que há possibilidade de endogeneidade entre participação feminina e a performance financeira.

Tabela 7 – Estimações entre PF e ROA.

	Variável Dependente ROA		
	I	II	III
Participação Feminina	-0,4268	-0,1609	-0,0393
Valor-p	0,000	0,295	0,871
Tamanho	-0,5035	-0,4702	
Valor-p	0,000	0,068	
Endividamento	-8,46e	0,000	-0,0103
Valor-p	0,893	0,459	0,540
Log(Receita)	-0,0182	0,0757	0,0097
Valor-p	0,114	0,220	0,789
ROA defasada			-0,0966
Valor-p			-0,011
Observações	1379	1379	838
R ²	0,078	0,090	.
Efeitos Fixos	Não	Sim	Sim
Tipo de Regressão	MQO	Dados em Painel	Arellano- Bond

Fonte: Dados da pesquisa (2019).

A Tabela 8 mostra a relação entre o valor de mercado e a PF no CA e busca atender ao segundo objetivo específico. Da mesma forma como a análise anterior, a primeira coluna apresenta os valores da MQO e tem como resultado uma relação positiva – e com significado estatístico – entre a presença de mulheres e o VM. Isso contraria o estudo de Carter et al. (2010) que não encontrou relação entre essas variáveis.

Tabela 8 – Estimações entre PF e VM

	Variável Dependente VM
--	------------------------

Contudo, isso contraria o trabalho de Silva e Martins (2017) que concluíram não haver endogeneidade entre valor de mercado e ROA com a participação feminina nos CAs das empresas de capital aberto brasileiras e uma pequena relação positiva entre as dimensões estudadas. Ressalta-se que os autores poderiam ter tido opinião diferente caso também tivesse feito a regressão por MGM com o estimador de Arrelano-Bond.

Na Tabela 9, procura-se atender ao último objetivo específico de verificar a influência da participação feminina em relação a aspectos operacionais das empresas. Pode-se observar que todas as estimações, nas três colunas, mostram valores positivos para a relação entre PF e EFIC, apenas com significância para a regressão de MQO.

Assim como as Tabelas 7 e 8, a primeira coluna mostra os resultados da regressão por MQO e todas as variáveis de controle – com exceção do controle log da receita – não são significativos estaticamente. A coluna seguinte identifica a regressão de dados em painel com efeitos fixos e apresenta todas as variáveis com baixo nível descritivo. Na terceira coluna estão os resultados da MGM e, assim como os valores da MQO, apenas o log da Receita demonstrou significado estatístico.

Pode-se afirmar que, conforme os estudos de Carter et al. (2003), Campbell e Minguez-Vera (2008), Adams e Ferreira (2009) e Boubaker, Dang e Nguyen (2014), a relação entre composição do conselho e performance empresarial sofre problemas de endogeneidade. Isso acaba por provocar distorção ou viés nas estimações.

Tabela 9 – Estimações entre PF e eficiência.

	Variável Dependente EFIC		
	I	II	III
Participação Feminina	0,0629	0,4721	0,4409
Valor-p	0,686	0,397	0,220
Tamanho	0,0124	-0,1360	
Valor-p	0,640	0,303	
Endividamento	0,0000	0,0000	0,0000
Valor-p	0,874	0,177	0,726
Log(Receita)	-0,0393	-0,2623	-0,4407
Valor-p	0,016	0,091	0,000
EFIC defasada			1,0623
Valor-p			0,000
Observações	1379	1379	836
R ²	0,1194	0,0799	.
E			

Meckling (1976), essa temática envolve a GC e as vantagens que uma maior diversidade de gênero nela podem contribuir para um melhor desempenho empresarial.

Para este trabalho, que teve como objetivo geral investigar a relação entre a participação feminina no CA e performance empresarial, foram encontradas várias referências literárias – a maior parte internacional – e, a partir delas, buscou-se fazer uma análise diferenciada com uso de diferentes métricas de performance empresarial e modelos de estimação.

Com o intuito de descrever e realizar uma análise preliminar dos dados, recorreu-se à análise de correspondência (Anacor) com as variáveis dependentes. Nesse exame, foi feito o teste qui-quadrado entre a participação feminina em relação ao ROA, ROE, EFIC e ATIV. Nesse teste, foi demonstrado que as variáveis apresentam significância e, portanto, a Anacor se mostrou viável, concluindo-se que as empresas que estão entre os 50% melhores desempenhos das medidas estudadas, são as que possuem participação feminina no CA.

Para atender aos objetivos específicos, foram utilizadas três técnicas de regressão linear múltipla: MQO, dados em painel e MGM com estimador de Arellano-Bond. Para cada variável dependente principal (ROA, VM e ATIV) foi feita essa série de regressões e, diferentemente da Anacor, não foi possível concluir que uma maior presença de membros femininos implica em uma melhor performance empresarial por parte das empresas brasileiras listadas na B3.

A regressão de MQO obteve resultado com significância para o ROA, apresentando relação negativa; e para o VM e ATIV, relação positiva. As outras não apresentaram significado estatístico. Isso contradiz o que muitos estudos internacionais e nacionais concluíram (ERHARDT; WERBEL; SHRADER, 2003; KRISHNAN; PARK, 2005; KANG; CHENG; GRAY, 2007; SILVA; MARTINS, 2017). Contudo, ressalta-se que esta técnica possui problemas de viés no resultado devido à natureza específica deste estudo.

Diante de uma escassez de estudos sobre essa temática, destaca-se a contribuição deste trabalho para a academia e sociedade sobre a importância de uma maior diversidade de gênero na composição do CA e uma melhor GC. A pesquisa contribui para o aprofundamento metodológico sobre como essa relação deve ser tratada.

O estudo avança nos campos teórico e prático, entretanto algumas limitações podem ser apontadas. Razão pela qual, sugere-se para futuras pesquisas a ampliação do lapso temporal, além da utilização de outras métricas para a performance empresarial. Além disso, sugere-se um estudo comparativo entre países desenvolvidos e países emergentes.

REFERÊNCIAS

ABDULLAH, S. N.; ISMAIL, K. N.; NACHUM, L. Does having women on boards create value? The impact of societal perceptions and corporate

AMIHUUD, Y. Illiquidity and stock returns: cross-section and timeseries effects. **Journal of Financial Markets**, v. 5, n. 1, p. 31-56, 2002.

ANDRADE, A.; ROSSETTI, J. P. **Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências**. 7. Ed. São Paulo: Atlas, 2014.

ANDRES, P.; VALLELADO, E. Corporate governance in banking: The role of board of directors. **Journal of Banking and Finance**, v. 32, n. 12, 2570-2580, 2008. DOI: 10.1016/j.jbankfin.2008.05.008

ARAÚJO, E. A.; CAMARGOS, M. A.; SILVA, W. A. Análise dos efeitos das decisões de investimento sobre o desempenho operacional, a rentabilidade e a criação de valor de companhias brasileiras. **Book of Proceedings – Tourism and Management Studies International Conference Algarve**, v. 3, n. 1, p. 762-777, 2012.

ARELLANO, M.; BOND, S. Some tests of specification for panel data: MonteCarlo evidence and an application to employment equations. **Review of Economic Studies**.Oxford, v. 58, n. 2, p. 277-297, 1991.

B3 S.A. – **Brasil, Bolsa, Balcão**. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/>. Acesso em: 20 nov. 2018.

BARDIN, L. **Análise de conteúdo**. Lisboa: Edições 70, 2011.

BARGERON, L. L.; LEHN, K. M.; ZUTTER, C. J. Sarbanes-Oxley and corporate risktaking. **Journal of Accounting and Economics**, v. 49, n. 1-2, p. 34-52, 2010.

BERLE, A.; MEANS, G. **The Modern Corporation and Private Property**. New York: Macmillan, 1932.

BIGGINS, J. V. Making board diversity work. **Corporate Board**, v. 20, n. 117, p. 11-17, 1999.

BORGES, L.; SERRAO, C. Aspectos de Governança Corporativa Moderna no Brasil. **Revista do BNDES**, v. 12, n. 24, p. 111-148, 2005.

BOUBAKER, S.; DANG, R.; NGUYEN, D. K. Does board gender diversity improve the performance of French listed firms? Working paper series. **IPAG Business School**, 2014. Disponível em: [http://www.ipag.fr/fr](http://www.ipag.fr/fr/accueil/la-recherche/publications-WP.html)

CARTER, D. A.; D'SOUZA, F.; SIMKINS, B. J.; SIMPSON, W. G. The Gender and Ethnic Diversity of US Boards and Board Committees and Firm Financial Performance. **Corporate Governance: An International Review**, v. 18, n. 5, 2010. DOI: 10.1111/j.1467-8683.2010.00809.x

CARTER, D. A.; SIMKINS, B.; SIMPSON, W. Corporate governance, board diversity, and firm value. **The Financial Review**, v. 38, n. 1, p. 33-53, 2003. DOI: 10.1111/1540-6288.00034

CARVALHAL DA SILVA, A. L.; CHIEN, A. C. Y. Remuneração executiva, valor e desempenho das empresas brasileiras listadas. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 11, n. 4, p. 481-502, 2013.

CATAPAN, A.; COLAUTO, R. D.; BARROS, C. M. E. A relação entre a Governança Corporativa e o desempenho econômico-financeiro de empresas de capital aberto do Brasil. **Contabilidade, Gestão e Governança**, v. 16, n. 2, p. 16-30, 2013.

CHARITOU, A.; GEORGIOU, I.; SOTERIOU, A. Corporate Governance, Board Composition, Director Expertise, and Value: The Case of Quality Excellence. **Multinational Finance Journal**, v. 20, p. 181-236, 2017. DOI: 10.17578/20-3-1.

CHODROW, N. Family structure and feminist perspective. In: Rosaldo, M. Z. & Lamphere, L. (eds). **Women in culture and society**. Stanford University Press: Stanford, CA, 41-48, 1974.

CHOI, D. Y.; SAITO, R.; SILVA, V. A. B. Estrutura de capital e remuneração dos funcionários: evidência empírica no Brasil. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 19, n. 2, 2015.

CONYON, M. J. Corporate governance and executive compensation. **International Journal of Industrial Organization**, v. 15, n. 4, p. 493-509, 1997.

CORKERY, J.; TAYLOR, M. The gender gap: A quota for women on the board. **Corporate Governance eJournal**, v. 1, n. 1, p. 1-12, 2012.

DAILY, C. M.; CERTO, S. T.; DALTON, D. R. The future of corporate women: Progress toward the executive suite and the boardroom? **Women on corporate boards of directors: International challenges and opportunities**, v. 14, n. 1, p. 11-23, 2000. DOI: 10.1007/978-90-481-3401-4_2

FLORIANI, R.; BEUREN, I. M.; HEIN, N. Reflexos das inovações nos índices de rentabilidade de empresas. **Revista Pensamento Contemporâneo em Administração**, v. 7, n. 2, p. 96-115, 2013.

FORBES, D. P.; MILLIKEN, F. Cognition and Corporate Governance: Understanding Boards of Directors as Strategic Decision-Making Groups. **The Academy of Management Review**, v. 24, n. 3, p. 489–505, 1999.

GARRISON, R. H.; NOREEN, E. W. **Contabilidade gerencial**. Rio de Janeiro: LTC, 2001.

GILLIGAN, C. **In a different voice**. Harvard University Press: Cambridge, MA, 1982.

GLASS, C.; COOK, A.; INGERSOLL, A. R. Do women leaders promote sustainability? Analyzing the effect of corporate governance composition on environmental performance. **Business Strategy and the Environment**, v. 25, n. 7, p. 495-511, 2015. DOI: 10.1002/bse

GÓIS, A. D.; DE LUCA, M. M. M.; LIMA, G. A. S. F.; VASCONCELOS, A. C. Reputação gera valor para os acionistas? uma análise nas empresas brasileiras. **Revista de Administração, Contabilidade e Economia**, v. 16, n. 2, p. 523-546, 2017. DOI: 10.18593/race.v16i2.13048

GOMPERS, P.; ISHII, J.; METRICK, A. Corporate Governance and Equity Prices. **Quarterly Journal of Economics**, v. 118, p. 107-155, 2003. DOI: <https://doi.org/10.1162/00335530360535162>

GROSSER, K.; MOON, J. Gender mainstreaming and corporate social responsibility: Reporting workplace issues. **Journal of Business Ethics**, v. 62, n. 4, p. 327-340, 2005.

HAIR JÚNIOR, J. F.; BLACK, W. C.; BABIN, B. J.; ANDERSON, R. E.; TATHAM, R. L. **Análise multivariada de dados**. 6. ed. Porto Alegre: Bookman, 2009.

HARO-DE-ROSARIO, A.; GÁLVEZ-RODRÍGUEZ, M. D. M.; SÁEZ-MARTÍN, A.; CABA-PÉREZ, C. Papel do conselho de Administração na ética empresarial em países da América Latina. **RAE-Revista de Administração de Empresas**, v. 57, n. 5, p. 426-438, out. 2017. DOI:

KANG, H.; CHENG, M.; GRAY, S. J. Corporate Governance and Board Composition: Diversity and Independence of Australian Boards. **Corporate Governance: An International Review**, v. 15, n. 2, p. 194-207, 2007.

KAYO, E. K.; TEH, C. C.; BASSO, L. F. C. Ativos intangíveis e estrutura de capital: a influência das marcas e patentes sobre o endividamento. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo**, v. 41, n. 2, p. 158-168, 2006.

KNEIPP, J. M.; VIEIRA, K. M.; BENDER FILHO, R.; GOMES, C. M. Características determinantes no nível de divulgação de informação em relatórios de sustentabilidade de empresas brasileiras. **Revista de Administração, Contabilidade e Economia**, v. 12, n. 2, p. 295-338, 2013.

KRISHNAN, H. A.; PARK, D. A few good women--on top management teams, **Journal of Business Research**, v. 58, n. 12, p. 1712-1720, 2005.

LAMEIRA, V. J.; NESS JR., W. L.; QUELHAS, O. L. G.; PEREIRA, R. G. Sustainability, value, performance and risk in the Brazilian capital markets. **Revista Brasileira de Gestão e Negócios**, v. 15, n. 46, p. 76-90, 2013. DOI: 10.7819/rbgn.v15i46.1302

LIU, Y.; WEI, Z.; XIE, F. Do women directors improve firm performance in China?, **Journal of Corporate Finance**, 28, issue C, p. 169-184, 2014.

LONCAN, T. R.; CALDEIRA, J. F. Capital structure, cash holdings and firm value: a study of Brazilian listed firms. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 25, n. 64, p. 46-59, 2014.

LOPES, A. C.; DE LUCA, M. M. M.; GÓIS, A. D.; VASCONCELOS, A. C. Disclosure socioambiental, reputação corporativa e criação de valor nas empresas listadas na BM&FBovespa. **Revista Ambiente Contabil**, v. 9, n. 1, p. 364-382, 2017.

LYNALL, M. D.; GOLDEN, B. R.; HILLMAN, A. J. Board composition from adolescence to maturity: A multitheoretic view. **Academy of Management Review**, v. 28, p. 416-431, 2003. DOI: 10.5465/AMR.2003.10196743.

MACHADO, M. A. V.; MACHADO, M. R. Responsabilidade social impacta o desempenho financeiro das empresas? **ASAA-Advances in Scientific and Applied Accounting**

NISYAMA, E. K.; NAKAMURA, W. T. Diversidade do conselho de administração e a estrutura de capital. **Revista de Administração de Empresas**, v. 58, n. 6, p. 551-563, 2018.

OLIVEIRA, P. H. D.; LUSTOSA, P. R. B.; SALES, I. C. H. Comportamento de custos como parâmetro de eficiência produtiva: uma análise empírica da companhia Vale do Rio Doce antes e após a privatização. **Revista Universo Contábil**, v. 3, n. 3, p. 54-70, 2007.

PEROBELLI, F. F. C.; FAMÁ, R.; SACRAMENTO, L. C. Relações entre liquidez e retorno nas dimensões contábil e de mercado no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 27, n. 71, p. 259-272, 2016.

RAO, K.; TILT, C. Board Composition and Corporate Social Responsibility: The Role of Diversity, Gender, Strategy and Decision Making. **Journal of Business Ethics**, v. 138, n. 2, p. 327-347, 2015. DOI: 10.1007/s10551-015-2613-5.

RATTEN, V.; DANA, L.; RAMADANI, V. **Women Entrepreneurship in Family Business: An Overview**, 2017.

RICHARDSON, R. J. et al. **Pesquisa social: métodos e técnicas**. São Paulo: Atlas, 2009.

RODRIGUES, J.; SEABRA, F. Conselho de administração: Que funções? **Rev. Portuguesa e Brasileira de Gestão**, v. 10, n. 1-2, p. 2-12, 2011.

ROSE, C. Does female board representation influence firm performance? The Danish evidence. **Corporate Governance**, v. 15, n. 2, p. 404-413, 2007. DOI: 10.1111/j.1467-8683.2007.00570.x

RUTHERFORD, S. Any difference? An analysis of gender and divisional management styles in a large airline. **Gender, Work & Organization**, v. 8, n. 3, p. 326-345, 2001.

SAITO, R.; SILVEIRA, A. D. M. Governança corporativa: custos de agência e estrutura de propriedade. **Revista administração de empresas**, v. 48, n. 2, p. 79-86, 2008. DOI: 10.1590/S0034-75902008000200007.

SAMPIERE, R. H.; COLLADO, C. F.; LUCIO, P. B. **Metodologia de pesquisa**. 3. ed. São Paulo: McGraw Hill, 2013.

SANTOS, D. F. L.; BASS

Endereço dos Autores:

Av. da Universidade, 2431
Benfica
Fortaleza – CE – Brasil
60020-180