

PRESENÇA DE MULHERES NO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO E RETORNO DE AÇÕES: UM ESTUDO DE EVENTOS NO MERCADO BRASILEIRO

WOMEN'S PRESENCE ON THE BOARD OF DIRECTORS AND STOCK RETURNS: AN EVENT STUDY IN THE BRAZILIAN MARKET

VITOR FONSECA MACHADO BELING DIAS¹

Universidade Federal de Uberlândia

 <https://orcid.org/0000-0001-6084-5599>

vitorfonsecabeling@gmail.com

RODRIGO FERNANDES MALAQUIAS

Universidade Federal de Uberlândia

 <https://orcid.org/0000-0002-7126-1051>

rodrigofmalaquias@yahoo.com.br

JOSÉ EDUARDO FERREIRA LOPES

Universidade Federal de Uberlândia

 <https://orcid.org/0000-0001-5504-3321>

jeflopes@ufu.br

RESUMO

O presente trabalho teve como objetivo analisar se a presença de mulheres no Conselho de Administração (C.A.) das empresas impacta o retorno das ações, utilizando um estudo de eventos. Os dados sobre a composição do C.A. foram coletados no site da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), e os dados financeiros foram coletados no Banco de Dados Econômica. Analisando os eventos em conjunto, o presente estudo não identificou efeito significativo da divulgação no retorno das ações (na análise individualizada por ações, foi observado efeito estatisticamente significativo somente em alguns casos na janela de eventos). O trabalho é relevante ao contribuir para a literatura de diversidade de gênero na área de Finanças, especificamente no que tange a estudos abordando a presença de mulheres no C.A. das empresas. A pesquisa também evidencia o aspecto semiforte do mercado de ações brasileiro, considerando a teoria sobre eficiência de mercado.

Palavras-chave: Presença de Mulheres. Conselho de Administração. Estudo de Eventos. Retorno das Ações. Hipótese de Eficiência de Mercado.

Editado em português e inglês. Versão original em português.

¹ **Endereço para correspondência:** Avenida João Naves de Ávila, 2121 | Santa Mônica | 38408-100 | Uberlândia/MG | Brasil.

Artigo apresentado no Semead 2022, híbrido, de 9 a 11 de novembro de 2022.

Recebido em 28/11/2022. Revisado em 05/02/2023. Aceito em 24/04/2023 pelo Prof. Dr. Rogério João Lunkes (Editor-Chefe). Publicado em 30/05/2023.

Copyright © 2023 RCCC. Todos os direitos reservados. É permitida a citação de parte de artigos sem autorização prévia, desde que identificada a fonte.

ABSTRACT

Using an event study, the main purpose of this paper was to analyze whether the presence of women on the Board of Directors (BoD) of companies impacts the return of their shares. We collected data on the composition of the BoD on the website of the Brazilian Securities and Exchange Commission (CVM), and financial data were collected from the Economática Database. Considering the events as a whole, no significant effect of disclosure on stock returns was observed (for the individualized analysis, by stock, a significant effect was observed only in some cases in the event window). The paper is relevant in contributing to the literature on gender diversity in Finance, specifically concerning studies addressing the presence of women in the BoD. This research also highlights the semi-strong aspect of the Brazilian stock market, considering the theory of market efficiency.

Keywords: *Women Presence. Board of Directors. Event Study. Stock Returns. Market Efficiency Hypothesis.*

1 INTRODUÇÃO

Na contemporaneidade, aspectos relacionados à diversidade de gênero vêm sendo discutidos em vários campos de estudo. Na área de Finanças, esse tema é abordado em estudos de Governança Corporativa, principalmente por meio do estudo da presença de mulheres no Conselho de Administração (C.A.) das empresas (Kirsch, 2018).

Parte da literatura utiliza a presença de mulheres no C.A. como *proxy* para diversidade de gênero nas empresas (Kirsch, 2018; Tahir et al., 2020). Essa *proxy* pode ser mensurada de diferentes maneiras, sendo que duas formas muito utilizadas são variáveis *dummy* com valor 1 no caso da empresa possuir pelo menos uma mulher no C.A. no período em que o trabalho foi feito, e zero caso não haja (Brahma et al., 2021; Loukil et al., 2019; Jizi & Nehme, 2017), e também o percentual de mulheres no C.A. (Mustafa et al., 2020; Tahir et al., 2020; Nadeem et al., 2019). Alguns trabalhos mensuram essa variável das duas maneiras supracitadas (Dobija et al., 2022; Dani et al., 2019; Nadeem et al., 2019).

Em relação aos trabalhos que analisam os efeitos da presença de mulheres no C.A., em geral, tem-se duas visões diferentes: (i) parte dos estudos aponta que homens e mulheres lideram de modo semelhante (Gipson et al., 2017) e que o gênero de um novo membro do C.A. terá efeito irrelevante para os retornos das ações (Wolfers, 2006; Chapple & Humphrey, 2014); (ii) outra parte da literatura, de acordo com Sanford e Tremblay-Boire (2019), evidencia que existe um preconceito em relação às mulheres em cargos de liderança, e isso continua sendo um obstáculo para a participação efetiva no C.A. (Sanford & Tremblay-Boire, 2019; Eagly & Karau, 2002).

As implicações dos estudos que analisam o impacto da presença de mulheres no C.A. são divergentes. Há pesquisas que encontraram um impacto positivo desse aspecto em relação ao desempenho da organização (Khan & Vieito, 2013; Rossi et al., 2017; Dani et al., 2019), havendo também estudos que evidenciaram relação negativa (Lee & James, 2007; Darmadi, 2013), enquanto outros não encontraram significância estatística (Wolfers, 2006; Chapple & Humphrey, 2014).

Nas pesquisas da área de Finanças, a metodologia do estudo de eventos contribui para a investigação de possíveis efeitos que dizem respeito à expectativa de mercado quanto a determinados eventos nas ações ou no retorno das empresas (Lin et al., 2016). Trabalhos anteriores já evidenciaram, através do estudo de eventos, que a divulgação de informações relevantes pode interferir no retorno das ações. Por exemplo, a notícia de possível envolvimento em corrupção pode afetar o retorno das ações negativamente (Dias & Malaquias, 2021), o mercado acionário brasileiro pode reagir em relação à alteração da política de dividendos das empresas (Moreiras et

al., 2012), além do que, Sanford e Tremblay-Boire (2019) evidenciaram que, após o período em que uma mulher se junta ao C.A., a reação do investidor é negativa e estatisticamente significativa (nos dois dias subsequentes à divulgação da informação, sendo que esse efeito se dissipa em períodos mais longos, no caso em uma janela superior a 30 dias).

Considerando que a divulgação de notícias relevantes pode impactar significativamente o retorno das ações (Moreiras et al., 2012; Lin et al., 2016; Dias & Malaquias, 2021), e também considerando resultados divergentes de estudos anteriores relacionados à presença de mulheres no C.A., que podem ter um impacto positivo no desempenho (Khan & Vieito, 2013; Rossi et al., 2017; Dani et al., 2019) negativo (Lee & James, 2007; Darmadi, 2013) ou neutro (Wolfers, 2006; Chapple & Humphrey, 2014) e a possibilidade da nomeação de mulheres para o C.A. possuir significância estatística no retorno das ações (Sanford & Tremblay-Boire, 2019), a pergunta de pesquisa que norteia esse trabalho é a seguinte: qual impacto da divulgação de informações sobre a presença de mulheres no Conselho de Administração no retorno das ações das empresas brasileiras? Desta forma, o trabalho tem como objetivo investigar o efeito da divulgação de informações sobre a presença de mulheres no C.A. no retorno das ações das empresas brasileiras.

O presente estudo utilizou dados relacionados aos retornos de ações brasileiras negociadas na bolsa de valores brasileira (B3), e o procedimento metodológico utilizado para alcançar o objetivo proposto foi o estudo de eventos, acompanhado de um teste de robustez envolvendo também a volatilidade do retorno das ações. Foi efetuada a coleta de dados sobre a composição do C.A. no site da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), sendo as cotações das ações coletadas do Banco de Dados Econômica.

O presente trabalho avança na literatura ao adotar uma nova perspectiva de análise para identificar o impacto de uma das vertentes para diversidade de gênero no C.A., tendo em vista que considera o efeito da divulgação nos preços das ações. O artigo evidencia também que a presença de mulheres no C.A. mostrou-se como um evento esperado no mercado (ou pelo menos já precificado anteriormente), e conforme HME, no geral esse evento não impactou o preço das ações dentro dos termos avaliados nesta pesquisa.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Diversidade de Gênero

Estudos sobre diversidade de gênero vêm ganhando grande relevância nos estudos de Governança Corporativa e Finanças Corporativas. Vários países, principalmente na Europa (por exemplo, França, Finlândia, Itália, Espanha, Noruega e Holanda) implementaram cotas de participação de mulheres no C.A., enquanto outras nações adotaram recomendações e diretrizes voluntárias para incentivar a promoção de uma maior presença de mulheres em cargos de hierarquia superior nas empresas (Chapple & Humphrey, 2014).

Estudos que envolvem a análise do impacto do gênero de um novo membro do Conselho de Administração (C.A.), no geral, abordam duas visões diferentes. Parte da literatura afirma que homens e mulheres lideram de modo semelhante e tendem a ser comparativamente eficazes, de modo que o gênero de um novo membro do C.A. terá efeito irrelevante para o retorno das ações, de modo que um possível “choque” da informação de apresentar um novo membro do conselho é o mesmo (Sanford & Tremblay-Boire, 2019). Por outro lado, parte da literatura, conforme Sanford e Tremblay-Boire (2019), indica que o preconceito em relação às mulheres em cargos de liderança continua sendo um obstáculo, e que em alguns casos elas são “penalizadas” por essas percepções.

Na área de Finanças, a eficácia da liderança geralmente é mensurada por meio de variáveis relacionadas ao desempenho financeiro da empresa, ou seja, bons gestores conseguem mostrar bons indicadores ao mercado, como retorno sobre ativos (ROA) e retorno sobre o patrimônio líquido (ROE), Q de Tobin e retorno de ações (Gipson et al., 2017; Hoobler et al., 2018).

Trabalhos que buscam identificar o impacto do gênero do *Chief Executive Officer* (CEO) no desempenho da empresa mostraram resultados mistos, dependendo das medidas e metodologia que utilizam (Hoobler, et al., 2018). Wolfers (2006), por exemplo, não encontrou diferenças no retorno das ações para empresas chefiadas por mulheres nos Estados Unidos. Já o trabalho de Lee e James (2007) elaborou um estudo de eventos, e identificou uma relação negativa entre a nomeação de mulheres para o cargo de CEO das empresas dos Estados Unidos e o retorno das ações.

Outros estudos utilizam variáveis além do retorno de ações para retratar o desempenho da empresa. Nos EUA, Khan e Vieito (2013) evidenciaram que possuir uma CEO do sexo feminino está associado a um ROA mais alto. Rossi et al. (2017) evidenciaram que a presença de mulheres no C.A. estava associada a uma melhor performance operacional (EBTIDA) das empresas na Itália. No Brasil, Dani et al. (2019) evidenciaram que em um C.A. diversificado, em termos de gênero, o monitoramento dos gestores pode ser mais eficaz, e o desempenho (mensurado pelo ROA e pelo ROE) dessas empresas pode ser impactado positivamente.

Post e Byron (2015) analisaram resultados de 140 estudos, e evidenciaram que a presença feminina no C.A. é positivamente relacionada aos retornos contábeis das empresas, sendo essa relação mais forte em países com maiores proteções aos acionistas. Terjensen et al. (2016) elaboraram um estudo que considerou 47 países (incluindo o Brasil) e mais de três mil empresas abertas. Eles identificaram que a presença de mulheres no conselho de administração contribuiu para o aumento na performance das empresas, sendo que eles mensuraram a performance utilizando o ROA e o Q de Tobin (Terjensen et al., 2019).

Dobija et al. (2022) analisaram facilitadores que permitem às mulheres agregar mais valor às atividades de monitoramento no que tange a ações afirmativas para promover mulheres em C.A. em empresas da Polônia. Os autores evidenciaram que o aumento da participação de mulheres nos C.A. está positivamente associado à uma melhoria da qualidade dos relatórios financeiros, pontualidade dos relatórios, gerenciamento de resultados e opiniões dos auditores.

Para empresas mexicanas, Quintero et al. (2018) evidenciaram em seu estudo que a presença de mulheres no C.A. teve um impacto negativo no endividamento das empresas. Com relação à lucratividade, mensurada no trabalho pelo ROA, os autores não evidenciaram significância estatística. Em um estudo de empresas da Indonésia, Darmadi (2013) encontrou um efeito negativo da representação feminina tanto no desempenho contábil quanto no mercado, resultado que pode ser explicado em parte pela cultura do país, que é menos igualitária em termos de gênero. Chapple e Humphrey (2014) utilizaram a metodologia do CAPM e analisaram as trezentas empresas mais negociadas na bolsa da Austrália e não evidenciaram significância estatística entre diversidade de gênero no C.A. e retorno das empresas. A Tabela 1, a seguir, apresenta um resumo com as principais informações de alguns dos estudos citados sobre o tema.

Tabela 1

Resumo de estudos anteriores

| Autores | País em que foi feito o estudo | Base de dados | Método | Como mensurou diversidade de gênero | Variável Dependente | Principal Resultado |
|---------------------------|---------------------------------------|--|-------------------------------|--|---|---|
| Chapple & Humphrey (2014) | Austrália | S&P/ASX 300 | CAPM | Quantidade de mulheres no CA | Retorno das ações (CAPM) | Não encontraram significância estatística entre presença de mulheres no C.A. e desempenho. |
| Dani et al. (2019) | Brasil | Empresas não financeiras do IBX-100 (B3), Economática e CVM. | Regressão com Dados em painel | Variável dummy - [Com valor 1 se a empresa possuir pelo menos uma mulher no | Performance econômica (ROA e ROE). Performance Financeira (Retorno sobre vendas, endividamento, retorno sobre dividendos, <i>market to book</i> e Q de Tobin). | Foi identificada uma relação positiva e estatisticamente significativa no que tange à mediação da diversidade de gênero e indicadores de Governança |

| | | | | | | |
|------------------------|----------------|--|--|--|---|---|
| | | | | C.A., e zero caso contrário. Percentual de mulheres no CA. | | Corporativa em relação às performances econômicas e financeiras das empresas analisadas. |
| Damardi (2013) | Indonésia | Indonesia Stock Exchange | Regressão cross-section | Proxies da diversidade de gênero – percentual de mulheres no C.A., Presença de mulheres no C.A. (dummy), índice de diversidade de gênero (gender heterogeneity index – Blau index) | ROA e Q de Tobin | Relação negativa e estatisticamente significativa da diversidade de gênero (dummy) em relação ao ROA (Proporção de mulheres e Blau index sem significância). No que tange ao Q de Tobin, as três proxies de diversidade de gênero foram negativas e estatisticamente significantes. |
| Dobja et al. (2022) | Polônia | Dados financeiros da WSE (Bolsa de valores da Polônia) e dados sobre o C.A. na Notoria Service (base de dados com dados atuais e históricos sobre membros do conselho de administração e supervisão) | Regressão linear com efeitos fixos e dados em painel desbalanceado e modelo GMM. | Variável dummy - [Com valor 1 se a empresa possuir pelo menos uma mulher no C.A., e zero caso contrário. Percentual de mulheres no CA. | Qualidade do relatório financeiro (FRQ) – os autores utilizaram o fim do ano fiscal da empresa e data final da opinião da auditoria para efetuar essa proxy, baseado nas demonstrações financeiras das empresas | Evidenciaram que o aumento da participação de mulheres nos CAs está associado à melhoria da qualidade dos relatórios financeiros, apresentando, por exemplo, maior pontualidade dos relatórios, melhor gerenciamento de ganhos e melhores opiniões de auditores. |
| Khan & Vieito (2013) | Estados Unidos | Standard and Poor's ExecuComp | Regressão com Dados em painel (desbalanceado) | Variável dummy (com valor 1 se a CEO for mulher, e zero caso contrário). | LN (Total Compensation) – Bônus dos diretores; ROA ajustado; LN (BS Volatility) – desvio padrão dos retornos | Empresas com CEO do sexo feminino mostraram melhor desempenho em comparação com as empresas administradas por CEOs do sexo masculino. |
| Lee & James (2007) | Estados Unidos | Anúncios de executivos em cargos de liderança (CEO, CFO, COO, presidente e vice-presidente) publicados em veículos de comunicação. Dados financeiros (retornos das ações) foram obtidos no Center for Research in Securities Prices (CRSP) | Estudo de eventos | Variável dummy (com valor 1 para mulher nos cargos supracitados, e zero caso contrário). | Retorno das ações | Anúncios de nomeações de CEO femininas geram mais reações negativas (em relação ao retorno das ações) quando comparados a nomeações de homens CEO. |
| Quintero et al. (2018) | México | Construíram uma base de dados, através dos relatórios contábeis das companhias abertas da Bolsa de Valores mexicana | Regressão Logit e painel de dados desbalanceado com efeitos fixos | Variável dummy - [Com valor 1 se a empresa possuir pelo menos uma mulher no C.A., e zero caso contrário. | Endividamento (passivo total/Ativo total) e desempenho (ROA) | Encontraram efeito negativo entre presença ao menos de uma mulher no C.A. e endividamento (passivo total/Ativo total), para desempenho (ROA) não houve significância estatística |

| | | | | Percentual de mulheres no CA. | | |
|----------------------------------|----------------|---|---|---|-------------------------------|---|
| Rossi, Galasso, & Capasso (2017) | Itália | Construíram um conjunto de dados de uma amostra aleatória de 154 empresas listada na Bolsa de Valores da Itália | Regressão cross-section | Percentual de mulheres no CA. | ROE, Price book Value, EBTIDA | Relação positiva e significante entre a presença de mulheres em cargos de liderança e desempenho, sendo que o cargo ocupado também impacta essa relação. |
| Sanford & Tremblay-Boire (2019) | Estados Unidos | Wharton Research Data Services (WRDS), BoardEx, Center for Research in Security Prices (CRSP) | Estudo de eventos | Entrada de mulher no C.A. (considerando esse evento como data zero) | Retorno das ações (CAPM) | Imediatamente depois que as mulheres se juntam a um C.A. (janela de evento de 5 dias, nos dois dias posteriores à data zero), a reação dos investidores é negativa e estatisticamente significativo, relação estatística que não foi evidenciada em relação à divulgação de novos homens no C.A. Porém, para uma janela de eventos com prazo maior (superior a 30 dias), as diferenças se dissipam. |
| Terjensen et al. (2016) | 47 países | | Modelo GMM | Percentual de mulheres no CA. | Q de Tobin e ROA | Uma relação positiva e significante entre a quantidade de mulheres no C.A. e desempenho |
| Wolfers (2006) | Estados Unidos | S&P 1.500 (dados da Execucomp que mostram mulheres em cargos de CEO). Retornos das ações - CRSP | Relação entre presença de mulheres e desempenho: Regressão cross-section; Retorno das ações: modelo de três fatores Fama e French | Percentual de empresas com mulheres no cargo de CEO no mês | Retorno das ações | Não evidenciaram significância estatística entre mulheres no cargo de CEO e retorno das ações das empresas. |

Fonte: Elaborada pelos autores.

2.2 Estudo de eventos, Eficiência de Mercado e Governança Corporativa

A HME considera que os participantes do mercado precificam os ativos com base em toda informação disponível sobre eventos com potencial de influenciar o retorno do ativo em questão. Baseado no comportamento do mercado, a teoria classifica as três formas de eficiência: Fraca, Semiforte e Forte (Fama, 1970). Na área de Finanças, a metodologia do estudo de eventos contribui para a análise de possíveis implicações relacionadas à expectativa de mercado quanto a determinados eventos nas ações ou no retorno das empresas (Lin et al., 2016).

A metodologia do estudo de eventos geralmente está ligada à HME. De acordo com essa teoria, negociação de ações no mercado financeiro baseada em informações públicas pode não acarretar benefícios maiores que seus custos (Fama, 1970; 1991), pois essas informações já estariam precificadas.

A forma fraca de eficiência defende que os títulos negociados no mercado refletem toda a informação passada relacionada àquele ativo. A forma semiforte evidencia que os preços refletem não só o comportamento passado, mas também podem absorver informações a serem publicadas conforme expectativas do mercado. Por fim, a forma de eficiência forte afirma que os preços dos ativos refletem informações públicas e privadas, inclusive que podem ser obtidas através de informações privilegiadas (Fama, 1970; Mussa et al., 2008).

De acordo com a HME, na negociação de ativos no mercado financeiro, dada a concorrência entre os vários participantes em qualquer período, os preços reais dos títulos já refletem os efeitos das informações tanto de eventos que já ocorreram quanto de eventos que o mercado espera que irão ocorrer (Fama, 1965; 1970). Assim, não seria possível obter retornos anormais observando a ocorrência de determinados eventos, pois os preços dos ativos seguiriam um passeio aleatório (*Random Walk*), de modo que as informações já estariam refletidas no preço atual das ações (Fama, 1965).

Duarte e Pérez-Iñigo (2014) identificaram que no Brasil, a HME na forma fraca aumentou nos anos recentes, principalmente de 2007 em diante. Duarte et al. (2015) efetuaram um estudo comparando a aleatoriedade dos mercados para Brasil, México e Estados Unidos e, baseado na HME, identificaram que a eficiência do mercado no Brasil e México aumentou de 2000 em diante, contrapondo a ideia de que mercados emergentes tendem a ser menos eficientes. Duarte et al. (2015) evidenciaram ainda que, no México e no Brasil, a aleatoriedade dos principais índices das respectivas bolsas de valores aumentou nos últimos anos, auxiliada, dentre vários fatores, pela maior liquidez destes mercados.

Trabalhos antecedentes investigaram aplicações da HME no que tange à Governança Corporativa no Brasil. Medeiros (2016) indicou que o retorno exigido pelo mercado acionário brasileiro em relação às companhias em níveis especiais de Governança Corporativa auferem um prêmio de risco negativo. O autor evidenciou que o mercado acionário precifica positivamente os níveis diferenciados de Governança Corporativa, por exemplo em termos de redução de custo de capital, o que seria uma sinalização da eficiência de mercado aplicada a esse mercado na forma semiforte.

Alinhados à forma semiforte de mercado para o contexto brasileiro, Batista et al. (2018) tiveram como objetivo analisar se o *impeachment* presidencial ocorrido no Brasil em 2016, em três períodos diferentes, proporcionou uma reação esperada do mercado de ações na B3. Tendo em vista três datas distintas sobre três eventos considerados importantes que culminaram no *impeachment*, os autores não rejeitaram a hipótese do estudo de que os retornos anormais e os retornos anormais acumulados fossem iguais a zero, o que, de acordo com os pesquisadores, foi uma evidência de que os mercados estavam bem informados a respeito dos eventos, e que, conforme a HME na sua forma semiforte, os mercados tiveram uma reação que era esperada.

Oliveira Neto et al. (2012) apontaram que um melhor nível de Governança Corporativa das empresas brasileiras reduz os custos associados à incorporação de novas informações aos preços dos ativos. Desse modo, empresas com maior nível de Governança Corporativa teriam maior velocidade de incorporação de informações quando comparadas a empresas do mercado tradicional. Os autores citaram, também, que os resultados obtidos não apontaram violação em relação à HME, pois, possivelmente, ao adotar regras mais claras, empresas com maior nível de Governança Corporativa possibilitam um acompanhamento mais eficiente por analistas no que diz respeito a implicações de fatos relevantes.

No Brasil e em outros países, trabalhos anteriores já identificaram aspectos da HME relacionados a questões de Governança (Duarte e Pérez-Iñigo, 2014; Duarte et al., 2015; Medeiros, 2016). Outro ponto muito explorado na literatura é o impacto da divulgação de informações relevantes nos preços e retornos das ações, por exemplo, impacto da divulgação da alteração da política de dividendos (Moreiras et al., 2012); possível envolvimento da empresa em casos de corrupção (Dias e Malaquias, 2021); e presença de mulheres no C.A. (Sanford & Tremblay-Boire, 2019).

2.3 Divulgação de Informações e Impacto nos Preços

O estudo de Savor (2012) evidenciou que investidores reagem pouco no que tange às notícias sobre os fundamentos da empresa e reagem exageradamente em relação a choques que

movimentam os preços das ações, afirmando, por exemplo, que as alterações de preços baseadas em informações são mais fortemente correlacionadas com notícias que surpreendem em relação aos lucros futuros quando comparadas a alterações de preços em relação à perspectiva de lucros futuros sem a divulgação de informações.

O trabalho de Sanford e Tremblay-Boire (2019) evidenciou que, após o período em que uma mulher se junta ao C.A., a reação do investidor é negativa e estatisticamente significativa, em relação a janela de evento de cinco dias, no caso, nos dois dias subsequentes à divulgação dessa informação, o que não ocorre quando um novo homem se junta ao C.A. Contudo, para janela de eventos mais longas (30 dias e 90 dias, conforme os autores), essa diferença evidenciada se dissipa.

Alguns eventos no mercado acionário que dizem respeito a quesitos relacionados à Governança Corporativa podem impactar o retorno das ações, e trabalhos que utilizaram estudo de eventos já evidenciaram aspectos nesse sentido para o Brasil. Dias e Malaquias (2021) evidenciaram, por meio de um estudo de eventos, que a divulgação de notícias de potencial envolvimento em casos de corrupção por parte das empresas brasileiras negociadas na B3 teve um impacto negativo no retorno delas.

Moreiras et al. (2012) evidenciaram que o mercado acionário brasileiro reage mais fortemente em relação a mudanças na política de dividendos do mercado tradicional quando comparado a empresas listadas no segmento do Novo mercado, o que levou à conclusão de que nesses casos (empresas do mercado tradicional) a assimetria de informações é maior em relação àquelas do Novo mercado.

Considerando os diferentes resultados entre diversidade de gênero no C.A. (Lee & James, 2007; Khan & Vieito, 2013; Chapple & Humphrey, 2014; Rossi et al., 2017), e que a divulgação de informações relacionadas à Governança Corporativa pode impactar os preços das ações (Epstein & Schneider, 2008; Moreiras et al., 2012; Savor, 2012; Dias & Malaquias, 2021), a hipótese que norteia o presente estudo é a seguinte:

H1: A divulgação de informações a respeito da presença de mulheres no C.A. possui impacto estatisticamente significativo no retorno das ações das empresas brasileiras.

Assim, por meio de um estudo de eventos, esta pesquisa busca analisar se a presença de mulheres no Conselho de Administração das empresas brasileiras impacta o retorno das ações, medida pela diferença entre os retornos anormais e normais, conforme será detalhado na metodologia. A presença de mulheres foi avaliada com base em uma variável *dummy* e, em análise de robustez, com base no percentual de mulheres que fazem parte do C.A. Na próxima seção detalhamos a metodologia e os critérios utilizados para a realização do teste de H1.

3 METODOLOGIA

A metodologia de estudo de eventos possibilita a comparação entre os retornos efetivos das ações e o retorno esperado, evidenciando se houve algum retorno anormal que possa ser relacionado à ocorrência de algum evento relevante. Caso seja observado algum retorno anormal significativo, é possível concluir que tais eventos foram importantes para os retornos das ações (Miari et al., 2015; Matsumoto et al., 2018). O estudo de eventos considera uma hipótese objetiva analisar se algum evento impactou determinada ação em certo momento, em um período próximo à ocorrência do evento estudado (Camargos & Barbosa, 2003).

O presente estudo considerou observações para o período entre 2017 e 2022. Foi efetuada a coleta de dados sobre a composição do C.A. no site da CVM, na área do recebimento automatizado de documentos (RAD) das empresas listadas. Foram considerados para análise o item 12 (Assembleia e Administração) e o subitem 12.5/6 (Composição e experiência profissional da administração e do Conselho Fiscal) do relatório de referência das empresas, além da data de publicação do referido relatório. Para relatórios reapresentados, foi considerada a data mais atual.

A posterior tabulação dos dados se deu com auxílio da linguagem de programação *Python*, que permitiu automatizar o preenchimento das planilhas com maior agilidade e precisão, se comparada com uma coleta totalmente manual de um volume elevado de dados para análise. Foram utilizados os dados financeiros da cotação das ações e da cotação do Ibovespa coletados no Banco de Dados da Economatica. Após a união das duas bases de dados por meio do código das ações, o *software* utilizado para a execução do estudo de eventos foi o *Stata* versão 14.1.

3.1 Execução do Estudo de Eventos

Campbell et al. (1997) descreveram os procedimentos para um estudo de eventos, sendo eles nessa ordem: (i) Definição do evento, (ii) Definição dos critérios de seleção dos eventos, cálculo dos retornos normais e anormais, (iii) Procedimentos de estimação dos retornos anormais, (iv) Procedimentos de teste, (v) Análise dos resultados empíricos.

Seguindo tal metodologia, o evento de interesse do presente estudo foi definido como sendo a divulgação dos relatórios de referência pelas empresas à CVM, em que as empresas divulgam informações relevantes ao mercado, dentre elas, os membros do C.A. Nos casos em que as empresas enviaram mais de um relatório por ano, foi considerado somente o relatório mais recente. Essa escolha metodológica considera relatórios formais e informações obrigatórias, mas também possui limitações, uma vez que a informação sobre a composição (ou alteração da composição) do conselho pode ter sido divulgada no mercado por meio de outro canal de comunicação. Há também outras informações sobre os membros do C.A., como formação acadêmica, experiência profissional, data de nascimento; nesta pesquisa, o foco concentra-se na presença de mulheres no C.A. O uso da data do relatório mais recente também representa uma limitação do estudo, pois a informação pode ter sido levada ao mercado em período anterior. A utilização de outras fontes para a identificação da data da primeira publicação do relatório poderia conferir outras limitações ao estudo, então optou-se por utilizar a data que estava disponível no momento da coleta (ou seja, a data do último relatório enviado).

O estudo classificou em variáveis *dummy* as empresas que possuíam pelo menos uma mulher no C.A., sendo “valor um” para empresas com ao menos uma mulher no C.A. e valor “zero” para empresas sem mulheres no C.A. no ano analisado, particularmente, na data analisada. Essa classificação foi feita no intuito de analisar se a divulgação do relatório de referência possuía algum efeito significativo nas empresas com algum grau de diversidade de gênero no C.A. O uso de variável *dummy* para identificar se a empresa possui pelo menos uma mulher no C.A. e sua aplicação como *proxy* de diversidade de gênero possui respaldo na literatura de Finanças (Ahmed & Atif, 2021; Dobija et al., 2022). Em análise de robustez, foi considerado também o percentual de mulheres que fazem parte do C.A.

Em seguida, foi avaliado se houve o retorno “anormal” na data de publicação do relatório (bem como na janela do evento). Finalmente, o retorno anormal dos eventos em empresas que há presença de mulheres no conselho foi então comparado com o retorno anormal dos eventos dos demais casos. A janela do evento é o período que inclui um período anterior e posterior ao evento analisado, para possibilitar a comparação nos retornos das ações em relação às datas dos eventos (Sanford & Tremblay-Boire, 2019). O presente estudo considerou como “data zero” o dia em que a empresa enviou o relatório de referência ao site da CVM (ou a data do relatório mais recente, conforme explicado anteriormente). A janela do evento considerada foram dois dias (dois pregões) anteriores e posteriores à divulgação do relatório (cinco dias no total). A janela de estimação utilizada foi de trinta pregões (-30 a -60, ou seja, inicia-se 60 pregões antes do evento e finaliza-se 30 pregões antes da data do evento) anteriores à data do evento (Dias & Malaquias, 2021).

É necessária uma medida de retorno anormal para identificação do impacto dos eventos sobre o preço dos papéis analisados (Campbell et al., 1997). O retorno anormal do ativo é mensurado pela diferença entre o retorno real e o retorno esperado dos ativos durante a janela do

evento (Campbell et al., 1997; Sanford & Tremblay-Boire, 2019). A seguir será apresentado como foi feito o cálculo do retorno anormal das ações da empresa i em uma data de evento t (Campbell et al., 1997; Sanford & Tremblay-Boire, 2019):

$$AR_{it} = R_{it} - E\left(\frac{R_{it}}{X_t}\right),$$

em que AR_{it} representa o retorno anormal, R_{it} o retorno observado e $E(R_{it}/X_t)$ o retorno esperado do ativo i para o período t com base nas informações X_t .

O retorno normal é o retorno esperado no que tange aos ativos caso nenhum evento específico ocorresse no período (Camargos & Barbosa, 2003; Sanford & Tremblay-Boire, 2019). Os retornos normais foram estimados com base no modelo ajustado ao risco (Campbell et al., 1997; Sanford & Tremblay-Boire, 2019). Os coeficientes α_i e β_i foram estimados através de um modelo de fator simples (Takamatsu et al., 2008). O presente modelo aceita que os retornos anormais sejam mostrados pela diferença dos retornos individuais (R_{it}) em relação ao retorno do portfólio de mercado (R_{mt}) (Takamatsu et al., 2008). A estimação dos retornos normais foi realizada da seguinte forma:

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_i$$

A definição de uma janela de estimação e a janela do evento são essenciais para a operacionalização do modelo de fator simples (Campbell et al., 1997; Sanford & Tremblay-Boire, 2019). A janela do evento é o período que inclui um período anterior e posterior ao evento analisado, para possibilitar a comparação nos retornos das ações em relação às datas dos eventos (Campbell et al., 1997; Sanford & Tremblay-Boire, 2019). O presente estudo considerou como “data zero” o dia em que a empresa enviou o relatório de referência ao site da CVM (ou a data do relatório mais recente, conforme explicado anteriormente). A janela do evento considerada foram dois dias (dois pregões) anteriores e posteriores à divulgação do relatório (cinco dias no total).

A janela de estimação utilizada foi de 30 pregões, começando 60 pregões antes do evento e finalizando-se 30 pregões antes da divulgação do evento (Princeton University, 2020; Dias & Malaquias, 2021). Em posterior análise de robustez, outra janela de evento foi considerada iniciando-se 60 pregões antes do evento e finalizando-se 10 pregões anteriores ao evento (janela de 50 pregões).

Após o cálculo dos retornos, foi efetuado o somatório dos retornos anormais no período posterior ao evento para aprimorar sua análise (Sanford & Tremblay-Boire, 2019). Desse modo, os retornos anormais são acumulados nos pregões posteriores ao evento para se analisar o comportamento dos preços ao longo da janela de eventos (Camargos & Barbosa, 2003). Portanto, a acumulação dos retornos anormais foi calculada da seguinte maneira (Camargos & Barbosa, 2003; Sanford & Tremblay-Boire, 2019):

$$CAR_{t_1,t_2} = \sum_{t=t_1}^{t_2} AR_{it}$$

Na fórmula acima, CAR_{t_1,t_2} exprime o somatório dos retornos anormais (*cumulative abnormal return*) e t_1 e t_2 que são os períodos de acumulação dos retornos anormais entre as janelas dos eventos (Sanford & Tremblay-Boire, 2019), neste caso, entre t_1 e t_2 .

O evento analisado no presente estudo foi o envio do relatório de referência à CVM por parte das empresas, que possui também a informação sobre a presença ou não de mulheres no C.A. Para investigar a hipótese de que a divulgação desses relatórios, que informam a presença ou não de mulheres no C.A., apresentou efeito no preço das ações, foi elaborada a comparação do retorno anormal acumulado em relação à “data zero”, através do teste de diferença de médias. Foi executada também a análise de regressão simples para avaliação dessa diferença, pois, pela análise

de regressão também é possível empregar erros-padrão robustos (Princeton University, 2020), sendo que essa análise se assemelha à aplicação do teste *t*, todavia possibilita o uso de erros padrão robustos (Dias & Malaquias, 2021), o que mitiga eventuais limitações decorrentes de heterocedasticidade.

Em uma segunda rodada de testes de robustez, foi analisado o efeito da divulgação das informações na volatilidade condicional dos retornos das ações. Para tanto, com base em Yaffee e McGee (2000) e Poon (2005), foi considerado um modelo ARMA (ou seja, um modelo autorregressivo e que também inclui parâmetros para médias móveis) em conjunto com um modelo GARCH (*Generalized Auto Regressive Conditional Heteroscedasticity*). Neste caso, para essa análise de robustez, foi utilizado um modelo parcimonioso ARMA(1,1)-GARCH(1,1), sendo incluída a *dummy* relativa à publicação das informações como possível variável explicativa da volatilidade dos retornos. O modelo foi estimado para cada uma das ações. Para esse teste de robustez, foram consideradas apenas as empresas que possuíam pelo menos uma mulher no C.A.; desta forma, a volatilidade condicional da ação no dia do evento foi comparada com a volatilidade condicional dos demais dias.

4 ANÁLISE DE RESULTADOS

A amostra do estudo foi composta por 277 observações (ações/ano) em sua totalidade. Foram verificadas 252 observações (ações/ano) de empresas com ao menos uma mulher no C.A. A seguir, a Tabela 2 sintetiza essas informações.

Tabela 2

Total de ações e total de empresas/eventos com pelo menos uma mulher no conselho

| Ano | Nº Ações (Total) | Nº Ações (Mulh. Cons.) | Nº Eventos (Total) | Nº Eventos (Mulh. Cons.) |
|-------|---------------------|---------------------------|-----------------------|-----------------------------|
| 2017 | 32 | 27 | 32 | 27 |
| 2018 | 29 | 24 | 29 | 24 |
| 2019 | 25 | 24 | 24 | 23 |
| 2020 | 55 | 49 | 50 | 44 |
| 2021 | 81 | 76 | 66 | 61 |
| 2022 | 55 | 52 | 55 | 52 |
| Total | 277 | 252 | 256 | 231 |

Fonte: Elaborada pelos autores.

No período analisado, houve 256 eventos, que são relatórios divulgados pelas empresas à CVM, sendo que alguns desses relatórios referem-se a empresas que possuem mais de uma ação no banco de dados, o que justifica o número total de ações igual a 277. Com relação ao objeto de estudo também no período analisado, houve 231 eventos específicos, ou seja, relatório divulgado pelas empresas à CVM em que constava pelo menos uma mulher no conselho. A Tabela 3 evidencia informações complementares sobre a composição da amostra.

Tabela 3

Quantidade de observações por setor de atividade

| Setor Econômica | Qtd. Obs. | Qtd. Obs.(%) | % Médio de Mulh. Cons. |
|---------------------|-----------|--------------|------------------------|
| Agro e Pesca | 4 | 1,4% | 8,2% |
| Alimentos e Bebidas | 19 | 6,9% | 15,3% |
| Comércio | 30 | 10,8% | 19,7% |
| Construção | 20 | 7,2% | 9,1% |
| Eletroeletrônicos | 2 | 0,7% | 11,2% |
| Energia Elétrica | 30 | 10,8% | 16,7% |
| Finanças e Seguros | 40 | 14,4% | 12,6% |

| | | | |
|---------------------|------------|---------------|--------------|
| Máquinas Indust. | 5 | 1,8% | 4,8% |
| Mineração | 4 | 1,4% | 15,8% |
| Outros | 50 | 18,1% | 11,7% |
| Papel e Celulose | 2 | 0,7% | 8,7% |
| Petróleo e Gás | 17 | 6,1% | 10,7% |
| Siderur. & Metalur. | 2 | 0,7% | 17,7% |
| Software e Dados | 9 | 3,2% | 15,8% |
| Telecomunicações | 5 | 1,8% | 19,1% |
| Têxtil | 5 | 1,8% | 18,2% |
| Transporte Serviços | 22 | 7,9% | 11,0% |
| Veículos e peças | 11 | 4,0% | 13,0% |
| Total | 277 | 100,0% | 13,5% |

Fonte: Elaborada pelos autores.

Conforme informações da Tabela 3, a maior parte da amostra é composta por ações de empresas dos seguintes setores: Comércio (10,8%), Energia Elétrica (10,8%), Finanças e Seguros (14,4%) e o setor Outros (18,1%). A Tabela 3 também evidencia que os três setores com ações de empresas com maior percentual médio de mulheres no C.A. são: Comércio, Telecomunicações e Têxtil. A Tabela 4 apresenta a estatística descritiva para os retornos anormais estimados.

Em relação ao estudo de eventos, para o teste envolvendo as 277 ações, os principais resultados indicaram que, em média, com base no teste de diferença de médias, o retorno anormal médio não foi estatisticamente significativo em nenhuma das datas (nem na “data zero”, nem nas datas anteriores e posteriores à divulgação dos relatórios). O mesmo resultado também foi percebido na análise do retorno anormal acumulado na janela do evento, no caso considerando 30 pregões (janela de estimação -30 a -60). Essa análise foi feita também considerando apenas as 252 ações para as quais havia pelo menos uma mulher no C.A., e os resultados foram equivalentes (para todas as datas da janela do evento e para o retorno anormal acumulado na janela). Esses resultados sugerem que a divulgação dos relatórios, na data de divulgação que foi coletada, contendo a informação de que havia pelo menos uma mulher no C.A., não apresentou efeito estatisticamente significativo nos preços desse conjunto de ações.

Tabela 4

Análise descritiva - retorno anormal

| Data (Evento) | Nº Obs. | Média | Desv.Pad. | Mínimo | Mediana | Máximo |
|---------------|---------|---------|-----------|----------|---------|---------|
| -2 | 277 | 0,0947 | 2,2885 | -7,5397 | 0,0418 | 8,1053 |
| -1 | 277 | -0,1551 | 2,2087 | -8,8993 | -0,1794 | 8,4706 |
| 0 | 277 | 0,1501 | 2,3835 | -10,3813 | 0,0736 | 11,3099 |
| 1 | 277 | -0,0124 | 2,5319 | -9,2932 | -0,2013 | 12,3103 |
| 2 | 277 | -0,1314 | 2,4179 | -6,8393 | -0,1295 | 15,1173 |

Fonte: Elaborada pelos autores.

É oportuno destacar que, na análise individualizada por ativos: para as 277 ações, em 20 casos, o retorno anormal na janela de eventos foi negativo e significativo a 10%, e em 16 casos, foi positivo e significativo a 10%; para as 252 ações de empresas que apresentaram pelo menos uma mulher no C.A., em 19 casos o retorno anormal na janela de eventos foi negativo e significativo a 10%, sendo positivo e significativo em 12 casos.

Os resultados também foram explorados por meio de análise de regressão com erros-padrão robustos, em substituição ao teste de diferença de médias. Neste caso, primeiramente, foi avaliado se a divulgação de relatórios com pelo menos uma mulher no conselho (variável *dummy*) apresentou efeito no retorno anormal estimado. Os resultados indicaram que a variável *dummy* para a presença de mulher no conselho não apresentou efeito estatisticamente significativo no

retorno anormal na data zero, nem no retorno anormal acumulado na janela do evento. A variável *dummy* foi então substituída por uma variável escalar, que indica o percentual de mulheres no conselho em relação ao total de membros. Os resultados foram equivalentes, indicando que o percentual de mulheres no conselho não apresentou efeito estatisticamente significativo tanto no retorno anormal estimado na data zero quanto no retorno anormal acumulado na janela do evento. Esses resultados mostraram-se em linha com os resultados gerais do estudo de eventos.

Foram efetuados testes de robustez para complementar a análise. Nesse caso, considerou-se uma janela de estimação maior (-10 a -60), e os resultados, no geral, foram similares. Um ponto de destaque nesses testes foi que em 21 ações, o retorno anormal na janela de evento foi negativo e significativo a 10% e, em 14 ações, foi positivo e significativo a 10%. São, portanto, quantidades de ações com retorno anormal próximas ao que foi obtido no teste originalmente realizado.

No que se refere à análise adicional considerando o efeito da divulgação na volatilidade condicional, foram estimados os parâmetros de um modelo ARMA(1,1)-GARCH(1,1) para cada uma das ações da amostra, incluindo-se uma *dummy* que recebe 1 para o dia da publicação das informações avaliadas nas quais houve pelo menos uma mulher no C.A. e 0 para os demais dias. Considerando-se o nível de significância de 10%, observou-se que: em 12 ações houve aumento da volatilidade condicional na data da publicação do relatório e, em 3 ações, houve redução da volatilidade condicional. Esse relativo baixo número de ocorrências estatisticamente significativas, mesmo a um nível de significância já flexível de 10%, está em linha com os resultados para o estudo de eventos; ou seja, o efeito da divulgação contendo a informação sobre a presença de pelo menos uma mulher no C.A. não parece ter representado uma informação nova para o mercado dentro dos termos avaliados e tendo como base a data de divulgação considerada.

Considerando que (i) de maneira geral, as variáveis não mostraram significância; (ii) nos testes de robustez, a significância ocorreu em poucos casos; e (iii) na análise de regressão a *dummy* para presença de mulheres do conselho não apresentou efeito significativo (nem o percentual de mulheres no C.A.), os principais resultados sugerem que, no geral, a divulgação de informações sobre a presença ou não de mulheres no C.A. não apresentou impacto estatisticamente significativo no retorno das ações das empresas (pelo menos no período analisado pelo estudo, e com base nos procedimentos metodológicos adotados).

Tendo em vista que estudos anteriores evidenciaram aspectos da HME para o mercado brasileiro (Duarte et al., 2015), o mercado acionário pode precificar, ainda que parcialmente, a composição do C.A. das empresas, de modo que, como na maioria dos casos o mercado não é surpreendido com a divulgação dessas informações (Epstein & Schneider, 2008; Savor, 2012), a divulgação do relatório de referência informando a presença de pelo menos uma mulher no C.A. não impactou de modo estatisticamente significativo o retorno das ações da empresa.

Esses resultados podem indicar um aspecto da HME na forma semiforte, cujas informações públicas já se mostram absorvidas pelos preços das ações (Fama, 1970; 1991). Assim, as informações sobre a composição do C.A., bem como a presença de mulheres C.A. (mensurada com a *dummy* de pelo menos uma mulher no CA), possivelmente já estaria precificada pelo mercado, de maneira que esse evento não impacta de modo estatisticamente significativo no retorno das ações. Isso pode estar relacionado com a data da divulgação utilizada como base para o presente estudo.

Na minoria dos casos, quando agentes do mercado são surpreendidos por um novo integrante no C.A. da empresa, a divulgação dos relatórios pode ter impacto positivo ou negativo, conforme expectativa do mercado (Dah et al., 2014), o que pode auxiliar a explicar os eventos analisados separadamente, em relação à minoria das empresas que mostraram significância, tanto com sinal positivo e negativo.

Entretanto, esse “choque” de informação e significância estatística, tanto positiva quanto negativa, pode estar mais relacionado a uma possível novidade (Dah et al., 2014; Sanford &

Tremblay-Boire, 2019) evidenciado na minoria dos casos, e não ligada à presença ou não de mulheres no C.A. Além disso, considerando os dados e o período analisado, além de estudos anteriores, a evidência pode indicar que mulheres e homens em posições de liderança podem ser mais parecidos que diferentes (Sanford & Tremblay-Boire, 2019), de modo a não causar uma surpresa no mercado.

Desse modo, a hipótese do estudo de que a divulgação de informações a respeito da presença de mulheres no C.A. possui impacto estatisticamente significativo no retorno das ações das empresas brasileiras não foi suportada.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente estudo avaliou possíveis efeitos da presença de mulheres no C.A. no retorno das ações das empresas no mercado de ações brasileiro. Foram analisados os retornos das ações das empresas em relação à data de divulgação dos relatórios de referência das empresas à CVM (“data zero”), através de um estudo de eventos, sendo que nesses relatórios estão disponíveis as informações relacionadas ao C.A., por exemplo, composição do Conselho, quantidade de mulheres, entre outras. Foram consideradas empresas listadas na B3, e os dados financeiros foram coletados no Banco de Dados Econômica.

A metodologia do estudo de eventos pode auxiliar na compreensão da expectativa dos agentes do mercado em relação a alguns eventos da empresa (Lin et al., 2016). Os resultados mostram que, em geral, a presença de pelo menos uma mulher no conselho não mostrou significância estatística no retorno das ações, para a janela de estudo e de acordo com os procedimentos metodológicos adotados nesta pesquisa.

Os resultados evidenciaram, assim, que a presença de pelo menos uma mulher no C.A., bem como possíveis trocas de membros, possivelmente se mostraram como eventos esperados pelos agentes do mercado, e podem já ter sido incorporados nos preços (Dah et al., 2014; Sanford & Tremblay-Boire, 2019) ou, mesmo, podem já ter sido divulgados anteriormente em outros canais de comunicação. Nos poucos casos de significância estatística, possivelmente quando as trocas de membros do C.A. surpreenderam agentes do mercado, tal evento “surpresa” pode ter impactado em uma relação significativa, sendo, portanto, que essa relação pode estar mais alinhada à troca de membros do C.A. em que as novas pessoas que irão compor o C.A. não foram esperadas pelo mercado (Dah et al., 2014; Sanford & Tremblay-Boire, 2019). Esses resultados podem evidenciar um aspecto da HME na forma semiforte, em que informações públicas encontram-se incorporadas nos preços das ações.

O presente trabalho avança na literatura ao adotar uma nova perspectiva de análise para identificar o impacto da diversidade de gênero, especificamente a presença ou não de mulheres no C.A., tendo em vista que a maioria dos estudos utiliza outros métodos (análise de regressão) e variáveis (ROA e ROE) para isso. O artigo evidencia, também, que a presença de pelo menos uma mulher no C.A. parece ser um evento esperado no mercado, ou ainda que essa informação já foi incorporada anteriormente ao preço das ações quando sua divulgação foi realizada por outro canal de comunicação, em outra data. É oportuno ressaltar também que resultados equivalentes foram observados para a volatilidade no retorno das ações.

Uma limitação desse estudo foi considerar somente empresas brasileiras para análise, bem como considerar apenas uma fonte de informações para representar um evento a ser analisado. Além disso, outra limitação foi analisar a diversidade de gênero somente pela presença ou não de mulheres no C.A., ou mesmo pelo percentual de mulheres no C.A.

A utilização da data mais atualizada, no caso de relatórios reapresentados, pode também conferir uma limitação aos resultados da pesquisa, tendo em vista que a informação já pode ter sido divulgada anteriormente ao mercado. Desta forma, novas pesquisas podem realizar um comparativo avaliando as diferentes datas nas quais os relatórios foram reapresentados. Os relatórios possuem também outras informações além da considerada neste estudo (presença de

mulheres no C.A.), e essas informações também possuem o potencial de impactar o preço das ações; esse efeito também pode implicar em limitações aos resultados deste estudo. Para estudos futuros, sugere-se também a análise da diversidade de gênero com outras proxies (presença de pessoas LGBTQIAP+, presença de conselheiros mais jovens ou mais experientes, presença de conselheiros com algum tipo de formação acadêmica etc.), e também o uso de outros indicadores de desempenho.

REFERÊNCIAS

- Ahmed, A., & Atif, M. (2021). Board gender composition and debt financing. *International Journal of Finance & Economics*, 26(2), 3075-3092. <https://doi.org/10.1002/ijfe.1951>
- Batista, A. R. D. A., Maia, U., & Romero, A. (2018). Stock market under the 2016 Brazilian presidential impeachment: a test in the semi-strong form of the efficient market hypothesis. *Revista Contabilidade & Finanças*, 29, 405-417. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201805560>
- Brahma, S., Nwafor, C., & Boateng, A. (2021). Board gender diversity and firm performance: The UK evidence. *International Journal of Finance & Economics*, 26(4), 5704-5719. <https://doi.org/10.1002/ijfe.2089>
- Camargos, M. A., & Barbosa, F. V. (2003). Estudo de eventos: Teoria e operacionalização. *Caderno de Pesquisas em Administração*, 10(3).
- Campbell, J., Lo, W., & Mackinlay, C.A. (1997). *The Econometrics of Financial Markets*, Princeton University Press, Princeton, New Jersey. <https://doi.org/10.2307/j.ctt7skm5>
- Chapple, L., & Humphrey, J. E. (2014). Does Board Gender Diversity Have a Financial Impact? Evidence Using Stock Portfolio Performance. *Journal of Business Ethics*, 122, 709-723. <https://doi.org/10.1007/s10551-013-1785-0>
- Dah, M. A., Frye, M. B., & Hurst, M. (2014). Board changes and CEO turnover: The unanticipated effects of the Sarbanes–Oxley Act. *Journal of Banking & Finance*, 41, 97-108. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2014.01.006>
- Darmadi, S. (2013). Do women in top management affect firm performance? Evidence from Indonesia. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 13(3), 288-304. <https://doi.org/10.1108/CG-12-2010-0096>
- Dani, A. C., Picolo, J. D., & Klann, R. C. (2019). Gender influence, social responsibility and governance in performance. *RAUSP Management Journal*, 54(2), 154-177. <https://doi.org/10.1108/RAUSP-07-2018-0041>
- Dias, V. F. M. B., & Malaquias, R. F. (2021). Corrupção e retorno de ações de empresas listadas na B3. *Brazilian Review of Finance*, 19(2), 123-150. <https://doi.org/10.12660/rbfin.v19n2.2021.82780>
- Dobija, D., Hryckiewicz, A., Zaman, M., & Puławska, K. (2022). Critical mass and voice: Board gender diversity and financial reporting quality. *European Management Journal*, 40(1), 29-44. <https://doi.org/10.1016/j.emj.2021.02.005>

- Duarte, J. B. D., & Pérez-Iñigo, J. M. M. (2014). Comprobación de la eficiencia débil en los principales mercados financieros latinoamericanos. *Estudios Gerenciales*, 30(133), 365-375. <https://doi.org/10.1016/j.estger.2014.05.005>
- Duarte, J. B.D., Suárez, K. J.S., & Ortiz, V. A.R. (2015). Análisis comparativo de eficiencia entre Brasil, México y Estados Unidos. *Revista Finanzas y Política Económica*, 7(2), 341-357. <http://dx.doi.org/10.14718/revfinanzpolitecon.2015.7.2.7>
- Eagly, A. H., & Karau, S. J. (2002). Role congruity theory of prejudice toward female leaders. *Psychological Review*, 109(3), 573. <https://doi.org/10.1037/0033-295X.109.3.573>
- Epstein, L. G., & Schneider, M. (2008). Ambiguity, information quality, and asset pricing. *The Journal of Finance*, 63(1), 197-228. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2008.01314.x>
- Fama, E. F. (1965). Random Walks in Stock – Market Prices. *Financial Analysts Journal*, 21(5), 55-59. <https://doi.org/10.2469/faj.v21.n5.55>
- Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383-417. <https://doi.org/10.2307/2325486>
- Fama, E. F. (1991). Efficient capital markets: II. *The Journal of Finance*, 46(5), 1575-1617. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1991.tb04636.x>
- Gipson, A. N., D. L., Pfaff, D. B., Mendelsohn, L. T., Catenacci, & Burke, W. W. (2017). Women and leadership: Selection, development, leadership style, and performance. *The Journal of Applied Behavioral Science*, 53(1), 32-65. <https://doi.org/10.1177/0021886316687247>
- 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/10.1177/0149206316662>
- Jizi, M. I., & Nehme, R. (2017). Board gender diversity and firms' equity risk. *Equality, Diversity and Inclusion: An International Journal*. <https://doi.org/10.1108/EDI-02-2017-0044>
- Lee, P. M., & James, E. H. (2007). She'-e-os: Gender effects and investor reactions to the announcements of top executive appointments. *Strategic Management Journal*, 28(3), 227-241. <https://doi.org/10.1002/smj.575>
- Lin, C., Morck, R., Yeung, B. & Zhao, X. (2016). Anti-corruption reforms and shareholder valuations: Event study evidence from China, *Technical Report w22001*, National Bureau of Economic Research. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2729087>
- Loukil, N., Yousfi, O., & Yerbanga, R. (2019). Does gender diversity on boards influence stock market liquidity? Empirical evidence from the French market. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*. <https://doi.org/10.1108/JFBM-02-2019-0007>
- Mustafa, A., Saeed, A., Awais, M., & Aziz, S. (2020). Board-Gender diversity, family ownership, and dividend announcement: Evidence from Asian emerging economies. *Journal of Risk and Financial Management*, 13(4), 62. <https://doi.org/10.3390/jrfm13040062>

- Matsumoto, G. S., Baraldi, G. P., & Jucá, M. N. (2018). Estudo de Eventos sobre o Anúncio da Emissão de Debêntures. *Brazilian Review of Finance*, 16(3), 493-520. <https://doi.org/10.12660/rbfin.v16n3.2018.65363>
- Medeiros, O. R. (2016). O mercado acionário brasileiro precifica os níveis diferenciados de Governança Corporativa? Available at SSRN. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3948028>
- Miari, R. C., Mesquita, J. M. C., & Pardini, D. J. (2015). Eficiência de mercado e corrupção organizacional: Estudo dos impactos sobre o valor dos acionistas, *Brazilian Business Review*, 10(1), 1-26. <http://dx.doi.org/10.15728/bbrconf.2015.1>
- Moreiras, L. M. F., Tambosi Filho, E., & Garcia, F. G. (2012). Dividendos e informação assimétrica: análise do novo mercado. *RAUSP Management Journal*, 47(4), 671-682. <https://doi.org/10.5700/rausp1066>
- Mussa, A., Yang, E., Trovão, R., & Fama, R. (2008). Hipótese de mercados eficientes e finanças comportamentais: as discussões persistem. *FACEF Pesquisa*, 11(1), 5-17.
- Nadeem, M., Suleman, T., & Ahmed, A. (2019). Women on boards, firm risk and the profitability nexus: Does gender diversity moderate the risk and return relationship? *International Review of Economics & Finance*, 64, 427-442. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2019.08.007>
- Khan, W. A., & Vieito, J. P. (2013). CEO gender and firm performance. *Journal of Economics and Business*, 67, 55-66. <https://doi.org/10.1016/j.jeconbus.2013.01.003>
- Kirsch, A. (2018). The gender composition of corporate boards: A review and research agenda. *The Leadership Quarterly*, 29(2), 346-364. <https://doi.org/10.1016/j.leaqua.2017.06.001>
- Oliveira Neto, J. C. D. C., Medeiros, O. R., & Queiroz, T. B. (2012). Governança corporativa e velocidade de incorporação de informações: lead-lag entre o IGC e o IBrX. *Revista Brasileira de Finanças*, 10(1), 149-172. <https://doi.org/10.12660/rbfin.v10n1.2012.3048>
- Princeton University (2020). Event studies with Stata. https://dss.princeton.edu/online_help/stats_packages/stata/eventstudy.html
- Poon, S.H. (2005). *A Practical Guide to Forecasting Financial Market Volatility*. John Wiley & Sons Ltd.
- Post, C., & Byron, K. (2015). Women on boards and firm financial performance: A meta-analysis. *Academy of Management Journal*, 58(5), 1546-1571. <https://doi.org/10.5465/amj.2013.0319>
- Quintero, D. D. M., Turrent, G. D. C. B., & García, M. L. S. (2018). Diversidad de género en posiciones estratégicas y el nivel de endeudamiento: evidencia en empresas cotizadas mexicanas. *Revista Mexicana de Economía y Finanzas*, 13(4), 631-654. <https://doi.org/10.21919/remef.v13i4.343>

- Rossi, M., Galasso, S., & Capasso, A. (2017). Women do it better: An investigation on the association between gender diversity in board of directors and the financial performance. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 7(6), 41.
- Sanford, A., & Tremblay-Boire, J. (2019). Discrimination in the Stock Market: Board Gender and Stock Performance. *SSRN*, 1-49. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3367488>
- Savor, P. G. (2012). Stock returns after major price shocks: The impact of information. *Journal of Financial Economics*, 106(3), 635-659. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2012.06.011>
- Takamatsu, R. T., Lamounier, W. M., & Colauto, R. D. (2008). Impactos da divulgação de prejuízos nos retornos de ações de companhias participantes do Ibovespa. *Revista Universo Contábil*, 4(1), 46-63. <https://proxy.furb.br/ojs/index.php/universocontabil/article/view/872>
- Tahir, H., Rahman, M., & Masri, R. (2020). Do board traits influence firms' dividend payout policy? Evidence from Malaysia. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 7(3), 87-99. <https://doi.org/10.13106/jafeb.2020.vol7.no3.87>.
- Terjensen, S., Couto, E. B., & Francisco, P. M. (2016). Does the presence of independent and female directors impact firm performance? A multi-country study of board diversity. *Journal of Management & Governance*, 20(3), 447-483. <https://doi.org/10.1007/s10997-014-9307-8>
- Yaffee, R., & McGee, M. (2000). *Introduction to Time Series Analysis and Forecasting with Applications of SAS and SPSS*. Academic Press.
- Wolfers, J. (2006). Diagnosing discrimination: Stock returns and CEO gender. *Journal of the European Economic Association*, 4(2-3), 531-541. doi:10.3386/w11989

AGRADECIMENTOS

O Autor Rodrigo Fernandes Malaquias agradece ao CNPq pelo apoio concedido para o desenvolvimento de parte desta pesquisa, e à Fundação de Amparo à Pesquisa do Estado de Minas Gerais (FAPEMIG) pelo apoio concedido para a realização de parte desta pesquisa (Projeto de Demanda Universal, 2022, APQ-02071-22, Edital 001/2022).