



08, 09, 10 e 11 de novembro de 2022
ISSN 2177-3866

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

MARIZE MINAKAWA

FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE DA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO - FEA

LEANDRO DOS SANTOS MACIEL

FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE DA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO - FEA

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

INTRODUÇÃO

Historicamente a humanidade criou um papel de submissão para a figura feminina, colocando-a em uma posição de inferioridade em relação ao homem em dimensões sociais, políticas, econômicas e profissionais (Sultana, 2010). No Brasil, ao longo dos últimos quatro séculos (XVIII – XXI), a luta pela igualdade de gêneros conquistou importantes triunfos para as mulheres, como o voto feminino, acesso à educação, direitos reprodutivos, e proteção em casos de violência doméstica (Bernardes, 2021). Não obstante a tais êxitos, ainda que sejam essenciais na construção do retrato da mulher contemporânea, há mais a ser conquistado.

Existem diversas dimensões nas quais há luta pela igualdade de gêneros. Por exemplo, o *Global Gender Gap Report*, um relatório publicado pelo Fórum Econômico Mundial desde 2006, estuda as dimensões de “oportunidades e participação econômica”, “nível educacional”, “empoderamento político”, e “saúde e sobrevivência” para construir e reportar índices de equidade de gênero e um “*ranking*” com os diversos países observados. De acordo com a publicação realizada em 2021, tendo em vista o ritmo registrado desde 2006, seriam necessários, em média, mais 136 anos para atingir a igualdade de gênero globalmente em termos das dimensões avaliadas.

Nesse contexto, a presente proposta de pesquisa explora o aspecto profissional da desigualdade de gênero. Mais especificamente, o tema associado ao impacto de mulheres líderes em cargos de gestão corporativa (executivos seniores, *C-level* ou *Top Management Team*) e Conselho de Administração (CA).

O tema de diversidade de gênero em cargos corporativos de elevada hierarquia é uma das questões da governança corporativa que tem ganhado relevância em termos sociais, governamentais, regulamentares, políticos e acadêmicos (Nguyen et al., 2020). O interesse se dá pela persistente sub-representação das mulheres nos cargos mais elevados das corporações em todo o mundo - cerca de 27% de todos os cargos de gerência no mundo, de acordo com o *Global Gender Gap Report (2021)* -, ainda que pesquisas indiquem que uma maior diversidade dos membros do conselho, e.g., está relacionada com um melhor desempenho organizacional (Siciliano, 1996) e financeiro (García-Meca et al., 2015). Rindfleish (2000) afirma que as razões da baixa proporção de mulheres na alta administração das firmas não estão inseridas em uma questão de mérito ou falta de competência individual, mas sim à discriminação institucionalizada contra as mulheres.

Nessa discussão, o presente artigo tem como objetivo analisar a existência de impactos no desempenho financeiro e no risco de falência de firmas que possuem (mais) diversidade de gênero em posições de alto nível hierárquico *versus* aquelas que (possuem menos) não possuem. Para isso, o artigo se baseia em duas vertentes teóricas.

A primeira vertente teórica propõe que as mulheres possuiriam comportamentos distintos dos homens, tendendo a ser menos competitivas, autoconfiantes e propensas a incorrer em riscos (Barber & Odean, 2001; Lundeberg et al., 1994) e, portanto, poderiam assumir posicionamentos diferentes dos homens no processo de tomada de decisão. Contudo, para que as mulheres tenham poder e exerçam influência na tomada de decisões da firma, seguindo a Teoria da Massa Crítica proposta por Kanter (1977), elas necessitariam ter certa representatividade no grupo responsável pelas tomadas de decisão.

Já a segunda vertente teórica propõe que as mulheres com baixa identificação de gênero poderiam praticar masculinidades¹ para serem vistas como membros do grupo masculino dominante e, assim, serem elegíveis a ascender níveis hierárquicos. Ao atingir níveis mais elevados, poderiam desenvolver a chamada “Síndrome de *Queen Bee*” (Staines et. al., 1973;

Abramson, 1975), e comportarem-se de forma a enfatizar características masculinas, visões estereotipadas de gênero e a negar a existência de preconceito de gênero.

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

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

Tendo em vista que diferentes culturas promovem níveis de equidade de gênero diferentes, em concordância com Bouteska & Mili (2021), propõe-se a investigação da influência da cultura e do nível de equidade de gênero sobre o impacto da presença feminina em cargos de alta hierarquia desenvolvido na Hipótese 1. Pressupondo que a amostra de companhias selecionada representa a cultura do país como um todo, analisar-se-á a segunda hipótese:

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

Por fim, caso as mulheres possuam tais comportamentos distintos dos homens, espera-se que o nível de risco de falência da firma seja reduzido com a presença de mulheres, o que pode ser benéfico em momentos economicamente adversos. Propõe-se, portanto, a investigação da terceira hipótese:

Hipótese 3: A relação positiva entre performance financeira e a diversidade de gênero em posições de alto escalão é maior em momentos de recessão econômica.

De forma geral, a literatura sugere o desenvolvimento de contribuições ao estado da arte por meio de pesquisas que: i) utilizem dados abrangendo empresas de diversos países (Nguyen et al., 2020; Valls Martínez & Cruz Rambaud, 2019), e.g.; ii) investiguem a dimensão cultural (Nguyen et al., 2020); iii) relacionem resultados empíricos com abordagens teóricas já existentes (Nguyen et al., 2020); iv) tratem de forma adequada problemas de endogenia nas abordagens econométricas (Garanina & Muravyev, 2021); v) abordem teorias ainda não amplamente exploradas, como a Síndrome de Queen Bee (Nguyen et al., 2020); dentre outros.

Nesse sentido, as contribuições da presente pesquisa pretendem envolver as três primeiras sugestões supracitadas. Contribui-se, desta forma, na evolução das pesquisas do tema, que tem como finalidade auxiliar a tomada de decisão das firmas acerca da composição de membros do seu quadro de gestores sêniores, além de auxiliar os governos e os reguladores na tomada de decisão acerca do estabelecimento de políticas e normativos.

A metodologia considera modelos de regressão para dados em painel. A amostra será composta por companhias não financeiras de capital aberto de diversos países, como *proxy* para diferentes culturas. Os dados serão referentes ao período de 2010 a 2022, coletados a partir de bases de dados secundários. Este estudo considerará como alta hierarquia o corpo de gestores sêniores (*C-level* ou *Top Management Team*) e o Conselho de Administração (CA).

Esta pesquisa está organizada da seguinte maneira. A seção 2 compõe o referencial teórico; a seção 3 destaca a revisão de literatura; a seção 4 descreve as variáveis que compõem o estudo e apresenta a metodologia que será utilizada na análise e, por fim, os Resultados são relatados na seção 5.

2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Esta seção se inicia com a discussão das teorias de equidade de gênero e posteriormente são apresentadas as duas vertentes teóricas que fundamentam a presente pesquisa. Os itens 2.2 e 2.3, em conjunto, descrevem a primeira vertente teórica. Os itens 2.4 e 2.5, por sua vez, explicam a segunda vertente teórica.

2.1 Equidade de Gênero

Nesta pesquisa, entende-se por equidade de gênero a igualdade no acesso a altos cargos hierárquicos, tema explorado pelo conceito denominado “*glass ceiling*”ⁱⁱⁱ. Este conceito refere-se a um tipo específico de desigualdade de gênero, que pode ser identificado por quatro características: as diferenças de gênero não decorrem de outras características profissionais relevantes do funcionário; crescem apenas em níveis mais elevados de ganhos (monetários ou de autoridade); impactam na probabilidade de avanço para níveis mais elevados; e aumentam ao longo de uma carreira (Cotter et al., 2001).

Em uma primeira instância, uma justificativa para esta alta concentração masculina em cargos de alto escalão seria decorrente da possibilidade de as mulheres utilizarem “*soft skills*” para gerenciar (Mohan, 2014), o oposto do que seria desejado em termos de atributos do CEO (*Chief Executive Office*), que necessitaria ser mais resoluto, ter excesso de autoconfiança, mas não necessariamente exibir habilidades sociais (Bolton et al., 2008; Kaplan et al., 2012). Neste sentido, introduz-se a concepção da existência de diferenças comportamentais entre os gêneros feminino e masculino, explorada a seguir.

2.2 Diferenças comportamentais entre gêneros feminino e masculino

Pesquisas de gênero aplicadas, extensivamente, corroboram com a ideia de que, de forma geral, há traços na personalidade da mulher que as diferem dos homens. Mulheres tendem a se preocupar mais com risco e a possuir tendências mais conservadoras (Amore & Garofalo, 2016; Croson & Gneezy, 2009), tendem a ser menos agressivas, menos competitivas, e a possuir menos excesso de autoconfiança (Barber & Odean, 2001). Além disso, tendem a se envolver menos em situações de competição (Datta Gupta et al., 2013) e podem reduzir a probabilidade de falência (Frag & Mallin, 2017). As mulheres também seriam relacionadas aos adjetivos atenciosa, gentil, afetuosa, complacente, benevolente (Broverman et al., 1972). Complementarmente, os homens tendem a ser mais agressivos, atribuir mais importância aos valores de poder, hedonismo, autorrealização e autodireção; correr mais riscos e possuir mais excesso de autoconfiança (Mohan, 2014).

Por outro lado, Adams e Funk (2012) não encontram nenhuma evidência de que as conselheiras mulheres sejam mais avessas ao risco do que os homens. Eles argumentam que o grau de aversão ao risco nas mulheres desaparece quando elas quebram o “*glass ceiling*” e passam a operar em uma cultura dominada por homens. Nelson (2015) e Farag e Mallin (2017) identificam que mulheres e homens executivos demonstram comportamentos de assunção de risco semelhantes; e, mais especificamente, o comportamento entre as mulheres membras de conselhos de administração e de conselho fiscal difere do corpo executivo, de modo que as mulheres do corpo executivo são muito menos avessas ao risco e podem apresentar o mesmo nível de apetite ao risco dos colegas homens (Farag & Mallin, 2017).

Tendo em vista tais evidências controversas, remanescem dúvidas acerca da existência de diferenças comportamentais entre gêneros e se há situações que podem amenizá-las ou intensificá-las. Porém, ainda que estas diferenças existam ou não, a representatividade de diferentes gêneros na composição de um grupo é importante para determinar o nível de influência de cada gênero, e, conseqüentemente, o nível de diversidade de ideias e opiniões na tomada de decisão (Kanter, 1977). Expõe-se, a seguir, a Teoria da Massa crítica, que descreve os diferentes tipos de grupos definidos pela composição de seus membros.

2.3 Teoria da Massa Crítica

Kanter (1977), em seu trabalho seminal, disserta sobre a relevância das proporções de membros de diferentes sexos nos grupos para a construção da vida social, dando evidência para a chamada “Teoria da Massa Crítica”, em estudos de diversidade de gênero.

Qualquer grupo pode ser identificado por sua composição, entre quatro tipos: “*uniform groups*” (grupos uniformes), “*skewed groups*” (grupos enviesados), “*tilted groups*” (grupos inclinados) ou “*balanced groups*” (grupos balanceados).

- “*Uniform groups*” são compostos unicamente por membros que compartilham das mesmas características fenotípicas, ou seja, podem ser grupos formados integralmente por mulheres ou por homens (proporção 100:0);
- “*Skewed groups*” possuem uma grande preponderância de um gênero sobre outro. Sua composição está entre as proporções de 99:1 (99% de homens e apenas 1% de mulheres, e.g.) até 85:15 (85% de homens e 15% de mulheres, e.g.). Nesta categoria, o tipo numericamente superior é chamado de “dominante” e o numericamente inferior, “token”. O tipo “dominante” (e.g., os homens) controla o grupo e a cultura como um todo; já os membros do tipo “token” (e.g., as mulheres), são frequentemente tratados como representantes de sua categoria, ou seja, são tidos como símbolos e não como indivíduos;
- “*Tilted groups*” possuem proporções entre 84:16 (84% de homens e 16% de mulheres, e.g.) e 65:35 (65% de homens e 35% de mulheres, e.g.). O tipo numericamente superior é chamado de “majoritário”, enquanto que o numericamente inferior é chamado de “minoritário”. “Minoritários”, diferentemente dos “tokens”, são potenciais aliados entre si, podem formar coalizões e afetar a cultura do grupo, além de serem identificados como um subgrupo distinto dos “majoritários”, os indivíduos são também diferenciados uns dos outros, deixando de ser considerados apenas símbolos;
- Os grupos são considerados como “*balanced groups*” quando possuem as proporções de aproximadamente 60:40 (60% de homens e 40% de mulheres, e.g.) até 50:50 (50% de homens e 50% de mulheres, e.g.). Neste caso, cada um dos tipos é chamado de subgrupo potencial, sendo que a cultura e a interação de cada um dos tipos entre si e entre os membros de cada subgrupo potencial reflete esse equilíbrio.

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

No que diz respeito aos processos de interação grupal, Kanter (1977) discute qual seria a quantidade de membros necessária para os “tokens” passarem a ser “minoritários”. Observou-se que em cenários nos quais haviam duas mulheres, o grupo numericamente superior agiu de modo a combater ou não contribuir com a formação de possíveis alianças entre elas. Ao mesmo tempo, os dominantes teriam facilidade em distanciar esta quantidade de pessoas, sugerindo um acréscimo adicional de mais um “token”, ou seja, um número mínimo de três “tokens” (no caso, mulheres) para que alianças de apoio se desenvolvam no contexto simbólico. Resultados de estudos empíricos corroboram com esta proposição de três “tokens” no mínimo (Torchia et al., 2011; Schwartz-Ziv, 2017).

Por fim, Kanter (1977) afirma que as mulheres, em seus papéis de tokens, possuem duas possibilidades gerais de resposta: aceitar o isolamento, permanecendo marginalizadas ou podem tentar esconder suas características individuais, voltando-se conta sua própria categoria social, o que sugere a formação de “mulheres preconceituosas contra mulheres”, ou “Síndrome da abelha rainha”, teoria discutida na seção a seguir.

2.4 Síndrome de Queen Bee

O termo ‘Síndrome de *Queen Bee*’ foi cunhado por Staines et. al. (1973) e Abramson (1975), que se atentaram às evidências de que algumas mulheres ativamente se opunham a mudanças nos papéis sexuais tradicionais, o que os levou a conclusão da existência de um grupo de mulheres antifeministas, exemplificando a “Síndrome *Queen Bee*”.

A verdadeira “abelha rainha” sentiria que é bem sucedida no âmbito profissional, com um emprego de alto status com boa remuneração em um campo dominado pelos homens, e também no âmbito social, no qual desfrutaria de popularidade entre os homens, atratividade e um bom casamento no qual ela administraria uma casa e uma família com facilidade. De acordo com Staines et al. (1973), as “abelhas rainhas” pensariam que “se eu posso fazer isso sem um movimento inteiro para me ajudar, todas aquelas outras mulheres também podem”. Complementarmente, Abramson (1975) explica que as executivas bem sucedidas agiriam desta forma pois, caso elas admitissem a existência da discriminação contra mulheres na sociedade, isso depreciaria seu próprio nível de êxito.

Pesquisas empíricas corroboram com esta teoria sob a ótica de que mulheres líderes demonstram mais preconceito contra outras mulheres líderes (Garcia-Retamero & López-Zafra, 2006), são mais críticas frente às suas colegas hierarquicamente inferiores e assumem, inclusive, posição contra à quota de gênero (Faniko et al., 2017), expressam percepções mais negativas sobre o comprometimento com a carreira de outras mulheres (Ellemers et al., 2004) e se tornam menos favoráveis a programas de igualdade de oportunidades à medida que avançam na organização (Ng & Chiu, 2001). Elas percebem, portanto, seu gênero como um passivo, que as induz a se comportarem de forma masculina e praticarem masculinidades, tema explorado na seção 2.5, a seguir.

2.5 Teoria de Masculinidades

No contexto dos estudos de gênero, discute-se a noção de masculinidade, com a perspectiva de que o aspecto comportamental do indivíduo seja formado com base na socialização, cultura e vivência a que cada pessoa é submetida.

Neste sentido, o conceito de masculinidade é apresentado como combinações de sinais que mostram se uma pessoa é um homem (Collinson e Hearn, 2005). Isto é, as masculinidades podem ser percebidas em ações, atitudes e na ética de funcionários e líderes: competição, individualização, distanciamento emocional, assertividade e agressividade (Whitehead, 2014). Considerando que as masculinidades são ações e comportamentos, é possível compreender a possibilidade de mulheres também performarem masculinidades (Halberstam 1998; Whitehead, 2014).

Complementarmente, Carrigan et al. (1985) explicam a existência de ‘masculinidades múltiplas’, que determina a existência de diversas maneiras pelas quais formas específicas de masculinidade (e.g., branca, de classe média, de meia-idade, heterossexual, homofóbica, entre outras) podem ser dominantes em relação a outras formas de masculinidade (e.g., classe trabalhadora e homossexual) e à feminilidade. Assim, o poder dos homens surge de uma forma de ser que privilegia a racionalidade, homosociabilidade, competição, machismo e heterossexualidade (Connell, 2000).

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

3. REVISÃO DE LITERATURA

Há uma extensa literatura empírica acerca do impacto da presença da mulher em cargos hierarquicamente elevados no que concerne o desempenho financeiro das firmas. Não obstante, a necessidade do desenvolvimento de pesquisas neste tema ainda é justificada pela existência de conclusões controversas (Nguyen et al., 2020) e, complementarmente, pela expansão e complementariedade da literatura já existente sob os pontos de vista teórico (Nguyen et al., 2020), multidisciplinar (Hoobler et al., 2018), metodológico (Bouteska & Mili, 2021; Garanina & Muravyev, 2021) e amostral (Bouteska & Mili, 2021).

Em termos de performance financeira, estudos (Dwaikat et al., 2021; Sun & Zou, 2021) identificaram impactos positivos do desempenho de mulheres sobre a performance financeira das empresas, sendo que uma das justificativas apresentadas para tal resultado seria decorrente da diminuta quantidade de CEOs do sexo feminino que poderia significar que elas são mais propensas a serem excelentes administradoras, estando em um nível superior ao dos seus colegas homens (Sun & Zou, 2021). Por outro lado, diversos estudos não identificaram diferenças significativas no desempenho de mulheres quando comparado aos obtidos por homens (Robb & Watson, 2012; Ellwood & Garcia-Lacalle, 2015). Por fim, outro grupo de pesquisas indicam existir uma relação negativa entre performance e diversidade de gênero em escalões superiores, que pode ser revertida caso a “massa crítica” de cerca de 30% de mulheres seja alcançada (Joecks et al., 2013); e/ou no longo prazo (Jeong & Harrison, 2017).

Complementarmente, pesquisas analisaram a característica atribuída às mulheres de serem menos propensas à tomada de risco. Especificamente, pesquisas indicam que as mulheres estão negativamente relacionadas ao risco de falência (García & Herrero, 2021; Palvia et al., 2014).

Diante de tal discussão, identifica-se a necessidade de analisar a existência de impactos na performance financeira e no risco de firmas que possuem (mais) diversidade de gênero em posições de alto nível hierárquico em comparação com aquelas empresas que (possuem menos) não o possuem. Propõe-se, portanto, a investigação da *Hipótese 1: A diversidade de gênero em posições de alta gestão possui uma relação positiva com performance financeira, e negativa com o nível de risco de falência da empresa.*

Em complementaridade, discute-se a influência da cultura e do nível de equidade de gênero sobre o impacto da presença feminina em cargos de alta hierarquia desenvolvido na Hipótese 1. Divergentes resultados em estudos que analisaram países distintos poderiam ser parcialmente explicados pelo efeito moderador do nível de igualdade de gênero, cultura e empoderamento das mulheres (Bouteska & Mili, 2021; Kyaw et al., 2015; Mohsni et al., 2021). Para contribuir na evolução do conhecimento neste tema e seguir as sugestões de estudiosos predecessores (Bouteska & Mili, 2021), propõe-se a investigação da segunda hipótese, utilizando dados de diversos países com culturas distintas: *Hipótese 2: A relação positiva entre performance financeira e a diversidade de gênero em posições de alto escalão é menor em empresas situadas em países nos quais há um maior nível de equidade de gêneros.*

Adicionalmente, tendo em vista o impacto da presença das mulheres sobre o nível de risco de falência das firmas, discute-se as repercussões financeiras de momentos de adversidade econômica em empresas com diversidade de gênero no alto escalão. Por exemplo, existem fortes evidências de que firmas com CEOs e presidentes do conselho de administração do sexo feminino são menos propensos a falir durante uma crise financeira (Palvia et al., 2014). O presente estudo, então, propõe a investigação da *Hipótese 3: A relação positiva entre performance financeira e a diversidade de gênero em posições de alto escalão é maior em momentos de recessão econômica.*

4. METODOLOGIA

Esta seção possui caráter analítico e quantitativo, e está organizada da seguinte maneira: o item 4.1 apresenta as variáveis abarcadas pela pesquisa; o item 4.2 discorre acerca da base de dados, enquanto o item 4.3 se concentra nos modelos econométricos adotados.

4.1 Definição operacional das variáveis utilizadas

As variáveis dependentes utilizadas como métrica de performance foram ROA e ROE (métrica contábil) e Q de Tobin e *Market-to-Book* (proxy para oportunidades de crescimento). Como métrica de risco de falência o Z-score de Altman (1968) foi considerado. A variável binária de risco de falência (“bankruptcy”) assume valor igual a um caso o valor do Z-score de Altman seja menor que 1,81. Tal valor foi assumido considerando as conclusões de Altman (1968). As variáveis independentes representam (i) diversidade de gênero na firma; (ii) o efeito moderador da cultura do país; e (iii) o efeito moderador de recessões econômicas.

A definição operacional do fator diversidade de gêneroⁱⁱⁱ consistiu na construção de três variáveis para cada nível hierárquico do alto escalão (i.e., “conselho de administração” e “executivos”), compondo, assim, seis variáveis. A variável “bwomen” é binária e representa a existência de diversidade de gênero no grupo; a variável “pwomen” retrata a representatividade da diversidade de gênero no grupo e a variável independente binária “critmass” é oriunda da Teoria da Massa Crítica (Kanter, 1977), e parte da concepção de que é necessário que um grupo tenha um número mínimo de três mulheres para que alianças de apoio se desenvolvam entre elas, de modo a serem capazes de impactar a cultura e a tomada de decisão do grupo como um todo (Torchia et al., 2011; Schwartz-Ziv, 2017).

A proxy representativa do atributo cultura foi o nível de equidade (inequidade) de gênero de cada país, pressupondo-se que a amostra de companhias selecionada representa a cultura do país como um todo. A definição operacional do nível de equidade (inequidade) de gênero de cada país consistiu em duas variáveis que equivalem a índices mensurados por instituições e publicados periodicamente em relatórios de avaliação globais: “country_equal_gender”, equivale ao *Global Gender Gap Index* (GGGI) publicado pelo Fórum Econômico Mundial (*World Economic Forum*) em seu relatório “*Global Gender Gap Report*” (GGGR) desde 2006; “country_ineq_gender”, equivale ao *Gender Inequality Index* (GII), publicado pela *United Nations Development Programme* (UNDP) em seu relatório “*Human Development Report*”.

Por fim, a representação de momentos econômicos adversos foi operacionalizada na variável *dummy* “economic_recession”, que assumiu valor igual a um caso houvesse uma queda do PIB por pelo menos dois trimestres consecutivos, hlkj e zero caso contrário.

Foram consideradas variáveis de controle relativas às características específicas da empresa, nomeadamente: tamanho da empresa, tamanho do conselho de administração, investimento em pesquisa e desenvolvimento, bens tangíveis, capital de giro e setor. Regressões que adotaram medidas de rentabilidade como variável dependente, utilizaram parâmetros de risco como variáveis de controle, e vice-versa.

4.2 Amostra de dados

A amostra estudada foi obtida por meio de consulta em: bases de dados S&P Capital IQ Pro, Bloomberg; Formulários de Referência objetidos no site da CVM (Comissão de Valores Mobiliários); relatórios como *Global Gender Gap Report* (GGGI) e “*Human Development Report*” (GII). Os dados compreendem as empresas brasileiras e estadunidenses e de capital aberto que constituíram importantes índices de bolsas de valores em de dez/2021, IBRX100 e S&P500, respectivamente. Foram coletados dados trimestrais entre os períodos de 2010 e 2022 (parcial) em termos da moeda brasileira, convertidos pela cotação da época.

Dentre os 600 ativos que originalmente integravam os índices de bolsas de valores mencionados, a amostra final contemplou 431 empresas, tendo em vista a disponibilidade de dados e os seguintes critérios de seleção: (i) empresas financeiras não compuseram a amostra; (ii) foram excluídas as empresas que apresentaram patrimônio líquido negativo durante o referido período. Algumas observações não puderam ser calculadas devido à falta de disponibilidade de dados, e foram consideradas “missings” nas análises estatísticas, caracterizando a amostra como um painel não balanceado com um total de 20.754 observações empresa-período (dimensão transversal, o painel de dados é composto por 431 empresas, examinadas no decorrer de um período total 49 trimestres, em sua dimensão longitudinal).

4.3 Modelagem Econométrica

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

$$y_{it} = \beta_0 + \beta_1 x_{it} + \beta_2 \theta_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4.1)$$

no qual i representa a i -ésima unidade de corte transversal e t o t -ésimo período de tempo. A variável dependente, y_{it} , pode representar a rentabilidade financeira ou o risco da firma. β_0 , quando aplicável, representa o intercepto. A variável x_{it} , pode caracterizar quaisquer variáveis independentes de interesse; e seu coeficiente β_1 apresentará os principais resultados do modelo. A matriz de covariadas, β_2 , corresponde ao vetor de parâmetros, e θ_{it} é um vetor constituído por k variáveis de controle. O termo de erro, ou resíduo, do modelo é dado por ε_{it} .

Em uma primeira estimação, a equação (4.1) foi mensurada por MQO (Mínimos Quadrados Ordinários) de forma agrupada (POOLS). Considerando que nem todas as diferenças sistemáticas entre as empresas são capturadas pelas variáveis que compõem o vetor das variáveis de controle, diversos efeitos idiossincráticos estão incluídos no termo de erro ε_{it} e não diretamente observáveis. Para endereçar tal inconveniente, propõe-se a adoção do método dos Efeitos Fixos. Esta abordagem se propõe a amenizar o problema da endogeneidade, simulando o efeito que uma variável adicional constante no tempo para um indivíduo faria, sem que seja necessário incluir mais variáveis no modelo e, conseqüentemente, reduzir os graus de liberdade.

A equação em (4.1) pode, então, ser estendida de modo a incorporar uma variável representativa de toda a heterogeneidade individual e constante ao longo do tempo. Para isso, decompõe-se o termo de erro ε_{it} entre α_i e μ_{it} . A variável α_i reproduz fatores não observáveis constantes ao longo do tempo que variam entre indivíduos, também chamada heterogeneidade não observável. Por construção, devido ao intercepto variar entre os indivíduos, deve-se excluir o elemento β_0 da equação. Adicionalmente, é altamente recomendável a inclusão de *dummies* de tempo na equação. Compõe-se, assim, o modelo (4.2), estimado por meio da abordagem de Efeitos Fixos:

$$y_{it} = \beta_1 x_{it} + \beta_2 \theta_{it} + \beta_3 \delta_t + \alpha_i + \mu_{it} \quad (4.2)$$

Com a finalidade de investigar a Hipótese 2, foram realizadas interações entre as variáveis representativas das dimensões de cultura (“country_equal_gender” e “country_ineq_gender”) e a diversidade de gênero em elevado escalão (“bwomen”, “pwomen” e “critmass” nos níveis de conselho de administração e executivos seniores).

Similarmente, para analisar a Hipótese 3, também foram realizadas interações entre a variável representativa de momentos econômicos adversos (“economic_recession”) e a diversidade de gênero em elevado escalão (“bwomen”, “pwomen” e “critmass” nos níveis de conselho de administração e executivos seniores).

As variáveis foram winsorizadas ao nível de 99% com a finalidade de tratar outliers.

5. RESULTADOS

Nesta seção são apresentados os resultados da pesquisa. Os resultados estão organizados da seguinte forma: inicia-se pela estatística descritiva e análise de correlação entre as variáveis, discutidas no item 5.1; e posteriormente, há a exploração dos coeficientes regressores, no item 5.2, que auxiliarão na construção das considerações acerca das hipóteses de pesquisa.

5.1 Análise descritiva dos dados

As estatísticas descritivas da amostra utilizada estão resumidas na Tabela 1, assim como a matriz de correlação entre as principais variáveis consideradas. A amostra é composta por um total de 431 empresas, reunidas em um período de 45 trimestres (primeiro trimestre de 2010 até o primeiro trimestre de 2022), de forma que a unidade de observação é empresa-trimestre. As empresas estadunidenses respondem por 84% da amostra e as brasileiras, 16%. Considerando as empresas da amostra, os índices de rentabilidade médios apontam um ROA de 2,8% ao período, ROE de 7,5% ao período, Q de Tobin de 1,62 e o índice market-to-book, 4,1.

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

Tabela 1. Estatísticas Descritivas e Matriz dos coeficientes de correlação

	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max		roa	roe	MB	q	bankruptcy
roa	20.754	0,0277	0,02	-0,08	0,23	roa	1				
roe	20.754	0,08	0,08	-0,23	0,97	roe	0,7062***	1			
MB	20.754	4,09	4,47	0	52,48	MB	0,2297***	0,4294***	1		
q	20.754	1,62	1,58	0	11,63	q	0,3461***	0,1509***	0,7419***	1	
bankruptcy	24.207	0,30	0,46	0	1	bankruptcy	-0,2998***	-0,1361***	-0,3085***	-0,4278***	1
lev	20.754	0,25	0,16	0	0,87	lev	-0,1945***	0,1262***	0,0210***	-0,2801***	0,3751***
bwomen_board	24.207	0,86	0,34	0	1	bwomen_board	-0,0017	0,0147**	0,1560***	0,1399***	-0,1580***
pwomen_board	19.870	0,19	0,11	0	1	pwomen_board	0,0250***	0,0756***	0,1524***	0,0992***	-0,0637***
critmass_board	24.207	0,42	0,49	0	1	critmass_board	-0,0164**	0,0558***	0,1313***	0,0493***	-0,1469***
bwomen_exec	24.207	0,67	0,47	0	1	bwomen_exec	-0,0495***	0,0121**	0,0612***	0,0061*	-0,0842***
pwomen_exec	19.789	0,14	0,14	0	1	pwomen_exec	-0,0099*	0,0468***	0,0351***	-0,0124**	0,0118**
critmass_exec	24.207	0,34	0,47	0	1	critmass_exec	-0,0280***	0,0307***	0,0825***	0,0246***	-0,1651***
ln_assets	20.754	24,29	1,48	19,28	28,33	ln_assets	-0,1906***	-0,0539***	-0,0139**	-0,1945***	0,1166***
ln_sizeboard	19.870	2,33	0,25	1,39	3,09	ln_sizeboard	-0,0292***	0,0470***	-0,0031	-0,1051***	0,0196***
rd	20.743	0,02	0,05	0	0,32	rd	0,1107***	0,0143**	0,2664***	0,3960***	-0,2979***
tang	20.754	0,17	0,28	-0,50	0,88	tang	0,1334***	-0,1704***	-0,1060***	0,2011***	-0,0444***
workcapital	20.754	0,14	0,17	-0,18	0,75	workcapital	0,2934***	0,0525***	0,1222***	0,3579***	-0,3869***
country_ineq_gender	20.754	0,26	0,08	0,03	0,46	country_ineq_gender	-0,0157**	-0,0088*	-0,2205***	-0,2238***	0,2136***
country_equal_gender	20.754	0,73	0,02	0,67	0,81	country_equal_gender	0,0497***	0,0073*	0,1395***	0,1620***	-0,1980***
economic_recession	20.754	0,08	0,27	0	1	economic_recession	0,0272***	-0,0304***	0,0960***	0,1306***	-0,1048***

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

No que concerne à análise de correlação representada na Tabela 1, as variáveis de desempenho financeiro (ROE, MB e Q), com exceção do ROA estão, como postulado na Hipótese 1, positivamente correlacionadas com as variáveis de diversidade de gênero no conselho de administração e no corpo de executivos sêniores. Complementarmente, a variável de risco de falência (“bankruptcy”) está negativamente correlacionada com as variáveis de desempenho e com as variáveis de diversidade de gênero no alto escalão das empresas, indicando que empresas mais rentáveis possuem menor risco de falência, assim como aquelas que possuem mulheres em cargos de elevada hierarquia.

No que diz respeito às variáveis representativas de equidade de gênero da cultura na qual a empresa está inserida (“country_equal_gender” e “country_equal_gender_senior”), elas estão, em geral, positivamente correlacionadas com as medidas de rentabilidade e negativamente correlacionadas com o risco. Ao se referir à variável de desigualdade, o oposto é verdadeiro, ou seja, ela está negativamente correlacionada com rentabilidade e positivamente correlacionada ao risco.

5.2 Análise dos resultados de Regressões

Os resultados e análises das regressões apresentados a seguir estão organizados de forma a responder ordenadamente as hipóteses de pesquisa. Portanto, o item 5.2.1 aborda a Hipótese 1; o item 5.2.2, a Hipótese 2; e, por fim; o item 5.2.3 investiga a Hipótese 3.

- **Diversidade de gênero: performance financeira e risco de falência**

A Tabela 2 apresenta os resultados da análise de regressão por MQO, com dados *pooled*, empregada para testar a influência das variáveis de presença feminina no conselho de administração sobre a rentabilidade da empresa. Os resultados indicam que há uma relação positiva e significativa entre rentabilidade e diversidade de gênero do conselho. Esta relação se mostra maior à medida que há três ou mais mulheres no conselho (variável “critmass_board”) e à medida que a participação feminina se eleva em termos proporcionais em relação ao grupo (variável “pwomen_board”). Portanto, os resultados preliminares suportam a Hipótese 1 no que diz respeito à rentabilidade e à diversidade de gênero no conselho de administração.

Tabela 2. Resultados das regressões estimadas por Efeitos Fixos: Diversidade de gênero e Performance Financeira no conselho de administração

Regressores	Painel A: número de mulheres ≥ 1				Painel B: % de mulheres				Painel C: número de mulheres ≥ 3			
	ROA	ROE	M/B	Tobin's Q	ROA	ROE	M/B	Tobin's Q	ROA	ROE	M/B	Tobin's Q
bwomen_board	0,003*** (0,00)	0,005** (0,00)	0,752*** (0,10)	0,444*** (0,03)								
pwomen_board					0,013*** (0,00)	0,041*** (0,01)	4,512*** (0,27)	1,982*** (0,09)				
critmass_board									0,002*** (0,00)	0,009*** (0,00)	1,000*** (0,07)	0,357*** (0,02)
ln_assets	-0,001*** (0,00)	-0,002*** (0,00)	0,022 (0,02)	-0,093*** (0,01)	-0,002*** (0,00)	-0,003*** (0,00)	-0,080*** (0,02)	-0,130*** (0,01)	-0,001*** (0,00)	-0,003*** (0,00)	-0,034 (0,02)	-0,102*** (0,01)
ln_sizeboard	0,003*** (0,00)	0,008*** (0,00)	-0,069 (0,12)	-0,089** (0,04)	0,003*** (0,00)	0,009*** (0,00)	0,099 (0,12)	0,021 (0,04)	0,003*** (0,00)	0,006** (0,00)	-0,213* (0,12)	-0,086** (0,04)
rd	-0,027*** (0,00)	-0,011 (0,01)	23,810*** (0,73)	8,416*** (0,23)	-0,028*** (0,00)	-0,018 (0,01)	23,193*** (0,72)	8,196*** (0,23)	-0,026*** (0,00)	-0,013 (0,01)	23,727*** (0,72)	8,466*** (0,23)
tang	-0,001 (0,00)	-0,058*** (0,00)	-2,103*** (0,14)	0,351*** (0,04)	-0,000 (0,00)	-0,057*** (0,00)	-1,993*** (0,14)	0,401*** (0,04)	-0,000 (0,00)	-0,057*** (0,00)	-1,992*** (0,14)	0,393*** (0,04)
workcapital	0,042*** (0,00)	0,097*** (0,00)	2,241*** (0,25)	1,473*** (0,08)	0,042*** (0,00)	0,097*** (0,00)	2,175*** (0,24)	1,454*** (0,08)	0,042*** (0,00)	0,097*** (0,00)	2,209*** (0,24)	1,476*** (0,08)
lev	-0,003*** (0,00)	0,104*** (0,00)	4,111*** (0,23)	-0,624*** (0,07)	-0,003*** (0,00)	0,104*** (0,00)	4,074*** (0,23)	-0,630*** (0,07)	-0,003** (0,00)	0,104*** (0,00)	4,154*** (0,23)	-0,593*** (0,07)
bankruptcy	-0,014*** (0,00)	-0,039*** (0,00)	-2,980*** (0,08)	-0,998*** (0,03)	-0,014*** (0,00)	-0,038*** (0,00)	-2,925*** (0,08)	-0,984*** (0,03)	-0,014*** (0,00)	-0,039*** (0,00)	-3,008*** (0,08)	-1,024*** (0,03)
constant	0,052*** (0,00)	0,090*** (0,00)	3,301*** (0,08)	4,159*** (0,03)	0,057*** (0,00)	0,109*** (0,00)	5,186*** (0,08)	4,834*** (0,03)	0,055*** (0,00)	0,110*** (0,00)	5,314*** (0,08)	4,640*** (0,03)
setor _i	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM
N obs	19.859	19.859	19.859	19.859	19.859	19.859	19.859	19.859	19.859	19.859	19.859	19.859

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

Em complemento à Tabela 2, em análises não reportadas, a mesma regressão foi realizada, valendo-se do público feminino em cargos de liderança executiva ao invés dos assentos do conselho de administração. Da mesma forma, os resultados indicam que há uma relação positiva e significativa entre rentabilidade e diversidade de gênero, que aumenta à medida que a população feminina se eleva em termos numéricos ou proporcionais. Desta forma, os resultados preliminares acerca da rentabilidade da empresa e da diversidade de gênero na categoria de executivos também suportam a Hipótese 1.

A Tabela 3, por sua vez, exhibe os resultados referentes à influência da diversidade de gênero de posições de alto escalão sobre o risco de falência das empresas, mensurados por MQO, com dados *pooled*. Os coeficientes nas regressões de presença feminina em cargos de elevada hierarquia (conselho de administração e também nível de executivos) sugerem uma relação negativa e significativa com o risco de falência da empresa. Apenas a medida de três ou mais conselheiras foi estatisticamente insignificante. Desta forma, o conjunto de evidências estimadas por MQO apoiam a primeira vertente teórica. Em outros termos, os resultados sugerem que as mulheres possuíam comportamentos distintos dos homens e que necessitariam de certa representatividade numérica diante do grupo para influenciar sua cultura e tomada de decisões em um grau superior.

Tabela 3. Resultados das regressões estimadas por Efeitos Fixos: Diversidade de gênero e Risco de Falência

Regressores	Z Altman	
	Conselho de Administração	Executivos
bwomen	-0,072*** (0,01)	-0,032*** (0,01)
pwomen	-0,103*** (0,02)	-0,098*** (0,02)
critmass	0,005 (0,01)	-0,028*** (0,01)

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

A fim de realizar maiores entendimentos, mensurou-se as regressões pelas abordagens de Efeitos Fixos em termos quadráticos. Apenas a variável de diversidade de gênero “pwomen” (representa a proporção de mulheres na alta gestão) pode ser aplicada em um modelo quadrático, visto que as demais variáveis de diversidade de gênero são binárias e, portanto, gerariam colinearidade perfeita.

O Painel A da Tabela 4 relata os resultados obtidos nas regressões. Com todas as variáveis de interesse estatisticamente significantes e todos os coeficientes representativos do desempenho financeiro consistentes entre si em termos de direção, a análise revela que a performance financeira da empresa aumenta na proporção de conselheiras do sexo feminino até que a quantidade de mulheres atinja determinado ponto de inflexão, e então comece a reduzir. O oposto é válido para o risco de falência da empresa.

As estimativas acerca do corpo de executivos, demonstradas no Painel B da Tabela 4, publicam coeficientes estatisticamente significantes apenas para as variáveis ROA, Q de Tobin e risco de falência. Para a variável Z de Altman (risco de falência), os resultados obtidos no painel A se mantêm consistentes no painel B. Todavia, a estimação acerca da variável Q de Tobin indica que a mulher executiva, em oposição à mulher conselheira, pode reduzir a performance financeira da empresa até que a quantidade de mulheres executivas atinja determinado ponto mínimo, e a partir de então comece a elevar o desempenho. Para o ROA, entretanto, o coeficiente quadrático não possui significância, porém o coeficiente linear se mostra negativo, isto é, quanto maior o percentual de mulheres em cargos executivos, menor o ROA, sem que haja ponto de inflexão na curva.

Tabela 4. Resultados das regressões estimadas por Efeitos Fixos: Diversidade de gênero no conselho de administração e cultura

Regressores	Painel A: Conselho de Administração					Painel B: Executivos				
	ROA	ROE	M/B	Tobin's Q	Z Altman	ROA	ROE	M/B	Tobin's Q	Z Altman
pwomen_board	0.012*** (0.00)	0.033** (0.01)	3.830*** (0.64)	1.615*** (0.19)	-0.139*** (0.05)					
pwomen_board_sq	-0.025*** (0.01)	-0.069*** (0.03)	-5.893*** (1.26)	-2.774*** (0.36)	0.263** (0.10)					
pwomen_exec						-0,007*** (0,00)	0,000 (0,01)	-0,718 (0,44)	-0,690*** (0,13)	-0,173*** (0,04)
pwomen_exec_sq						0,004 (0,00)	0,001 (0,02)	1285 (0,83)	1.135*** (0,24)	0,232*** (0,07)
ln_assets	-0,005*** (0,00)	-0,028*** (0,00)	-0,541*** (0,07)	-0,006 (0,02)	0,008 (0,01)	-0,005*** (0,00)	-0,028*** (0,00)	-0,497*** (0,07)	0,017 (0,02)	0,001 (0,01)
ln_sizeboard	-0,003*** (0,00)	-0,006** (0,00)	0,584*** (0,12)	0,150*** (0,04)	-0,108*** (0,01)	-0,002*** (0,00)	-0,004 (0,00)	0,857*** (0,13)	0,231*** (0,04)	-0,104*** (0,01)
rd	0,025*** (0,01)	0,202*** (0,03)	17,897*** (1,45)	3,278*** (0,42)	-0,363*** (0,12)	0,027*** (0,01)	0,199*** (0,03)	17,750*** (1,47)	3,328*** (0,43)	-0,358*** (0,12)
tang	0,019*** (0,00)	-0,049*** (0,01)	-1,829*** (0,26)	1,696*** (0,07)	-0,279*** (0,02)	0,018*** (0,00)	-0,051*** (0,01)	-1,959*** (0,26)	1,627*** (0,07)	-0,281*** (0,02)
workcapital	0,008*** (0,00)	0,000 (0,01)	-1,847*** (0,37)	-0,568*** (0,11)	0,120*** (0,03)	0,010*** (0,00)	0,003 (0,01)	-1,728*** (0,37)	-0,505*** (0,11)	0,128*** (0,03)
lev	-0,007*** (0,00)	0,074*** (0,01)	8,141*** (0,33)	1,150*** (0,09)		-0,008*** (0,00)	0,074*** (0,01)	8,107*** (0,33)	1,100*** (0,10)	
bankruptcy	-0,010*** (0,00)	-0,030*** (0,00)	-1,393*** (0,09)	-0,423*** (0,03)		-0,011*** (0,00)	-0,031*** (0,00)	-1,414*** (0,09)	-0,430*** (0,03)	
roa					-1,920*** (0,11)					-1,976*** (0,11)
q					-0,023*** (0,00)					-0,023*** (0,00)
periodo _i	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM
N obs	19.859	19.859	19.859	19.859	19.859	19.720	19.720	19.720	19.720	19.720
R	0,125	0,044	0,134	0,148	0,088	0,125	0,045	0,129	0,142	0,077

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

No geral, com base nos resultados da Tabela 4, pode-se concluir provisoriamente que há alguma associação positiva entre conselheiras do sexo feminino e o desempenho financeiro da empresa, e que o efeito não é linear, portanto, esta relação positiva pode se inverter em um determinado momento. Também é possível observar a existência de uma forte relação entre o risco de falência das firmas e a participação feminina em posições de elevada hierarquia, o que consiste com a concepção de um nível de risco inferior associado à figura feminina.

• **Diversidade de gênero: O efeito moderador da cultura**

A Tabela 5 apresenta os resultados da análise de regressão linear por Efeitos Fixos acerca do efeito moderador entre países em que há um maior nível de equidade de gêneros; a performance financeira e a presença feminina em posições de alto escalão. Foram analisadas, através de variáveis de interação, diversas combinações de métricas de mensuração para as variáveis de rentabilidade da empresa (ROA, ROE, Market-to-Book e Q de Tobin), presença feminina no conselho de administração da empresa (bwomen, pwomen e critmass) e nível de equidade de gêneros dos países (GGGI e GII).

Tabela 5. Resultados das regressões estimadas por Efeitos Fixos: Diversidade de gênero no conselho de administração e cultura

Regressores	Panel A: número de mulheres ≥ 1; GGI					Panel B: % de mulheres; GGI					Panel C: número de mulheres ≥ 3; GGI				
	ROA	ROE	M/B	Tobin's Q	Z Altman	ROA	ROE	M/B	Tobin's Q	Z Altman	ROA	ROE	M/B	Tobin's Q	Z Altman
bwb_ggi	0,022 (0,02)	-0,089 (0,06)	7,361** (2,86)	5,631*** (0,84)	-0,693*** (0,24)										
bwomen_board	-0,014 (0,01)	0,073* (0,04)	-4,813** (2,06)	-3,892*** (0,60)	0,504*** (0,17)										
pwomen_board						-0,036 (0,06)	-0,651*** (0,22)	-9430 (10,14)	4244 (3,01)	-3,375*** (0,85)					
cmb_ggi						0,027 (0,04)	0,476*** (0,16)	8202 (7,40)	-2714 (2,20)	2,450*** (0,62)					
critmass_board											-0,026* (0,01)	-0,158*** (0,05)	-4,372* (2,49)	-1,435** (0,73)	-0,711*** (0,21)
country_equal_gender											0,018* (0,01)	0,112*** (0,04)	3,058* (1,82)	0,995* (0,53)	0,518*** (0,15)
periodo _t	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM
N obs	19.859	19.859	19.859	19.859	19.859	19.859	19.859	19.859	19.859	19.859	19.859	19.859	19.859	19.859	19.859
R	0,119	0,041	0,153	0,151	0,041	0,123	0,040	0,164	0,150	0,037	0,119	0,039	0,152	0,146	0,042

Regressores	Panel D: número de mulheres ≥ 1; GII					Panel E: % de mulheres; GII					Panel F: número de mulheres ≥ 3; GII				
	ROA	ROE	M/B	Tobin's Q	Z Altman	ROA	ROE	M/B	Tobin's Q	Z Altman	ROA	ROE	M/B	Tobin's Q	Z Altman
bwb_gii	0,003 (0,00)	0,048*** (0,02)	-3,498*** (0,82)	-2,004*** (0,24)	0,179*** (0,07)										
bwomen_board	0,001 (0,00)	-0,005 (0,01)	1,562*** (0,27)	0,784*** (0,08)	-0,052** (0,02)										
pwomen_board						0,047** (0,02)	0,305*** (0,07)	-6,188* (3,31)	-3,772*** (0,97)	1,195*** (0,27)					
cmb_gii						-0,011** (0,01)	-0,075*** (0,02)	2,827*** (0,90)	1,336*** (0,26)	-0,324*** (0,07)					
critmass_board											0,018*** (0,01)	0,050** (0,02)	1,729* (0,93)	0,788*** (0,27)	0,473*** (0,08)
country_ineq_gender	0,007 (0,02)	0,064 (0,07)	-2290 (1,70)	1,654* (0,97)	-0,744*** (0,28)	-0,002 (0,02)	0,035 (0,07)	-3,939** (1,65)	0,927 (0,99)	-0,889*** (0,28)	-0,002 (0,02)	0,080 (0,07)	-5,909*** (1,59)	-0,531 (0,97)	-0,890*** (0,27)
periodo _t	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM
N obs	19.859	19.859	19.859	19.859	19.859	19.859	19.859	19.859	19.859	19.859	19.859	19.859	19.859	19.859	19.859
R	0,123	0,040	0,164	0,150	0,037	0,125	0,041	0,165	0,142	0,029	0,124	0,039	0,163	0,148	0,026

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

Os dados da Tabela 5 sugerem que há um efeito moderador da cultura, representada pelas variáveis de nível de equidade de gêneros dos países. Ao analisar as regressões que consideram a equidade de gênero (GGGI), é possível afirmar que empresas situadas em países com níveis mais elevados de equidade de gênero possuem menores benefícios marginais em suas rentabilidades financeiras devido à presença feminina em assentos do conselho de administração. Ou seja, o impacto da presença feminina no conselho de administração, quando interagida com o nível de cultura, de modo geral, permanece positivo; contudo, este efeito tende a reduzir à medida que a cultura possui níveis mais elevados de equidade de gênero.

Em complementariedade, as regressões da presença de ao menos uma mulher no grupo e o percentual delas, e que consideram a desigualdade de gênero (GII) interagindo com as métricas de performance baseadas no mercado (Market-to-Book e Q de Tobin), indicam um

impacto positivo da presença feminina no conselho de administração, que tende a aumentar quanto maior o nível de desigualdade de gênero no país.

Já as regressões que consideram a desigualdade de gênero (GII) interagindo com as métricas de performance baseadas na contabilidade (ROA e ROE) e mensuram a presença feminina pela variável de massa crítica (“critmass”) apontam um impacto negativo da presença feminina no conselho de administração sobre a rentabilidade financeira, que tende a reduzir quanto maior o nível de desigualdade de gênero no país. Posto de outra forma, tem-se que quanto maior o nível de equidade de gênero, o impacto da presença feminina no conselho de administração tende a ser mais negativo sobre a rentabilidade.

Portanto, em suma, os resultados preliminares suportam H2 de forma geral no que concerne ao conselho de administração. A seguir será realizada a mesma análise compreendendo o corpo executivo das firmas estudadas.

Quanto ao efeito moderador da cultura sobre a composição do corpo executivo das empresas estudadas, conforme exibido na Tabela 9, são encontrados resultados semelhantes aos da análise da composição do conselho de administração.

As regressões que consideram a equidade de gênero (GGGI) mostram uma relação positiva e significativa do efeito da presença feminina em posições executivas seniores sobre a rentabilidade da empresa que é reduzido, à medida que o nível de equidade de gênero é elevado devido ao coeficiente negativo e significativo da variável de interação.

Já as regressões que consideram a desigualdade de gênero (GII), revelam uma associação negativa e significativa entre a diversidade de gênero em posições executivas e o desempenho financeiro das firmas, que geralmente tende a ser mitigada quanto mais desigual for a cultura em que a empresa está inserida no quesito gênero.

Finalmente, os resultados preliminares suportam a Hipótese 2 de forma geral tanto na categoria do conselho de administração, como no nível de executivos seniores. Essa constatação indica que empresas situadas em culturas com níveis mais baixos de equidade de gênero tendem a potencializar o papel das mulheres de alto escalão e sua repercussão positiva em termos de performance financeira. Os resultados sugerem que, principalmente, empresas situadas em culturas com níveis mais baixos de equidade de gênero, integrem mais mulheres nas composições de seus conselhos de administração e seus times de alta gestão.

• **Diversidade de gênero: O efeito moderador de recessões econômicas**

Para analisar a Hipótese 3 de pesquisa, empregou-se regressões por Efeitos Fixos após avaliação com teste de Hausman rejeitar a hipótese nula de ausência de correlação dos regressores com o termo de erro. Portanto, as análises subsequentes consideram os resultados da estimativa de efeitos fixos. A Hipótese 3 de pesquisa, a ser explorada, postula que a relação positiva entre performance financeira e a diversidade de gênero em posições de alto escalão é maior em momentos de recessão econômica.

Os coeficientes reportados na Tabela 6 revelam que há uma associação positiva e significativa do efeito da presença feminina no conselho de administração sobre a rentabilidade da empresa. Entretanto, verifica-se que em casos de recessão econômica, a contribuição marginal desta presença feminina pode ser negativamente superada, findando ser mais prejudicial ao desempenho financeiro ter mulheres do que o contrário. Leia-se a primeira coluna de resultados da Tabela 6, e.g., o ROA aumenta em +0,002 caso o conselho de administração da empresa possua ao menos uma mulher em sua composição; todavia, em cenários de crise econômica, ela perde -0,004. Ou seja, o ROA é prejudicado em -0,002 (= +0,002 -0,004), impacto este relacionado ao fato de haver uma ou mais mulheres no conselho, e adicionalmente a este efeito, a empresa está sujeita à perda relacionada à conjuntura econômica (variável “economic_recession”) -0,002, totalizando -0,004.

Tabela 6. Resultados das regressões estimadas por Efeitos Fixos: Diversidade de gênero no conselho de administração e recessão econômica

Regressores	Panel A: número de mulheres ≥ 1					Panel B: % de mulheres					Panel C: número de mulheres ≥ 3				
	ROA	ROE	M/B	Tobini's Q	Z Altman	ROA	ROE	M/B	Tobini's Q	Z Altman	ROA	ROE	M/B	Tobini's Q	Z Altman
bwb_er	-0,004*** (0,00)	-0,006 (0,00)	-0,104 (0,21)	-0,247*** (0,06)	-0,058*** (0,02)										
bwomen_board	0,002*** (0,00)	0,010*** (0,00)	0,461*** (0,09)	0,182*** (0,03)	0,013* (0,01)										
pwb_er						-0,007* (0,00)	-0,008 (0,02)	-0,108 (0,73)	-0,614*** (0,21)	-0,179*** (0,06)					
pwomen_board						0,002 (0,00)	0,003 (0,01)	1,211*** (0,32)	0,427*** (0,09)	-0,007 (0,03)					
cmb_er											-0,001 (0,00)	-0,009** (0,00)	-0,408** (0,18)	-0,105** (0,05)	-0,033** (0,01)
critmass_board											-0,001 (0,00)	-0,003** (0,06)	-0,133** (0,02)	-0,047** (0,01)	-0,001 (0,01)
economic_recession	-0,002* (0,00)	-0,008** (0,00)	-0,267 (0,17)	0,048 (0,05)	0,088*** (0,01)	-0,004*** (0,00)	-0,012*** (0,00)	-0,365*** (0,14)	-0,054 (0,04)	0,070*** (0,01)	-0,004*** (0,00)	-0,011*** (0,00)	-0,312** (0,13)	-0,092** (0,04)	0,059*** (0,01)
ln_assets	-0,005*** (0,00)	-0,028*** (0,00)	-0,352*** (0,07)	-0,008 (0,02)	0,008 (0,01)	-0,005*** (0,00)	-0,028*** (0,00)	-0,536*** (0,07)	-0,001 (0,02)	0,009 (0,01)	-0,005*** (0,00)	-0,028*** (0,00)	-0,526*** (0,07)	0,001 (0,02)	0,008 (0,01)
ln_sizeboard	-0,002*** (0,00)	-0,006** (0,00)	0,598*** (0,12)	0,169*** (0,04)	-0,118*** (0,01)	-0,002*** (0,00)	-0,003 (0,00)	0,728*** (0,12)	0,215*** (0,04)	-0,116*** (0,01)	-0,002*** (0,00)	-0,002 (0,00)	0,773*** (0,12)	0,230*** (0,04)	-0,115*** (0,01)
rd	0,025*** (0,01)	0,200*** (0,03)	17,948*** (1,45)	3,315*** (0,42)	-0,359*** (0,12)	0,025*** (0,01)	0,201*** (0,03)	17,935*** (1,45)	3,305*** (0,42)	-0,360*** (0,12)	0,025*** (0,01)	0,201*** (0,03)	18,030*** (1,45)	3,336*** (0,42)	-0,362*** (0,12)
tang	0,018*** (0,00)	-0,051*** (0,01)	-1,863*** (0,26)	1,675*** (0,07)	-0,277*** (0,02)	0,018*** (0,00)	-0,051*** (0,01)	-1,906*** (0,26)	1,664*** (0,07)	-0,277*** (0,02)	0,018*** (0,00)	-0,050*** (0,01)	-1,842*** (0,26)	1,683*** (0,07)	-0,277*** (0,02)
workcapital	0,009*** (0,00)	-0,000 (0,01)	-1,826*** (0,37)	-0,550*** (0,11)	0,115*** (0,03)	0,009*** (0,00)	0,001 (0,01)	-1,727*** (0,37)	-0,517*** (0,11)	0,116*** (0,03)	0,009*** (0,00)	0,001 (0,01)	-1,766*** (0,37)	-0,523*** (0,11)	0,117*** (0,03)
lev	-0,008*** (0,00)	0,073*** (0,01)	8,121*** (0,33)	1,140*** (0,09)		-0,008*** (0,00)	0,073*** (0,01)	8,073*** (0,33)	1,126*** (0,10)		-0,007*** (0,00)	0,074*** (0,01)	8,134*** (0,33)	1,141*** (0,10)	
bankruptcy	-0,010*** (0,00)	-0,030*** (0,00)	-1,395*** (0,09)	-0,428*** (0,03)		-0,010*** (0,00)	-0,030*** (0,00)	-1,390*** (0,09)	-0,426*** (0,03)		-0,010*** (0,00)	-0,030*** (0,00)	-1,397*** (0,09)	-0,427*** (0,03)	
roa					-1,905*** (0,11)					-1,901*** (0,11)					-1,900*** (0,11)
q					-0,023*** (0,00)					-0,023*** (0,00)					-0,023*** (0,00)
periodo:	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM
N obs	19.859	19.859	19.859	19.859	19.859	19.859	19.859	19.859	19.859	19.859	19.859	19.859	19.859	19.859	19.859
R ²	0,129	0,045	0,134	0,151	0,091	0,128	0,045	0,135	0,149	0,093	0,127	0,044	0,130	0,144	0,092

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

Todavia, a Tabela 6 também exibe a, estatisticamente significativa, redução no risco de falência atribuído à diversidade de gênero em situações de recessão econômica. Por exemplo, na quinta coluna de resultados da Tabela 6, a presença de ao menos uma mulher no conselho de administração pode aumentar o risco de falência em +0,013; entretanto, por se tratar de momentos economicamente adversos, o risco de falência reduz em -0,058. Desta maneira, o efeito relacionado ao fato de haver uma ou mais mulheres no conselho é reduzir o risco de falência em -0,045 (= +0,013 -0,058). Complementarmente há ainda o efeito referente à variável de economia, que eleva o risco de falência em +0,088, e totaliza -0,043 (= +0,088 -0,045).

Em síntese, ao passo que a presença feminina em assentos do conselho de administração, sob condições economicamente adversas, está relacionada a uma redução de rentabilidade financeira, ela também está significativamente associada a uma redução do risco de falência das firmas. Desta forma, a Hipótese 3 não pode ser suportada pelos resultados preliminares no que diz respeito ao conselho de administração.

As análises acerca da presença feminina em posições executivas, não reportadas, indicam, quase sempre, impactos estatisticamente insignificantes acerca da presença feminina no conselho de administração sobre a rentabilidade e o risco de falência da empresa, diferentemente dos efeitos observados no conselho de administração. Desta forma, a Hipótese 3 tampouco pode ser suportada pelos resultados preliminares acerca do nível de executivas.

6. CONCLUSÃO

De forma geral, os resultados suportam as Hipóteses 1 e 2 de pesquisa. Em um primeiro momento, as conselheiras possuem uma associação positiva com a rentabilidade e negativa com o risco de falência; contudo, ao atingir determinado ponto de inflexão, estas relações se invertem. Além disso, os dados dão suporte à Hipótese 2 de que em países com níveis mais elevados de equidade de gênero, a associação positiva da presença feminina em posições de alto escalão com a rentabilidade é reduzida. A análise implica em um fator moderador no qual empresas situadas em culturas com níveis mais baixos de equidade de gênero podem

potencializar o papel das mulheres de alto escalão e sua repercussão positiva em termos de performance financeira.

Finalmente, considerando os resultados preliminares, não se pode suportar a Hipótese 3 que propõe que a relação positiva entre performance e a presença feminina em posições de alto escalão é maior em momentos economicamente adversos. Entretanto, as estimações revelam que, apesar de a presença feminina em assentos do conselho de administração estar relacionada com uma redução da rentabilidade em condições economicamente adversas, sua presença no grupo está significativamente associada a uma redução do risco de falência das firmas. Isto posto, aponta-se a necessidade de maiores pesquisas e aprofundamento acerca do tema.

REFERENCIAL BIBLIOGRÁFICO

- Adams, R. B., & Funk, P. (2012). Beyond the glass ceiling: Does gender matter? *Management Science*, 58(2), 219–235. <https://doi.org/10.1287/mnsc.1110.1452>
- Abramson, J. (1975). *The Invincible Woman: Discrimination in the Academic Profession*. London: Jossey-Bass
- Altman, E. I. (1968). Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy. In *Source: The Journal of Finance* (Vol. 23, Issue 4).
- Amore, M. D., & Garofalo, O. (2016). Executive gender, competitive pressures, and corporate performance. *Journal of Economic Behavior and Organization*, 131, 308–327. <https://doi.org/10.1016/J.JEBO.2016.09.009>
- Barber, B. M., & Odean, T. (2001). Boys will be boys: gender, overconfidence, and common stock investment*. *The Quarterly Journal of Economics*, 116(1), 261–292.
- Bernardes, T. (2021, Dezembro 20). As conquistas das mulheres ao longo da história. [Web page]. Retrieved from <https://www.futura.org.br/as-conquistas-das-mulheres-ao-longo-da-historia/>
- Bolton, P., Brunnermeier, M. K., & Veldkamp, L. (2008). Leadership, coordination and mission-driven management. *National Bureau of Economic Research*. <http://www.nber.org/papers/w14339>
- Bouteska, A., & Mili, M. (2021). Women's leadership impact on risks and financial performance in banking: evidence from the Southeast Asian Countries. *Journal of Management and Governance*. <https://doi.org/10.1007/s10997-021-09594-6>
- Broverman, I. K., Vogel, S. R., Broverman, D. M., Clarkson, F. E., & Rosenkrantz, P. S. (1972). Sex-Role Stereotypes: A Current Appraisal I. *Journal of Social Issues*, 28(2), 59–78.
- Carrigan, T., Connell, B., & Lee, J. (1985). Toward a New Sociology of Masculinity. *Theory and Society*, 14(5), 551–604. <https://about.jstor.org/terms>
- Charness, G., & Gneezy, U. (2012). Strong Evidence for Gender Differences in Risk Taking. *Journal of Economic Behavior and Organization*, 83(1), 50–58. <https://doi.org/10.1016/J.JEBO.2011.06.007>
- Collinson, D. L., Knights, D., & Collinson, M. (1990). *Managing to discriminate*. Routledge.
- Collinson, D. L., & Hearn, J. (2005). *Men and masculinities in work, organizations and management*. Sage
- Connell, R. W. (2020). *Masculinities*. Routledge.
- Cotter, D. A., Hermsen, J. M., Ovadia, S., & Vanneman, R. (2001). The glass ceiling effect. *Social Forces*, 80(2), 655–681.
- Crosan, R., & Gneezy, U. (2009). Gender differences in preferences. *Journal of Economic Literature*, 47(2), 448–474. <https://doi.org/10.1257/jel.47.2.448>
- Datta Gupta, N., Poulsen, A., & Villeval, M. C. (2013). Gender matching and competitiveness: Experimental evidence. *Economic Inquiry*, 51(1), 816–835. <https://doi.org/10.1111/J.1465-7295.2011.00378.X>
- Dwaikat, N., Qubaj, I. S., & Queiri, A. (2021). Gender diversity on the board of directors and its impact on the Palestinian financial performance of the firm. *Cogent Economics and Finance*, 9(1). <https://doi.org/10.1080/23322039.2021.1948659>
- Ellemers, N., van den Heuvel, H., de Gilder, D., Maass, A., & Bonvini, A. (2004). The underrepresentation of women in science: Differential commitment or the queen bee syndrome? In *British Journal of Social Psychology* (Vol. 43). www.bps.org.uk315
- Faniko, K., Ellemers, N., Derks, B., & Lorenzi-Cioldi, F. (2017). Nothing Changes, Really: Why Women Who Break Through the Glass Ceiling End Up Reinforcing It. *Personality and Social Psychology Bulletin*, 43(5), 638–651. <https://doi.org/10.1177/0146167217695551>
- Farag, H., & Mallin, C. (2017). Board diversity and financial fragility: Evidence from European banks. *International Review of Financial Analysis*, 49, 98–112. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2016.12.002>
- Francis, B., Hasan, I., & Wu, Q. (2013). The Impact of CFO Gender on Bank Loan Contracting. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 28(1), 53–78. <https://doi.org/10.1177/0148558X12452399>
- Garanina, T., & Muravyev, A. (2021). The gender composition of corporate boards and firm performance: Evidence from Russia. *Emerging Markets Review*, 48. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2020.100772>
- García, C. J., & Herrero, B. (2021). Female directors, capital structure, and financial distress. *Journal of Business Research*, 136, 592–601. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2021.07.061>
- García-Meca, E., García-Sánchez, I. M., & Martínez-Ferrero, J. (2015). Board diversity and its effects on bank performance: An international analysis. *Journal of Banking and Finance*, 53, 202–214. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2014.12.002>
- García-Retamero, R., & López-Zafra, E. (2006). Prejudice against women in male-congenial environments: Perceptions of gender role congruity in leadership. *Sex Roles*, 55(1–2), 51–61. <https://doi.org/10.1007/s11199-006-9068-1>
- Gap, G. G. (2020). Report 2020. In *World Economic Forum, Geneva*.
- Gap, G. G. (2021). Report 2020. In *World Economic Forum, Geneva*.
- Halberstam, J. (1998). *Female Masculinity*. Durham, NC: Duke University Press.
- Hoobler, J. M., Masterson, C. R., Nkomo, S. M., & Michel, E. J. (2018). The Business Case for Women Leaders: Meta-Analysis, Research Critique, and Path Forward. *Journal of Management*, 44(6), 2473–2499. <https://doi.org/10.1177/0149206316628643>
- Huang, J., & Kisgen, D. J. (2013). Gender and corporate finance: Are male executives overconfident relative to female executives? *Journal of Financial Economics*, 108(3), 822–839. <https://doi.org/10.1016/J.JFINECO.2012.12.005>
- Jeong, S. H., & Harrison, D. A. (2017). Glass Breaking, Strategy Making, and Value Creating: Meta-Analytic Outcomes of Women as CEOs and TMT members. *Academy of Management Journal*, 60(4), 1219–1252. <https://doi.org/10.5465/AMJ.2014.0716>

- Jianakoplos, N. A., & Bernasek, A. (1998). Are women more risk averse? *Economic Inquiry*, 36(4), 620–630.
- Joecks, J., Pull, K., & Vetter, K. (2013). Gender Diversity in the Boardroom and Firm Performance: What Exactly Constitutes a “Critical Mass?” *Journal of Business Ethics*, 118(1), 61–72. <https://doi.org/10.1007/s10551-012-1553-6>
- Kanter, R. M. (1977). *Men and women of the corporation revisited*. New York: Basic Books.
- Kaplan, S. N., Klebanov, M. M., & Sorensen, M. (2012). Which CEO Characteristics and Abilities Matter? *Journal of Finance*, 67(3), 973–1007. <https://doi.org/10.1111/J.1540-6261.2012.01739.X>
- Kyaw, K., Olugbode, M., & Petracci, B. (2015). Does gender diverse board mean less earnings management? *Finance Research Letters*, 14, 135–141. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2015.05.006>
- Lonkani, R. (2019). Gender differences and managerial earnings forecast bias: Are female executives less overconfident than male executives? *Emerging Markets Review*, 38, 18–34. <https://doi.org/10.1016/J.EMEMAR.2018.11.012>
- Lundeberg, M. A., Fox, P. W., & Punčochář, J. (1994). Highly confident but wrong: Gender differences and similarities in confidence judgments. *Journal of Educational Psychology*, 86(1), 114. <https://doi.org/10.1037/0022-0663.86.1.114>
- Mavin, S. (2008). Queen bees, wannabees and afraid to bees: No more “best enemies” for women in management? *British Journal of Management*, 19(SUPPL. 1). <https://doi.org/10.1111/j.1467-8551.2008.00573.x>
- Mohan, N. (2014). A review of the gender effect on pay, corporate performance and entry into top management. *International Review of Economics and Finance*, 34, 41–51. <https://doi.org/10.1016/J.IREF.2014.06.005>
- Mohsni, S., Otchere, L., & Shahriar, S. (2021). Board gender diversity, firm performance and risk-taking in developing countries: The moderating effect of culture. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 73. <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2021.101360>
- Nelson, J. A. (2015). Are women really more risk-averse than men? A re-analysis of the literature using expanded methods. *Journal of Economic Surveys*, 29(3), 566–585. <https://doi.org/10.1111/joes.12069>
- Ng, C. W., & Chiu, W. C. K. (2001). Managing equal opportunities for women: sorting the friends from the foes. In *HUMAN RESOURCE MANAGEMENT JOURNAL* (Vol. 11, Issue 1).
- Nguyen, T. H. H., Ntim, C. G., & Malagila, J. K. (2020). Women on corporate boards and corporate financial and non-financial performance: A systematic literature review and future research agenda. *International Review of Financial Analysis*, 71. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2020.101554>
- Nicolson, P. (1996). *Gender, Power and Organization: A Psychological Approach*. London: Routledge.
- Niederle, M., & Vesterlund, L. (2007). Do women shy away from competition? Do men compete too much? *The Quarterly Journal of Economics*, 122(3), 1067–1101. <https://academic.oup.com/qje/article/122/3/1067/1879500>
- Palvia, A., Vähämaa, E., & Vähämaa, S. (2014). Are Female CEOs and Chairwomen More Conservative and Risk Averse? Evidence from the Banking Industry During the Financial Crisis. *Journal of Business Ethics*, 131(3), 577–594. <https://doi.org/10.1007/s10551-014-2288-3>
- Perryman, A. A., Fernando, G. D., & Tripathy, A. (2016). Do gender differences persist? An examination of gender diversity on firm performance, risk, and executive compensation. *Journal of Business Research*, 69(2), 579–586. <https://doi.org/10.1016/J.JBUSRES.2015.05.013>
- Powell, G. N. and D. A. Butterfield (2003). ‘Gender, gender identity and aspirations to top management’, *Women in Management Review*, 18, pp. 88–96.
- Prince, M. (1993). Women, men, and money styles. In *Journal of Economic Psychology* (Vol. 14).
- Rindfleish, J. (2000). Senior management women in Australia: Diverse perspectives. *Women in Management Review*, 15(4), 172–180. <https://doi.org/10.1108/09649420010335491>
- Robb, A. M., & Watson, J. (2012). Gender differences in firm performance: Evidence from new ventures in the United States. *Journal of Business Venturing*, 27(5), 544–558. <https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2011.10.002>
- Rocca, M. la, Neha, N., Tiziana, ., & Rocca, L. (2020). Female management, overconfidence and debt maturity: European evidence. *Journal of Management and Governance*, 123(24), 713–747. <https://doi.org/10.1007/s10997-019-09479-9>
- Schwartz-Ziv, M. (2017). Gender and Board Activeness: The Role of a Critical Mass. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 52(2), 751–780. <https://doi.org/10.1017/S0022109017000059>
- Siciliano, J. I. (1996). The Relationship of Board Member Diversity to Organizational Performance. *Journal of Business Ethics*, 15(12), 1313–1320.
- Staines, G., C. Travis and T. E. Jayerante (1973). ‘The Queen Bee syndrome’, *Psychology Today*, 7(8), pp. 55–60.
- Sultana, A. (2010). Patriarchy and Women’s Subordination: A Theoretical Analysis. *Arts Faculty Journal*, 1–18.
- Sun, R., & Zou, G. (2021). Political connection, CEO gender, and firm performance. *Journal of Corporate Finance*, 71. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2021.101918>
- Tiliuță, B. A., Diaconu, I. R., & Oanea, D. C. (2021). The Impact of Feminine Management on Banks Financial Performance: Evidence from Selected Countries from Europe. *Studies in Business and Economics*, 16(3), 231–246. <https://doi.org/10.2478/sbe-2021-0057>
- Torchia, M., Calabrò, A., & Huse, M. (2011). Women Directors on Corporate Boards: From Tokenism to Critical Mass. *Journal of Business Ethics*, 102(2), 299–317. <https://doi.org/10.1007/s10551-011-0815-z>
- Valls Martínez, M. del C., & Cruz Rambaud, S. (2019). Women on corporate boards and firm’s financial performance. *Women’s Studies International Forum*, 76. <https://doi.org/10.1016/j.wsif.2019.102251>
- Vargas, T. (2018, March 1). She coined the term ‘glass ceiling’. She fears it will outlive her. *The Washington Post*. <https://www.washingtonpost.com/news/retropolis/wp/2018/03/01/she-coined-the-phrase-glass-ceiling-she-didnt-expect-it-to-outlive-her/>
- Whitehead, S. M. (2014). Masculinities in Management: Hidden, Invisible, and Persistent. *Oxford Handbooks Online*. <https://doi.org/10.1093/oxfordhb/9780199658213.013.020>

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

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

ⁱⁱⁱ A identificação do gênero do indivíduo foi realizada por meio de uma premissa operacionalizada pela proxy de seu sexo. O sexo de cada pessoa, por sua vez, foi distinguido entre masculino e feminino considerando seu nome cadastrado em bases de consulta.