

Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Gestão de Políticas Públicas (FACE)

Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais (CCA) Curso de Graduação em Ciências Contábeis

# VITÓRIA COSTA ALVES

# MULHERES & MINORITÁRIOS: ANÁLISE DA INFLUÊNCIA DA DIVERSIDADE EM CARGOS DA ALTO ADMINISTRAÇÃO NO DESEMPENHO FINANCEIRO DAS EMPRESAS DO SETOR ELÉTRICO

Professora Doutora Márcia Abrahão Moura

Reitora da Universidade de Brasília

Professor Doutor Enrique Huelva Unternbäumen

Vice-Reitor da Universidade de Brasília

Professor Doutor Diêgo Madureira de Oliveira **Decano de Ensino de Graduação** 

Professor Doutor Eduardo Tadeu Vieira

Diretor da Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Gestão de

Políticas Públicas

Professor Doutor Sérgio Ricardo Miranda Nazaré

Chefe do Departamento de Ciências Contábeis e Atuarias

Professor Doutor Alex Laquis Resende

Coordenador de Graduação do curso de Ciências Contábeis - Diurno

Professor Doutor José Lúcio Tozetti Fernandes Coordenador de Graduação do curso de Ciências Contábeis — Noturno

# Vitória Costa Alves

# MULHERES & MINORITÁRIOS: ANÁLISE DA INFLUÊNCIA DA DIVERSIDADE EM CARGOS DA ALTO ADMINISTRAÇÃO NO DESEMPENHO FINANCEIRO DAS EMPRESAS DO SETOR ELÉTRICO

Trabalho de Conclusão de Curso (Artigo) apresentado ao Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais da Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Gestão de Políticas Públicas como requisito parcial à obtenção do grau de Bacharel em Ciências Contábeis.

Linha de Pesquisa: Contabilidade

**Área:** Contabilidade Financeira

Orientador: Professor Doutor Sérgio

Ricardo Miranda Nazaré

Brasília

2021

# Ficha catalográfica elaborada automaticamente, com os dados fornecidos pelo(a) autor(a)

CV845m M

Costa Alves, Vitória

MULHERES & MINORITÁRIOS: ANÁLISE DA INFLUÊNCIA DA DIVERSIDADE EM CARGOS DA ALTO ADMINISTRAÇÃO NO DESEMPENHO FINANCEIRO DAS EMPRESAS DO SETOR ELÉTRICO / Vitória Costa Alves; orientador Sérgio Ricardo Miranda Nazaré. -- Brasília, 2021.

47 p.

Monografia (Graduação - Ciências Contábeis) -- Universidade de Brasília, 2021.

1. Contabilidade . 2. Contabilidade Financeira. I. Ricardo Miranda Nazaré, Sérgio , orient. II. Título.

# Vitória Costa Alves

# MULHERES & MINORITÁRIOS: ANÁLISE DA INFLUÊNCIA DA DIVERSIDADE EM CARGOS DA ALTO ADMINISTRAÇÃO NO DESEMPENHO FINANCEIRO DAS EMPRESAS DO SETOR ELÉTRICO

Trabalho de Conclusão de Curso (Artigo) apresentado ao Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais da Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Gestão de Políticas Públicas como requisito parcial à obtenção do grau de Bacharel em Ciências Contábeis, sob a orientação da Prof. Doutor. Sérgio Ricardo Miranda Nazaré

		Aprovado e	mde	de 2020.
	rof Doutor Sárgio	Digardo Mirando	Nozoró	
P	rof. Doutor Sérgio		Nazare	
	Or	ientador		
Prof	f. Doutor Abimael	de Jesus Barros C	Costa	
	E	xaminador		

Brasília - DF, maio de 2021

"Nenhuma sociedade que esquece a arte de questionar pode esperar encontrar respostas para os problemas que a afligem." Zygmunt Bauman

# **AGRADECIMENTOS**

Inicialmente, agradeço a minha família e amigos, bases para minha formação e caráter. Aos meus pais, que batalharam para me proporcionar grandes oportunidades e momentos, principalmente de estudo. Ao meu pai, Gedilson, pelo exemplo ético e força. A minha mãe, Valdenis, que demonstrou força, garra e resiliência, meu grande exemplo de vida.

Agradeço a meu orientador, professor Sérgio Ricardo Miranda Nazaré por ter confiado em mim, pela sua dedicação e compreensão, pelas visões de aprimoramento não só quanto ao tema, mas também em relação ao desenvolvimento de minhas perspectivas na pesquisa.

Por fim, agradeço aos meus amigos pelas conversas e momentos de felicidade.

# **RESUMO**

Este estudo teve como objetivo verificar se a presença de mulheres e representantes de minoritários em cargos de alta administração influencia no desempenho financeiro das empresas do setor elétrico listadas na B3. Para a consecução desse objetivo foram analisados em 15 empresas do setor elétrico da B3, a existência de mulheres e minoritários nos conselhos de administração e a presença de mulheres em diretorias. Utilizou-se a metodologia descritiva e quantitativa. Os dados da pesquisa foram retirados dos sites das próprias empresas e do banco de dados Economática, para o cálculo do desempenho financeiro das empresas foram calculados os indicadores: Retorno médio, Risco, Liquidez Corrente, Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE), Retorno sobre o Ativo (ROA) e Alavancagem Financeira. Os resultados apontam que os critérios de *Presença de Mulheres em CAs* e *Presença de Representantes de Minoritários em CAs* apresentaram uma relação positiva entre a presença de mulheres e um melhor desempenho. Por fim sugere-se analises demais segmentos da B3, além da ampliação na quantidade dos indicadores de desempenho econômico-financeiro das empresas e o alongamento da série temporal.

Palavras-chave: Governança Corporativa, Desempenho econômico-financeiro, mulheres e minoritários em "boards".

# **ABSTRACT**

This study seek to check to whether the presence of women and minority representatives on board positions influences the financial performance of companies in the electricity sector listed in B3. In order to achieve this objective, the existence of women and minorities on the boards of directors were analyzed in 15 electric sector companies of B3. Descriptive and quantitative methodology was used. The survey data were taken from the companies own websites and from the Economática database, in order to enable the companies economic and financial performance, the following indicators were calculated: Return, Risk, Current liquidity, Return on equity (ROE), Return on Assets (ROA) and Financial Leverage. The results shown that the criteria for the Presence of Women in boards and the Presence of Minority Representatives in boards had a positive relationship and the Women participation in Boards did not shown a positive relationship between this and a better performance. Finally, it is suggested to analyze other segments of B3, in addition to the increase in the number of economic and financial performance indicators and the lengthening of the time series.

Key words: Corporate Governance, Economic and Financial performance, women and minorities on "boards".

# LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Indicadores de Grupos com Presença de Mulheres em Conselhos de Administração
33
Tabela 2 – Comparação das Médias dos Grupos com Presença de Mulheres em Conselhos de
Administração35
Tabela 3 - Indicadores de Grupos com Presença de Minoritários em Conselhos de
Administração36
Tabela 4 - Comparação das Médias dos Grupos com Presença de Minoritários em Conselhos
de Administração
Tabela 5 - Indicadores de Grupos com Presença Mulheres em Diretorias
Tabela 6 – Comparação das Médias dos Grupos com Presença de Mulheres em Diretorias 40
Tabela 7 – Melhores Resultados dos Índices por Critério Analisado41

# LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Segmentos da B3	17
Quadro 2 - Princípios de Governança Corporativa	18
Quadro 3 – Empresas da amostra	25
Quadro 4 - Classificação dos Grupos da Amostra	26
Quadro 5 - Grupos com Presença de Mulheres em Conselhos	26
Quadro 6 - Grupos com Presença de representantes de Minoritários em Conselhos	27
Quadro 7– Grupos com Presença de Mulheres em Diretorias	27
Quadro 8 - Composição do Resultado do Levantamento	28
Ouadro 9 – Resumo dos índices	31

# LISTA DE IMAGENS

Figura 1 – Porcentagem de mulheres no Conselho de Administração por segmento de lista	ıgem
	23

# LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

IBGC Instituto Brasileiro de Governança Corporativa

CAs Conselho De Administração

B3 Brasil, Bolsa, Balcão

OCDE Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico

CVM Comissão de Valores Mobiliários

IGC Índice de Ações com Governança Corporativa

FEM Fórum Econômico Mundial

ESG Environmental, Social & Governance

IPO Initial Public Offering

LAJIR Lucro Antes de Juros e Imposto de Renda

ROA Retorno sobre o Ativo

ROE Return on Equity

# SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	13
2 REFERENCIAL TEORICO	15
2.1 Governança Corporativa	15
2.1.2 Princípios De Governança Corporativa	18
2.1.3 Teoria da Agência	19
2.2 Conselho de Administração	20
2.3 Diretoria	21
2.4 DIVERSIDADE EM CARGOS DA ALTA ADMINISTRAÇÃO	22
2.5 Estudos Anteriores	23
3 METODOLOGIA	25
3.1 POPULAÇÃO E AMOSTRA	25
3.2 Empresas e Grupos – segmentação da amostra	26
3.3 Indicadores de desempenho entre grupos - procedimentos adotados	28
3.3.1 Retorno e Risco	29
3.3. 2 Liquidez Corrente	29
3.3.3 Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE)	30
3.3. 4 Retorno sobre o Ativo (ROA)	30
3.3.5 Alavancagem Financeira	31
3.3.6 Finalidade dos Índices	31
4 ANALISE DE RESULTADOS	33
4.1 Resultados obtidos	33
4.2 Presença de Mulheres em Conselhos de Administração	33
4.3 Presença de Minoritários em Conselhos de Administração	36
4.4 Presença Mulheres em Diretorias	38
4.5 Analise dos três critérios classificados	41
5 CONSIDERAÇOES FINAIS	42
REFERÊNCIAS	43

# 1 INTRODUÇÃO

A diversidade em altos cargos da administração é um tema bastante estudado na literatura internacional, como Srinidhi et al. (2011) que relaciona empresas com maior participação feminina em conselhos a uma maior qualidade de resultados. O assunto bastante é debatido nos últimos anos em questões de Governança Corporativa. No Brasil, o tema está em crescimento em debates realizados sobre as melhores práticas de governança.

O IBGC (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa) define governança corporativa como o sistema pelo qual as empresas são dirigidas, monitoradas e incentivadas. Para que se tenha um bom nível de governança é necessário seguir os princípios de governança, que são: transparência, equidade, prestação de contas e responsabilidade corporativa.

Vale ressaltar nessa pesquisa, o princípio de Equidade, que diz respeito ao tratamento justo e isonômico das partes interessadas e dos sócios. Ou seja, acionistas minoritários devem possuir os mesmos direitos e deveres que as outras partes.

Um dos motivos para o surgimento da governança corporativa foi a necessidade de solução de conflitos entre os donos da empresa e os gestores, que é denominado Teoria da Agência. A teoria diz que existe um conflito de interesses entres as partes interessadas de uma organização) e que uma das soluções para a problemática é através da governança corporativa, Paschoal e Andrade (2014).

Entidades de grande porte, possuem em sua estrutura, órgãos de gestão e controle que auxiliam no cumprimento da finalidade da empresa, gerar ganhos para as partes interessadas (gestores, acionistas, governo). Dois órgãos de suma importância em uma empresa são: o conselho de administração e a diretoria.

O conselho de administração (CA) é composto por um grupo de pessoas que são responsáveis pela tomada de decisões, com o intuito de potencializar a criação de valor, Rodrigues e Seabra (2011). A diversidade dentro desse órgão é importante para o balanceamento dos interesses na tomada de decisão. Mellone (2004) diz que um conselho de administração balanceado, minimiza a ocorrência de conflitos de interesse e reduz os custos de agência.

O conselho possui também a função de monitoramento do desempenho gerencial e disciplinar a ação dos executivos, Mellone (2004). O conselho e a diretoria possuem uma ligação de monitoramento, ou seja, o conselho monitora as ações da diretoria. A diretoria, outro órgão significativo dentro de uma entidade, também possui a função e auxiliar no cumprimento

dos objetivos da entidade. Segundo o IBCG (2015) a diretoria é responsável por executar as estratégias e diretrizes aprovadas pelo conselho. Ou seja, a diretoria e o conselho são órgãos que podem influenciar o desempenho empresarial.

Diante disso, nos últimos anos vem sido debatido a diversidade dentro de órgãos da alta administração. No Brasil, a desigualdade de gênero em altos cargos da administração também é alta. Um estudo realizado pela KPMG (2020) revelou que a porcentagem de mulheres em conselhos no segmento Novo Mercado da Brasil, Bolsa, Balcão (B3) é de apenas 10%. O IBCG (2016) também diz que a diversidade de perfis em conselhos é essencial, visto que a entidade se beneficia com a pluralidade de argumentos e maior qualidade e segurança no processo decisório.

Muitos estudos sobre a diversidade em altos cargos, alguns apontam que a presença de mulheres em altos caros, proporciona pontos de vistas diferentes e torna o processo de decisão mais eficiente, o que aumenta o valor e o desempenho da empresa, Silveira e Donaggio, (2020), Carter et al., (2003), Srinidhi et al., (2011). Porém, alguns estudos também apontam que a presença de mulheres e empresas que não possuíam mulheres, pode gerar uma maior manipulação de resultados, Segura et al (2016).

No Brasil, ainda existem poucos estudos sobre a diversidade na composição do conselho de administração e na diretoria, e como esse fator pode influenciar no desempenho da empresa. Diante disso, formula a seguinte questão de pesquisa: a presença de mulheres e representantes de minoritários em cargos da alta administração influência no resultado das empresas?

Sendo assim, este trabalho tem como objetivo identificar se a participação de mulheres no conselho de administração e na diretoria e a participação de representantes de minoritários no conselho de administração, e o desempenho das empresas do setor elétrico brasileiro no período de 2016 a 2020, buscando identificar se houve mudanças nos indicadores econômico-financeiros escolhidos.

A presente pesquisa traz além desta seção introdutória; o referencial teórico, que aborda a temática da governança corporativa, os princípios de governança, definições de teoria de agência, definições de conselho de administração e diretoria; relatos sobre a diversidade em altos cargos da administração e estudos anteriores. Por fim, a metodologia e discussão dos resultados.

# 2 REFERENCIAL TEORICO

# 2.1 Governança Corporativa

Um dos fatores para o desenvolvimento a governança corporativa deriva da necessidade de mitigação do custo de agência. Como pontua Carvalho (2002, p. 1) "Governança corporativa é um conjunto de regras que visam minimizar os problemas de agência". Paschoal e Andrade (2014) dizem que a governança corporativa não surgiu apenas para solucionar conflitos de agência, também, o mundo dos negócios estabeleceu novas condições que requeriam modificações nas práticas de alta gestão.

Percebe-se que a governança corporativa é essencial para a melhoria da gestão da empresa e a manutenção dos interesses dos acionistas, reduzindo os conflitos entre gestores e sócios. Bianchi e Nascimento (2005) dizem que governança corporativa também pode ser definida como um método de esforço continuo em alinhamento aos interesses da gestão aos dos acionistas ou proprietários, por meio da adoção das melhores práticas de monitoramento e controle.

De acordo com La Porta (2000), governança corporativa é um agrupamento de mecanismos nos quais os investidores externos se protegem contra a expropriação por parte dos *insiders* (gestores). Quiapaza, Gruberger e Santos (2007) definem governança corporativa como um agrupamento de normas e valores que visam diminuir os conflitos de interesse, potencializar a riqueza dos acionistas, levando em conta o interesse dos minoritários, e otimizar o desempenho da empresa, proporcionando o desenvolvimento e o crescimento econômico.

Organismos internacionais, como a Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico - OCDE e o Banco Mundial, atuam na melhora da governança corporativa divulgando princípios e diretrizes sobre o assunto. Segundo o Banco Mundial (2017), a governança corporativa refere-se a forma como os membros do conselho são responsabilizados perante os acionistas e a empresa. Também pontua que isso tem implicações no comportamento da empresa, não só para os acionistas, mas também para funcionários, clientes, financiadores da a empresa, e outras partes interessadas, incluindo as comunidades nas quais o negócio opera, os chamados "stakeholders".

Já os manuais divulgados pela OCDE (2016), indicam que a boa governança corporativa ajuda a construir um ambiente de confiança, transparência e *accountability* necessário para

promover o investimento de longo prazo, estabilidade financeira e integridade empresarial, apoiando assim um crescimento mais consistente e longevos proporcionando sociedades mais inclusivas.

No Brasil, em 1995, foi criado Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBCG, com a finalidade de contribuir para o desenvolvimento da governança das empresas e demais organizações no país. Para isso, o instituto possui o "Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa", que é o documento que apresenta as recomendações das melhores práticas de governança. Em 2016, o IBCG lançou o "Código Brasileiro de Governança Corporativa – Companhias Abertas" que tem o foco em sociedades anônimas brasileiras. O documento foi incorporado a regulação e tornou-se o primeiro código de governança aplicável a todas as companhias listadas na bolsa de valores.

O objetivo do código do IBCG é mostrar os caminhos que devem ser seguidos pelas empresas com a finalidade de: aumentar o valor da sociedade, melhorar o desempenho, facilitar o acesso a capital a custos mais baixos, contribuir com a longevidade, demonstrar o dever fiduciário dos administradores e do acionista controlador, Silva (2016).

O código criado pelo IBCG possui premissas fundamentais, definições e princípios de governança, e seu conteúdo é divido em cinco capítulos:

- 1. Sócios;
- 2. Conselho de administração;
- 3. Diretoria;
- 4. Órgãos de fiscalização e controle; e
- 5. Conduta e conflito de interesses.

Além disso, o código do IBCG tornou-se o primeiro documento do mercado de capitais brasileiro a seguir o modelo "pratique ou explique", considerado o vetor do desenvolvimento da governança corporativa em diversos países, IBGC (2016).

O IBGC (2016) definiu governança como "o sistema pelo qual as empresas e demais organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre sócios, conselho de administração, diretoria, órgãos de fiscalização e controle e demais partes interessadas". Consoante ao IBCG, a Comissão de Valores Mobiliários – CVM (2002, p. 2), no documento "Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa" diz que:

Governança corporativa é o conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas, tais como investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital. A análise das práticas de governança corporativa aplicada ao mercado de capitais envolve, principalmente: transparência, equidade de tratamento dos acionistas e prestação de contas.

A Bolsa, Balcão, Brasil - B3 antigamente chamada de BOVESPA, maior entidade de negócios de títulos emitidos por empresas, que é responsável por uma parte da infraestrutura do mercado financeiro do pais, onde empresas de capital aberto negociam suas ações. Nos anos 2000, seguindo as principais iniciativas de estímulo e aperfeiçoamento do modelo de governança corporativa no país, a B3 criou níveis de governança corporativa para orientar os investidores.

Os segmentos criados foram: Novo Mercado, Nível 1, Nível 2, Bovespa Mais e Bovespa Mais Nível 2 (Quadro 1), partindo-se do nível de maiores procedimentos de governança para aqueles com princípios iniciais ou incipientes. Com o objetivo estimular o interesse dos investidores e valorizar as companhias brasileiras, para que se comprometessem com a adoção de melhores práticas de governança corporativa, Sirqueira (2006).

O segmento Novo Mercado é tido como o padrão de transparência e governança exigido pelos investidores para as novas emissões de capital, com regras de governança que vão além do exigido na lei (Quadro 1), sendo recomendado para empresas que pretendam realizar ofertas grandes e direcionadas a qualquer tipo de investidor (investidores institucionais, pessoas físicas, estrangeiros etc.), B3 (2021).

### Quadro 1 – Segmentos da B3

O capital deve ser composto exclusivamente por ações ordinárias com direito a voto;

No caso de alienação do controle, todos os acionistas têm direito a vender suas ações pelo mesmo preço (*tag along* de 100%) atribuído às ações detidas pelo controlador;

Instalação de área de Auditoria Interna, função de Compliance e Comitê de Auditoria (estatutário ou não estatutário);

Em caso de saída da empresa do Novo Mercado, realização de oferta pública de aquisição de ações (OPA) por valor justo, sendo que, no mínimo, 1/3 dos titulares das ações em circulação devem aceitar a OPA ou concordar com a saída do segmento;

Novo Mercado O conselho de administração deve contemplar, no mínimo, 2 ou 20% de conselheiros independentes, o que for maior, com mandato unificado de, no máximo, dois anos;

A empresa se compromete a manter, no mínimo, 25% das ações em circulação (*free float*), ou 15%, em caso de ADTV (*average daily trading volume*) superior a R\$ 25 milhões;

Estruturação e divulgação de processo de avaliação do conselho de administração, de seus comitês e da diretoria;

Elaboração e divulgação de políticas de (i) remuneração; (ii) indicação de membros do conselho de administração, seus comitês de assessoramento e diretoria estatutária; (iii) gerenciamento de riscos; (iv) transação com partes relacionadas; e (v) negociação de valores mobiliários, com conteúdo mínimo (exceto para a política de remuneração);

Divulgação simultânea, em inglês e português, de fatos relevantes, informações sobre proventos e press releases de resultados;

Divulgação mensal das negociações com valores mobiliários de emissão da empresa pelos e acionistas controladores.

acesso às informações pelos investidores.

Para isso, divulgam informações adicionais às exigidas em lei, como por exemplo, um calendário anual de eventos corporativos.

O *free float* mínimo de 25% deve ser mantido nesse segmento, ou seja, a empresa se compromete a manter no mínimo 25% das ações em circulação no mercado.

As empresas listadas têm o direito de manter ações preferenciais (PN). No caso de venda de controle da empresa, é assegurado aos detentores de ações ordinárias e preferenciais o mesmo tratamento concedido ao acionista controlador, prevendo, portanto, o direito de *tag along* de 100% do preço pago pelas ações ordinárias do acionista controlador.

As ações preferenciais ainda dão o direito de voto aos acionistas em situações críticas, como a aprovação de fusões e incorporações da empresa e contratos entre o acionista controlador e a empresa, sempre que essas decisões estiverem sujeitas à aprovação na assembleia de acionistas.

Fonte: Elaborado a partir das informações extraídas do site da B3 < http://www.b3.com.br/pt\_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/novo-mercado/>

Além dos segmentos, em 2001, a B3 desenvolveu o Índice de Ações com Governança Corporativa (IGC) que é uma carteira teórica com o objetivo de medir o desempenho das ações negociadas no Novo Mercado, no Nível 1 e 2, Odálio e Pedreira (2004).

# 2.1.2 Princípios De Governança Corporativa

Nível 2

De acordo com o IBCG (2016), boas práticas de governança corporativa transformam princípios básicos em recomendações objetivas, que alinham interesses com o objetivo de otimizar e preservar o valor econômico de longo prazo da organização, facilitando seu acesso a recursos e colaborando para a qualidade da gestão da organização, sua longevidade e o bem comum. Com o objetivo de orientar quais são as melhores práticas, o IBCG define 4 princípios, Quadro 2, básicos de governança corporativa quais sejam: Transparência, Equidade, Prestação de Contas (*accountability*) e Responsabilidade Corporativa.

#### Quadro 2 - Princípios de Governança Corporativa

**Transparência:** consiste no desejo de disponibilizar para as partes interessadas as informações que sejam de seu interesse e não apenas aquelas impostas por disposições de leis ou regulamentos. Não deve restringir-se ao desempenho econômico-financeiro, contemplando também os demais fatores (inclusive intangíveis) que norteiam a ação gerencial e que conduzem à preservação e à otimização do valor da organização.

**Equidade:** caracteriza-se pelo tratamento justo e isonômico de todos os sócios e demais partes interessadas (*stakeholders*), levando em consideração seus direitos, deveres, necessidades, interesses e expectativas.

**Prestação de Contas (***accountability***):** os agentes de governança devem prestar contas de sua atuação de modo claro, conciso, compreensível e tempestivo, assumindo integralmente as consequências de seus atos e omissões e atuando com diligência e responsabilidade no âmbito dos seus papéis.

**Responsabilidade Corporativa**: os agentes de governança devem zelar pela viabilidade econômico-financeira das organizações, reduzir as externalidades negativas de seus negócios e suas operações e aumentar as positivas, levando em consideração, no seu modelo de negócios, os diversos capitais (financeiro, manufaturado, intelectual, humano, social, ambiental, reputacional etc.) no curto, médio e longo prazos.

Fonte: Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa (IBCG, p. 20,21, 2016)

A OCDE (1999) desenvolveu cinco princípios de governança corporativa para seus países membros, como formar de incentivar a aderência, 1) O direito dos acionistas, a estrutura de governança deve proteger o direito dos acionistas; 2) Equidade de tratamento aos acionistas; 3) Responsabilidade social das partes interessadas, reconhecimento dos direitos das partes interessadas; 4) Divulgação e Transparência; 5) Responsabilidades do conselho, garantir a orientação estratégica da empresa, e responsabilidade do conselho com a empresa e o acionista.

# 2.1.3 Teoria da Agência

Os conflitos de agência foram um dos principais fatores para a formação da governança corporativa. Enquanto os próprios donos controlam e administram a empresa, desde que o porte permita, a propriedade e o controle da entidade estão centralizados no mesmo individuo, ou seja, no proprietário, Bianchi e Nascimento (2005). Quando começa a existir a necessidade de gestores especializados, que não são os donos, obtém-se uma relação entre os gestores e os financiadores da empresa (donos) a partir disso surgem os conflitos de agência.

De acordo com Paschoal e Andrade (2014) com os crescimentos dos negócios de companhias, houve um processo histórico de dispersão do capital acionário e como consequência uma necessidade de separação entre a propriedade e a gestão. Assim passou a existir uma relação de agenciamento dentro de empresas, onde existe dois polos: o agente (gestor, responsável pela responsabilização e prestação de contas) e o principal (dono, aquele que delegou funções). Ainda, segundo os autores, os acionistas procuram tomar decisões que maximizam a própria riqueza, enquanto os gestores tendem a tomar decisões que maximizam os próprios interesses.

Conforme Shleifer e Vishny (1997), a essência do problema de agência é a separação do gerenciamento e dos financiadores da instituição. Assim, os escritores chegam a seguinte questão: De que forma os financiadores (acionistas) podem ter certeza que os gerentes não irão roubar o capital investido ou investir em maus projetos? Segundo os autores, a função fundamental da governança corporativa é garantir aos financiadores o retorno do investimento

financeiro feito.

Diante do apresentado, vale pontuar que o problema de agência pode ser decorrente de ações oportunistas dos gestores diante da situação da dispersão de acionistas, ou, pode ocorrer quando acionistas majoritários expropriam o direito dos minoritários em ações oportunistas (PASCHOAL e ANDRADE, 2014). Carvalho (2002, p.1) define o problema de agência como:

O problema de agência (ou problema agente-principal) aparece quando o bem-estar de uma parte (denominada principal) depende das decisões tomadas por outra (denominada agente). Embora o agente deva tomar decisões em benefício do principal, muitas vezes ocorrem situações em que os interesses dos dois são conflitantes, dando margem a um comportamento oportunista por parte do agente (referido como moral *hazard* ou oportunismo).

Com o crescimento das empresas, houve a necessidade de separação da gestão familiar para a profissional, o que acarretou no problema de agência, essa separação levou a ascensão de responsabilidades e importância crescente de órgãos de governança em empresas (RODRIGUES, 2009). Conforme Pound (1995), a governança corporativa não tem relação com poder, é sobre encontrar formas de garantir que as decisões sejam tomadas de forma eficaz.

Para defender os interesses dos acionistas, as empresas possuem o conselho de administração. Segundo Andrade et al. (2009, p. 6) "O conselho de administração é visto como um órgão que tem a responsabilidade de decidir em nome dos proprietários." Como visto, o conselho é responsável pelo direcionamento estratégico da empresa, IBGC (2015).

Após a definição de qual rumo a entidade vai seguir, existe um órgão responsável pela execução dos direcionamentos que é a Diretoria. De acordo com Prudêncio *et al.* (2021, p. 2) "a diretoria executiva interage com o conselho de administração no sentido do cumprimento das estratégias estabelecidas."

# 2.2 Conselho de Administração

Como forma de solucionar ou minimizar os conflitos entres as partes interessadas, a governança corporativa propõe a criação de órgãos dentro da entidade e um desses órgãos é o conselho de administração. Em países com sociedades anônimas modernas, a existência de colegiados chegou a ser imposta por disposições legais. Quando não possuem preceitos legais são constituídos com o propósito de ser o guardião dos interesses dos acionistas, Dalton (1999).

Para Martins et al. (2006) a constituição de conselhos de administração, comitês, auditoria, transparências das informações contábeis são fatores que dentro de estudos acadêmicos e no conceito de credibilidade no mercado são ferramentas úteis para minimizar o gerenciamento de resultados, alteração do conteúdo da informação contábil efetuada pelos

gestores internos de forma a passar informações que afetam a interpretação do desempenho da companhia.

No Brasil, a Lei 6.404, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, diz que as companhias abertas e as de capital autorizado terão, obrigatoriamente, conselho de administração. Este por sua vez, possui um papel fundamental na governança corporativa, no "Código Brasileiro de Governança Corporativa – Companhias Abertas" desenvolvido pelo IBCG, o conselho possui um capítulo específico para orientar as entidades que aderem a normativo.

À medida que o código do IBCG (2015) é apresentado, o instituto define o conselho de administração como, o órgão colegiado encarregado pelo processo decisório da organização e pelo direcionamento estratégico da organização. Melloni (2004) pontua que três fatores são importantes na determinação da eficiência do conselho: independência do conselho, número de conselheiros, separação entre o principal executivo e o presidente do conselho de administração.

Rodrigues e Seabra (2011) dizem que o conselho de administração é constituído por um grupo de pessoas responsáveis por tomarem decisões, com o objetivo de potencializar a criação de valor. Além disso, o conselho é um dos mecanismos nos quais os acionistas e proprietários podem monitorar o gerenciamento de maneira eficaz, Trajkovska et al. (2016).

Ainda segundo Trajkovska et al. (2016), a diretoria dos conselhos deve ser forte e organizada para criar uma estratégia e supervisão eficaz da gestão e para definir a identidade da companhia. O conselho exerce o papel de guardião dos princípios, valores, objeto social e sistema de governança da organização (IBCG, 2015). O conselho é o mais versátil e eficiente dispositivo de gestão de participações societárias, pois possibilita, o acompanhamento e a orientação dos negócios, por parte dos investidores, Fundação dos Economiários Federais (2005).

A estrutura e a eficiência do conselho são fundamentais para a redução de comportamentos discricionários dos seus membros, para isso deve observar-se a dimensão, a composição, a diversidade de competências individuais e os processos formais de avaliação do seu próprio desempenho, Rodrigues e Seabra (2011).

### 2.3 Diretoria

Para auxiliar no cumprimento do objetivo e da função social da entidade, existe a Diretoria. Conforme o IBGC (2015, p. 69) a diretoria "executa a estratégia e as diretrizes gerais aprovadas pelo conselho de administração, administra os ativos da organização e conduz seus

negócios". Assim, a diretoria e o conselho de administração devem trabalhar em conjunto para alcançar as diretrizes estabelecidas.

O IBCG (2015) também pontua que a diretoria é responsável pela elaboração e implementação dos processos financeiros e operacionais, inclusive os relacionados com gestão de riscos, comunicação com o mercado e *stakeholders*. Conforme a Lei 6.404, artigo 143, a diretoria deve ser composta por 2 ou mais diretores, eleitos e destituíveis a qualquer momento pelo conselho de administração.

Ou seja, caso a diretoria não esteja cumprindo o papel exigido pelo conselhos, os membros podem modificar a composição da diretoria. Na pesquisa realizada por Mellone e Saito (2004) foi demostrado que existe uma relação entra a substituição dos membros Diretoria executiva e o desempenho apresentado.

# 2.4 Diversidade em Cargos da Alta Administração

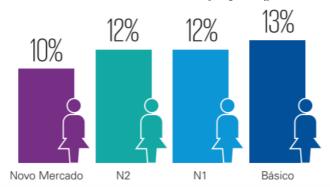
Segundo Martínez et al. (2013), nos ultimos a diversidade de genero esta alcançando uma grande relevancia atraves da potencialização da responsabilidade social das empresas, que tenho sido o tema principal de varios estudos, normativas e regulamentações. O IBCG (2015) diz que o conselho de administração deve ser composto tendo em consideração a diversidade de conhecimentos, experiências, comportamentos, aspectos culturais, faixa etária e gênero. Além disso, deve garantir que a diretoria estabeleça politicas igualitárias de oportunidades para o acesso de mulheres a posições de alta liderança da organização.

Nos últimos anos, houve um aumento na discussão sobre o baixo nível de presença de mulheres em conselhos de administração. O Fórum Econômico Mundial - FEM (2020) ao avaliar o desempenho do Brasil no quesito de desigualdade de gênero, concluiu que o pais está no 93° lugar entre 150 países com menor desigualdade de gênero, e em 22° entre os países da América Latina, o Fórum pontua que a baixa taxa de participação feminina na força de trabalho, combinada com salários e rendimentos persistentes desigualdades, pesam sobre o desempenho do país neste subíndice.

A desigualdade de gênero também está presente em altos cargos, o FEM (2020) também apresenta que o percentual de mulheres em conselhos de administração é de apenas 8,4%. A KMPG (2020) realizou um estudo sobre a presença de mulheres nos conselhos, os dados do estudo foram coletados de formulários de referência de 241 empresas, que estão em três níveis da B3(Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2). Os resultados revelaram que a porcentagem de mulheres em conselhos no segmento Novo Mercado da B3 é de 10% e no Nível 2 e 1 de 12%

(Figura 1).

Figura 1 – Porcentagem de mulheres no Conselho de Administração por segmento de listagem



Fonte: A governança corporativa e o mercado de capitais (KPMG, 2020)

Além disso, também houve um aumento da quantidade de cargos de conselho ocupados por mulheres, de 9,5% em 2019 para 11% em 2020. Empresa alega que os números aumentaram devido a crescente pressão dos investidores e *stakeholders* pela aderência dos componentes do ESG (Environmental, Social & Governance), KPMG (2020).

Estudos apontam que a presença de mulheres em altos cargos é algo positivo, para Man e Wong (2013) diretoras mulheres podem desenvolver uma liderança de confiança, que requer que os gerentes compartilhem informações, e são mais propensas a serem avessas aos riscos de fraudes e de gerenciamento de resultados. Rosario (2017) pontua que mulheres influenciam nos princípios corporativos que formatam a eficiência, redução de contas, lealdade e diversidade de gênero da organização. Sobre isso, Silveira e Donaggio (2020, p. 32) pontuam que:

Em suma, companhias com mais mulheres nos conselhos apresentam melhores práticas de responsabilidade social e ambiental corporativa, têm menor incidência de fraudes corporativas e do mercado de capitais, respeitam mais as partes interessadas e o meio ambiente, e prestam contas de forma voluntária.

# 2.5 Estudos Anteriores

Como dito anteriormente um fator importante para uma boa governança corporativa é a diversidade do conselho de administração. Carter et al. (2003) ao analisar as relações entre a diversidade do conselho, a governança e valor da empresa de 1000 firmas, encontrou uma relação positiva entre os fatores, ou seja, a diversidade acrescenta no valor da empresa.

Srinidhi et al. (2011) relaciona empresas com maior participação feminina em conselhos

a uma maior qualidade de resultados, o que é importante para uma boa governança, que é exigida pelos investidores. Em concordância com o autor, os resultados de Feltes et al. (2020, p. 17) indicam que "os resultados indicam que o aumento da proporção de mulheres no conselho de administração implica na diminuição da suavização intencional dos resultados".

Rosário (2017) diz que a presença de mulheres em conselhos contribui para a promoção de valores que velam pelo cuidado das relações com os clientes, além de incutir a importância da qualidade dos serviços prestados, a autora também afirma que conselheiros independentes também fomentam a melhor elaboração de códigos éticos.

Adams e Ferreira (2009) dizem que mulheres em diretoria se comportam de maneira diferente dos homens na mesma posição e que a presença delas em conselhos é positivamente relacionada a medidas de eficácia. Porem os autores não encontraram evidencias que forneçam suporte a políticas de cotas para mulheres em conselhos.

Segura et al. (2016) afirma em seu estudo que a presença de mulheres em empresas que não estão acostumadas com a presença dessas no poder, pode fazer com que a manipulação de resultados seja maior, também encontrou uma relação com o tamanho da empresa e a manipulação de resultado, sendo quanto maior a empresa mais propensa a manipular o resultado.

A pesquisa de Silva e Margem (2015) não encontrou relação significativa entre a presença e a proporção de mulheres em cargos da alta administração e o valor de desempenho da empresa. Porém, os autores afirmam que nos resultados de alguns modelos econométricos as empresas que possuem pelo menos duas mulheres no CA parecem ter maior valor e melhor desempenho.

# 3 METODOLOGIA

A pesquisa caracteriza-se quanto ao objetivo como descritiva, quanto à natureza da abordagem como mista, qualitativa-quantitativa, e quanto aos procedimentos de coleta de dados, documental, Creswell & Clark (2013) e Gil (2017).

# 3.1 População e amostra

Para a realização do trabalho, foram analisadas as 15 empresas do listadas em um dos segmentos "Energia Elétrica" da B3 (Quadro 3), a amostra a princípio continha 23 empresas, foram retiradas 5 empresas por não participarem do Índice de Governança Corporativa (IGC) e outras 4 empresas foram excluídas das amostras pois fizeram IPO na B3 somente a partir de 2016.

As informações para elaboração da amostra final foram retiradas dos documentos emitidos pelas próprias entidades, atas de assembleias, relatórios de sustentabilidade, relatórios da administração, encontrados na seção de "Relação com Investidores" das respectivas páginas na internet. O período da amostra foi de 2016 a 2020, as empresas que não possuíam informações disponíveis sobre o assunto pesquisado foram consideradas como: " não havia".

Quadro 3 – Empresas da amostra

Empresas analisadas		Segmento listagem Bovespa
1	Alupar	Nível 2
2	Centrais Elétricas de Santa Catarina S.A Celesc	Nível 2
3	Companhia Energética de Minas Gerais S.A Cemig	Nível 1
4	Companhia Energética de São Paulo S.A Cesp	Nível 1
5	Companhia Paranaense de Energia S.A Copel	Nível 1
6	CPFL Energias Renováveis S.A.	Novo Mercado
7	Eletrobrás S.A.	Nível 1
8	EDP Energias do Brasil S.A.	Novo Mercado
9	Energisa S.A.	Nível 2
10	Eneva S.A.	Novo Mercado
11	Engie Brasil Energia S.A.	Novo Mercado
12	Equatorial Energia S.A.	Novo Mercado
13	Light S.A.	Novo Mercado

14	Transmissora Aliança de Energia Elétrica S.A. – TAESA	Nível 2
15	CIA Transmissão Energia Elétrica Paulista - CTEEP	Nível 1

Fonte: elaboração própria com os dados extraídos da B3.

Após verificar os documentos que apresentam a composição dos Conselhos de Administração e das Diretorias de cada empresa da amostra. Foi utilizado o programa Excel para classificar as informações em grupos de acordo com a quantidade de anos onde existia a presença de mulheres e minoritários no Conselho de Administração - CA e de mulheres na Diretoria Executiva (Quadro 4). Foram analisados três critérios: *Presença de Mulheres em CAs*, *Presença de Minoritários em CAs e Presença de Mulheres em Diretorias*.

Após a definição dos critérios, foram feitos os paramentos de avaliação da amostra (Quadro 4). Os parâmetros são a quantidade de anos que o critério apareceu. Por exemplo, caso a empresa apresentasse mulheres no CA em todos os anos analisados (2016 a 2020), foi classificada no Grupo A1, caso apresentasse mulheres em 3 a 2 anos, foi classificada no Grupo A2 e caso apresentasse mulheres em apenas 1 ano ou em nenhum ano, foi classificada no Grupo A3.

Quadro 4 - Classificação dos Grupos da Amostra

Critérios	Grupo 1	Grupo 2	Grupo 3
Criterios	(5 a 4 anos)	(3 a 2 anos)	(1 ou nenhum ano)
Presença de mulheres em CAs.	A1	A2	A3
Presença de representantes de minoritários.	B1	B2	В3
Presença de mulheres em diretorias.	C1	C2	C3

Fonte: elaboração própria.

# 3.2 Empresas e Grupos – segmentação da amostra

Os dados obtidos foram divididos em grupos de acordo com a quantidade de anos com a presença de cada critério observado na pesquisa. Em relação ao critério: *presença de mulheres em CAs*, pode-se observar no Quadro 5 que apenas uma empresa possuiu mulheres no CA por 5 a 4 anos, enquanto o Grupo A2, possui 6 empresas e o Grupo A3 possui 8, o maior número. É possível também verificar que a maioria das empresas analisadas estão nos Grupos A2 e A3.

Quadro 5 - Grupos com Presença de Mulheres em Conselhos

Grupo A1 (5 a 4 anos)	Grupo A2 (3 a 2 anos)	Grupo A3 (1 ou nenhum ano)
<ul> <li>Companhia         Paranaense de         Energia S.A         Copel     </li> </ul>	<ul> <li>Centrais Elétricas de Santa Catarina S.A Celesc</li> </ul>	■ Energisa S.A.
	<ul> <li>Companhia Energética de Minas Gerais S.A Cemig</li> </ul>	■ Eneva S.A.

<ul> <li>Companhia Energética de São Paulo S.A Cesp</li> </ul>	■ Engie Brasil Energia S.A.
<ul> <li>Transmissora Aliança de Energia Elétrica S.A. – TAESA</li> </ul>	■ Light S.A.
<ul> <li>Cia Transmissão Energia</li> <li>Elétrica Paulista - CTEEP</li> </ul>	<ul> <li>CPFL Energias</li> <li>Renováveis S.A.</li> </ul>
<ul><li>Equatorial Energia S.A.</li></ul>	■ Eletrobrás S.A.
	<ul> <li>Alupar S.A.</li> </ul>
	<ul> <li>EDP Energias do Brasil</li> </ul>
	S.A.

Fonte: elaboração própria.

Sobre a *presença de representantes de minoritários nos CAs* (Quadro 6), é verificado que o Grupo B1 possui 5 empresas, o Grupo B2 possui uma empresa e o Grupo B3 possui 9 empresas. O que mostra que o Grupo B3, com a presença de minoritários em 1 ano ou nenhum, possui o maior número de empresas.

Quadro 6 - Grupos com Presença de representantes de Minoritários em Conselhos

Grupo B1 (5 a 4 anos)	Grupo B1 (5 a 4 anos) Grupo B2 (3 a 2 anos)	
■ Celesc	<ul><li>Cemig</li></ul>	<ul> <li>Alupar</li> </ul>
■ Eletrobrás		<ul> <li>Companhia Energética de São Paulo S.A Cesp</li> </ul>
■ Engie Brasil		<ul> <li>CPFL Energias</li> <li>Renováveis S.A.</li> </ul>
Tran Paulist - CTEEP		<ul><li>EDP Energias do Brasil S.A.</li></ul>
<ul><li>Energisa</li></ul>		■ Eneva S.A.
		■ Engie Brasil Energia S.A.
		<ul> <li>Equatorial Energia S.A.</li> </ul>
		Light S.A.
		<ul> <li>Transmissora Aliança de Energia Elétrica S.A. – TAESA</li> </ul>

Fonte: elaboração própria.

Quanto a *presença de mulheres em Diretorias* (Quadro 7), foi averiguado que o Grupo C1 possui 4 empresas, o Grupo C2 possui 6 empresas e o Grupo C3 possui 7 empresas. Assim como a presença de mulheres em CAs, o resultado mostrou a maioria das empresas no Grupo C3, presença de mulheres em 1 ou nenhum ano.

Quadro 7– Grupos com Presença de Mulheres em Diretorias

Grupo C1 (5 a 4 anos)	Grupo C2 (3 a 2 anos)	Grupo C3 (1 ou nenhum ano)
<ul> <li>CPFL Energia</li> </ul>	<ul><li>Copel</li></ul>	<ul> <li>Alupar</li> </ul>
■ Eletrobrás	<ul><li>Cemig</li></ul>	<ul> <li>Centrais Elétricas de Santa Catarina S.A Celesc</li> </ul>

<ul> <li>Energisa</li> </ul>	<ul> <li>Companhia Energética de São PauloS.A Cesp</li> </ul>
<ul><li>Equatorial</li></ul>	■ Eneva
	<ul><li>Tran Paulist - CTEEP</li></ul>
	■ Energias BR
	<ul><li>Engie Brasil Energia S.A.</li></ul>
	■ Light S.A.
	<ul> <li>Transmissora Aliança de Energia Elétrica S.A. – TAESA</li> </ul>

Fonte: elaboração própria.

Das três variáveis analisadas, todas apresentaram que a maioria das empresas estão no último grupo dos critérios avaliado, grupos com a terminação 3. Além disso, as empresas mostram uma diversificação quanto a variável analisada, por exemplo, a empresa Eletrobrás está no Grupo A3 no critério que avaliou a presença de mulheres em CAs, mas está no Grupo A1 e C1 em outras duas variáveis, no critério que avaliou a presença de minoritários em conselhos e no de mulheres em diretorias.

Quadro 8 - Composição do Resultado do Levantamento

	Grupo 1	Grupo 2	Grupo 3
Presença de Mulheres em CAs	1	6	8
Presença de Minoritários em CAs	5	1	9
Presença de Mulheres em Diretorias	4	2	9

Fonte: elaboração própria.

O Quadro 8 apresenta o resumo dos resultados do levantamento de dados que foi realizado nas entidades. A maior presença nos Grupos com terminação 1, melhor resultado possível, foi da *presença de representantes de minoritários no CA*, porém também apresentou 9 empresas no Grupo 3. É também possível observar que nas três variáveis analisadas o Grupo 3 possui o maior número de entidades.

# 3.3 Indicadores de desempenho entre grupos - procedimentos adotados

Após a separação das empresas em grupos a pesquisa calculou índices que pudessem representar o desempenho econômico-financeiros de cada empresa no período de 2016 a 2020, para avaliar o desempenho de cada, sob três perspectivas: percepção da relação risco e retorno pelo mercado, conservadorismo na gestão e desempenho econômico-financeiro e alavancagem, os dados foram retirados dos demonstrativos financeiros das empresas com auxílio da ferramenta Economática.

Os índices escolhidos foram: Retorno, a partir do cálculo da média, Risco, a partir do cálculo do Desvio Padrão – percepção do mercado quanto ao valor e variação deste, Liquidez Corrente – indicador de conservadorismo na gestão, Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE), Retorno sobre o Ativo (ROA) e Alavancagem Financeira – indicadores de desempenho econômico-financeiros e alavancagem das empresas.

#### 3.3.1 Retorno e Risco

Foi calculado o Retorno Médio das ações com maior liquidez das empresas analisadas, o período analisado para o cálculo foi do primeiro útil de 2016 (04/01/2016) até o ultimo dia ultimo de 2020 (30/12/2020), foram utilizadas as cotações de fechamento das ações, diariamente. O retorno médio é a média dos retornos das ações analisadas.

Após o cálculo do retorno foi calculado o Desvio Padrão da série de retornos da ação. O índice representa a medida de dispersão da série de retornos ou do quantos os retornos podem estar afastados da média, o resultado sinaliza o risco, ou seja, quanto maior o índice maior é o risco e a imprevisibilidade dos retornos. Em Finanças Corporativas, que é a base teórica para as análises do desempenho de uma companhia, risco é variação dos retornos, Assaf Neto (2019)

Retorno médio = 
$$\frac{(x_1 + x_2 + \dots + x_n)}{n}$$

Desvio Padrão = 
$$\sqrt{\frac{\sum (x_i - \overline{x})^2}{n}}$$

# 3.3. 2 Liquidez Corrente

A Liquidez Corrente refere-se à relação entre o ativo circulante e o passivo circulante, ou seja, de \$ 1,00 aplicado em ativos circulantes (disponível, valores a receber e estoques), quanto a empresa deve a curto prazo (duplicatas a pagar, dividendos, impostos e contribuições sociais, empréstimos a curto prazo etc.), Assaf Neto (2020).

No trabalho os cálculos foram realizados com os valores dos ativos e passivos circulantes, dos anos de 2016 a 2019, das 15 empresas analisadas. Após o cálculo da liquidez corrente anual de cada empresa, foi feito uma média dos resultados, e encontrado a liquidez corrente média de cada empresa no período.

$$Liquidez\ Corrente = rac{Ativo\ Circulante}{Passivo\ Circulante}$$

# 3.3.3 Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE)

De acordo com Assaf (2019), o Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE) ou *Return* on Equity, é o índice que mede a rentabilidade do capital próprio investido na empresa, que revela qual o retorno aferido pelo acionista, para cada real de recursos próprios investidos. Além disso, o autor pontua que o ROE mostra a capacidade da empresa em agregar valor através de seus recursos próprios.

Os cálculos do índice foram realizados com o lucro líquido e o patrimônio líquido de cada final de exercício dos anos analisados (2016 a 2019). A partir dos resultados do ROE de cada ano, foi calculado a média dos resultados de cada ano para cada empresa, assim foram encontrados o ROE médio.

$$Retorno\ sobre\ o\ Patrimônio\ L\'iquido\ (ROE) = \frac{Lucro\ L\'iquido}{Patrimônio\ L\'iquido}$$

# 3.3. 4 Retorno sobre o Ativo (ROA)

Segundo Assaf (2019) o Retorno sobre o Ativo (ROA), ou *Return on Assets*, mensura o retorno total produzido pelo total das aplicações realizadas pela empresa em seus ativos. Pode ser entendido como o custo financeiro máximo que uma empresa poderia incorrer em suas captações de fundo.

Na pesquisa, o cálculo foi feito a partir dos valores do Lucro Operacional após Impostos e do Ativo Total das empresas, como na fórmula. Após encontrado o resultado, foram feitas as médias dos retornos sobre o ativo do período analisado de cada empresa.

$$Retorno\ sobre\ o\ Ativo\ (ROA) = \frac{Lucro\ Operacional\ ap\'os\ Impostos}{Ativo\ Total}$$

Para o cálculo do ROA das empresas: Centrais Elétricas de Santa Catarina S.A. - Celesc, Energisa S.A., Eneva S.A., Light S.A e Companhia Energética de São Paulo S.A. - Cesp, foi

utilizado o Lucro Antes de Juros e Imposto de Renda (LAJIR) sobre o Ativo Total, nos períodos em que houve compensação de imposto (previsto na Lei N° 9.430, de dezembro de 1996).

# 3.3.5 Alavancagem Financeira

A alavancagem é a participação de recursos de terceiros na estrutura de capital da empresa. Pode-se dizer que é a capacidade elevar os resultados líquidos dos proprietários com recursos de terceiros, Assaf Neto (2020). Quanto mais alta a alavancagem maior o risco de endividamento.

O cálculo do índice foi realizado com os valores dos empréstimos e financiamentos de curto e longo de cada ano analisado (2016 a 2020), dividido pelos valores do patrimônio líquido de cada ano. Após obter os resultados de cada ano, foi feita a alavancagem média de cada empresa no período.

$$Alavancagem\ financeira = rac{Empr\'estimos\ e\ Financiamentos\ CP\ e\ LP}{Patrim\^onio\ L\'iquido}$$

# 3.3.6 Finalidade dos Índices

O objetivo dos índices é demonstrar o desempenho financeiro de cada empresa analisada, para depois, durante a análise de resultados, separar em grupos e analisar o desempenho em grupo. No Quadro 9, foram apresentados todos os índices calculados nesse trabalho com suas finalidades e interpretações.

Quadro 9 - Resumo dos índices

	Finalidade	Interpretação		
Retorno Médio	Retorno Médio Cálculo dos retornos de series históricas.			
Desvio Padrão	Calcula a Possibilidade mensurável de ganhar ou perder (ou não ganhar). Ou seja, o risco de obter ou não o retorno esperado. Possui ligação com o retorno médio.	É esperado que quanto maior o retorno, maior o risco e vice-versa		
Liquidez Corrente	Capacidade de pagamento da empresa considerando seus valores correntes (curto prazo).	Quanto maior, melhor.		

Retorno sobre o Ativo	Demonstrar quanto a empresa obtém de lucro para cada \$ 1,00 de investimento total médio.	Quanto maior, melhor.
ROE (Retorno sobre o Patrimônio Líquido)	Indicar quanto a empresa obteve de lucro para cada \$ 1,00 de capital próprio investido.	Quanto maior, melhor.
Alavancagem Financeira	Utilização de recursos de terceiros com a finalidade de incrementar a rentabilidade de um investimento.	É esperado que quanto maior o risco e o retorno, menor a alavancagem.

Fonte: elaborado pela autora com as informações retiradas do livro: Finanças Corporativas e Valor (ASSAF, 2021).

Vale ressaltar que os índices devem analisados de forma conjunta, porque ao olhar individualmente a analise não pode ser completa, ou até mesmo distorcida. Por exemplo, ao se obter uma liquidez corrente alta, o resultado indica uma boa capacidade de pagamento de curto prazo, porém os valores podem sinalizar a presença de ativos ociosos estoques excessivos ou especulativos etc., Assaf (2021). Ou seja, os indicadores devem ser analisados em conjunto para uma melhor intepretação dos resultados obtidos.

# 4 ANALISE DE RESULTADOS

Nessa seção serão discutidos os resultados encontrados através da comparação dos indicadores entre os grupos. A seção 4.1 apresentará os resultados encontrados referentes a *Presença de Mulheres em Conselhos de Administração*, a seção 4.2, os resultados encontrados referentes a *Presença de Minoritários em Conselhos de Administração* e a seção 4.3, os resultados encontrados referentes a *Presença Mulheres em Diretorias*.

#### 4.1 Resultados obtidos

Os indicadores foram calculados como descrito na seção da metodologia dessa pesquisa. O primeiro critério avaliado foi a presença de mulheres em conselhos de administração. Após o cálculo dos índices por empresas, foi feito a média geral da amostra, e o as médias de cada índice do grupo.

# 4.2 Presença de Mulheres em Conselhos de Administração

O primeiro critério avaliado foi o da *Presença de Mulheres em CAs* (Tabela 1). Em relação aos indicadores de Risco (retorno médio e desvio padrão) os Grupos A1 e A3 obtiveram resultados melhores que o Grupo A2, os retornos foram maiores, enquanto os riscos (desvio padrão) foram parecidos. Ao comparar o Grupo A1 com o Grupo A3, o retorno do Grupo A1 é 0,022% maior, enquanto o desvio padrão possui uma variação menor, o que mostra que o Grupo A1 possui maior Retorno Médio em comparação ao Risco (Desvio Padrão).

Tabela 1 – Indicadores de Grupos com Presença de Mulheres em Conselhos de Administração

	Retorno Médio	Desvio Padrão	Liquidez Corrente	ROE	ROA	Alavancagem Financeira
Média Geral	0,119%	2,299%	1,5655	19,572%	6,802%	1,1075
Grupo A1 (5 a 4 anos)						

Companhia Paranaense de Energia S.A Copel	0,153%	2,620%	1,07405	12,233%	3,999%	0,62627
Média Grupo A1	0,153%	2,620%	1,07405	12,233%	3,999%	0,62627
Grupo A2 (3 a 2 anos)						
Centrais Elétricas de Santa Catarina S.A Celesc	0,189%	2,460%	0,97255	14,797%	2,740%	0,71984
Companhia Energética de Minas Gerais S.A Cemig	-0,056%	3,122%	1,15476	13,497%	2,536%	0,99639
Companhia Energética de São Paulo S.A Cesp	0,104%	2,236%	0,99803	11,493%	3,832%	0,13368
Transmissora Aliança de Energia Elétrica S.A. – TAESA	0,113%	1,575%	2,84088	31,762%	12,738%	0,85981
Cia Transmissão Energia Elétrica Paulista - CTEEP	0,117%	1,495%	3,57069	35,940%	13,544%	0,23163
Equatorial Energia S.A.	0,123%	1,772%	1,71499	29,920%	7,080%	1,69835
Média Grupo A2	0,098%	2,110%	1,87532	22,901%	7,078%	0,77328
Grupo A3 (1 ou nenhum ano)						
Energisa S.A.	0,141%	1,983%	1,27419	17,105%	5,212%	2,66628
Eneva S.A.	0,171%	3,011%	1,87567	7,989%	6,958%	0,88412
Engie Brasil Energia S.A.	0,080%	1,573%	1,23583	47,157%	8,913%	1,45436
Light S.A.	0,140%	3,342%	0,94030	7,657%	5,160%	1,99272
CPFL Energias Renováveis S.A.	0,090%	1,754%	1,04143	22,929%	3,693%	1,96225
Eletrobrás S.A.	0,245%	3,995%	1,32309	12,595%	12,713%	0,03619
Alupar S.A.	0,098%	1,636%	2,24268	14,476%	8,210%	1,51147
EDP Energias do Brasil S.A.	0,082%	1,918%	1,22371	14,031%	4,700%	0,83880
Média Grupo A3	0,131%	2,401%	1,39461	17,992%	6,945%	1,41827

Fonte: Elaborado pelo autor.

Em relação a Liquidez Corrente o Grupo A2 obteve o resultado de 1,87532, enquanto os Grupos A1 e A3, tiveram o resultado de 1,07405 e 1,39461, respectivamente. Sendo assim, o Grupo A2 possui a melhor Liquidez Corrente dos grupos, o que mostra uma maior capacidade de pagamento de dívidas de curto prazo das empresas analisada. Porém é necessário analisar outros indicadores, já que um resultado elevado de liquidez corrente pode sinalizar a presença de ativos ociosos estoques excessivos ou especulativos etc., Assaf (2021).

Já, comparando o Grupo A1 com o Grupo A3, o Grupo A3 possui uma maior capacidade de pagamento, já que obteve o resultado melhor que o A1. Como pode-se observar na Tabela 2, a seguir.

Sobre o ROE e o ROA, o Grupo A1 possui os menores indicadores 12,233% e 3,999%, na devida ordem, em comparação com os Grupos A2 e A3. Os resultados do ROE do Grupo A1, significam que os acionistas tiveram o retorno de 12,233% sobre o capital aplicado, ou seja,

para cada R\$ 1,00 investido, os acionistas tiveram R\$ 0,1233 de retorno. Já o ROA do Grupo A1, que representa retorno produzido pelo total das aplicações realizadas por uma empresa em seus ativos, Assaf (2021), também foi o menor dos Grupos.

O Grupo A2 obteve os melhores resultados de ROE e ROA entre os grupos. Demonstrando que o retorno aferido pelo acionista, para cada real de recursos próprios investidos e o retorno total produzido pelo total das aplicações realizadas pela empresa em seus ativos não são melhores que os Grupos A2 e A3. Já o Grupo A3, teve o segundo melhor resultado, o que sinaliza melhor desempenho que o Grupo A2.

Quanto a Alavancagem Financeira, que mede a participação de recursos de terceiros na estrutura de capital da empresa, o Grupo A1 também teve um resultado positivo, o índice de 0,6263, o que mostra que possui uma menor alavancagem e os maiores índices de retorno e risco, sinalizando que custo de captação é menor que a taxa de retorno.

Em relação Grupo A2 e ao Grupo A3, que foram de 0,7733 e 1,4183, respectivamente. O Grupo A2 ficou com o segundo melhor resultado de alavancagem financeira, porque, apesar de possuir os menores retornos, obteve uma eficiência maior na captação de recursos que o Grupo A3. Esse último por sua vez, possui uma alavancagem maior que os outros dois grupos e uma taxa de retorno médio e risco parecidas com o Grupo A1. Ou seja, o Grupo A1 conseguiu retornos maiores, com riscos menores e um custo de captação menor.

Tabela 2 – Comparação das Médias dos Grupos com Presença de Mulheres em Conselhos de Administração

	Retorno Médio	Desvio Padrão	Liquidez Corrente	ROE	ROA	Alavancagem Financeira
Média Geral	0,119%	2,299%	1,5655	19,572%	6,802%	1,1075
Média Grupo A1	0,153%	2,620%	1,0740	12,233%	3,999%	0,6263
Média Grupo A2	0,098%	2,110%	1,8753	22,901%	7,078%	0,7733
Média Grupo A3	0,131%	2,401%	1,3946	17,992%	6,945%	1,4183

Fonte: elaboração própria.

Ao analisar os resultados dos indicadores dos Grupos da amostra (Tabela 2), o Grupo A2 se destaca, pois, possui os melhores resultados em quatro indicadores avaliados: Desvio Padrão, Liquidez Corrente, ROE e ROA. Apesar de um elevado índice de Liquidez Corrente poder sinalizar resultados de ativos monetários ociosos, o Grupo A2 também se destacou nos outros índices de desempenho, principalmente no ROE e na Liquidez Corrente.

Ao observar os outros Grupos, o resultado obtido foi que, nos índices de Retorno Médio e Alavancagem Financeira, o Grupo A1 apresentou o melhor resultado entre os três. Ou seja, o Grupo A1 teve o maior retorno dos grupos tendo o menor risco de endividamento. Já o Grupo

3 não obteve nenhum índice em destaque.

No quesito de presença de mulheres em CAs, os Grupos A2 e A1, que possuem mais mulheres, apresentaram um desempenho melhor, em relação aos índices calculados, que o Grupo A3. O que corrobora com estudos que afirmam que a presença de mulheres em CAs gera efeitos positivos nos resultados, como afirma Srinidhi et al. (2011).

# 4.3 Presença de Minoritários em Conselhos de Administração

O segundo critério avaliado foi o da *presença de minoritários em CAs* (Tabela 3). Em relação aos indicadores de Risco (retorno médio e desvio padrão), o Grupo B1 obteve o melhor resultado, o retorno foi de 0,155%, e o Grupo B3 obteve o segundo melhor resultado, de 0,119%, ao comparar o desvio padrão dos grupos, os dois tiveram uma variação pequena de 0,094%.

Ao observar os dois grupos em questão, percebe-se que o Grupo B1, teve um maior retorno e um maior risco em relação ao Grupo B3. Já o grupo B2 alcançou o pior resultado, tendo um retorno negativo de -0,056% e o maior desvio padrão 3,122%, o que indica que no período analisado, o retorno do investimento foi negativo e o risco foi alto, comparado a outros grupos. Vale ressaltar que o Grupo B2 possui apenas uma empresa, a Companhia Energética de Minas Gerais S.A.- CEMIG.

Tabela 3 - Indicadores de Grupos com Presença de Minoritários em Conselhos de Administração

	Retorno Médio	Desvio Padrão	Liquidez Corrente	ROE	ROA	Alavancagem Financeira
Média Geral	0,1194%	2,299%	1,5655	19,572%	6,802%	1,1075
Grupo B1 (5 a 4 anos)						
Centrais Elétricas de Santa Catarina S.A Celesc	0,189%	2,460%	0,97255	14,797%	2,740%	0,71984
Eletrobrás S.A.	0,245%	3,995%	1,32309	12,595%	12,713%	0,03619
Engie Brasil Energia S.A.	0,080%	1,573%	1,23583	47,157%	8,913%	1,45436
Cia Transmissão Energia Elétrica Paulista - CTEEP	0,117%	1,495%	3,57069	35,940%	13,544%	0,23163
Energisa S.A.	0,141%	1,983%	1,27419	17,105%	5,212%	2,66628
Média Grupo B1	0,155%	2,301%	1,67527	25,519%	8,624%	1,02166
Grupo B2 (3 a 2 anos)						_
Companhia Energética de Minas Gerais S.A Cemig	-0,056%	3,122%	1,15476	13,497%	2,536%	0,99639
Média Grupo B2	-0,056%	3,122%	1,15476	13,497%	2,536%	0,99639
Grupo B3 (1 ou nenhum ano)						
Alupar S.A.	0,098%	1,636%	2,24268	14,476%	8,210%	1,51147

Média Grupo B3	0,119%	2,207%	1,55019	16,943%	6,264%	1,16750
Companhia Paranaense de Energia S.A COPEL	0,153%	2,620%	1,07405	12,233%	3,999%	0,62627
Transmissora Aliança de Energia Elétrica S.A. – TAESA	0,113%	1,575%	2,84088	31,762%	12,738%	0,85981
CPFL Energias Renováveis S.A.	0,090%	1,754%	1,04143	22,929%	3,693%	1,96225
Light S.A.	0,140%	3,342%	0,94030	7,657%	5,160%	1,99272
Equatorial Energia S.A.	0,123%	1,772%	1,71499	29,920%	7,080%	1,69835
Eneva S.A.	0,171%	3,011%	1,87567	7,989%	6,958%	0,88412
EDP Energias do Brasil S.A.	0,082%	1,918%	1,22371	14,031%	4,700%	0,83880
Companhia Energética de São Paulo S.A CESP	0,104%	2,236%	0,99803	11,493%	3,832%	0,13368

Fonte: elaboração própria.

Quanto a Liquidez Corrente o Grupo B1 alcançou o resultado de 1,67527, o maior dos três. Que indica, que entre os grupos, o B1 possui uma maior capacidade em financiar suas necessidades de capital de giro e, também, indica maior conservadorismo na gestão, Assaf (2021). Já os Grupos B2 e B3, tiveram os resultados de 1,15476 e 1,55019, respectivamente. Em relação aos grupos em questão, possuem uma capacidade de pagamento de dívidas de curto prazo, bem parecida. Vale ressaltar que o índice precisa ser analisado em conjunto com outros.

No que se refere ao ROE e o ROA, o Grupo B1 destacou-se novamente. No quesito ROE, rentabilidade sobre o capital próprio, o grupo obteve o resultado de 25,519%, ou seja, para cada R\$ 1,00, os acionistas possuem R\$ 0,25519 de retorno. Já no ROA, o grupo B1 revela o retorno produzido pelo total de aplicações realizadas em ativos de 8,624%.

O segundo melhor foi o Grupo B3, com 16,943% e 6,264% de ROE e ROA, na devida ordem. Ou seja, o grupo em questão teve a segunda melhor rentabilidade sobre o capital próprio e sobre o ativo.

Ao observar a Tabela 4, nota-se que a Alavancagem Financeira do Grupo B2 (0,99639), foi a menor, seguido do Grupo B1 (1,02166) e por último o Grupo B3 (1,16750). O que significa que o Grupo B2 possui o menor risco de endividamento, porem o grupo possui um retorno médio negativo e um risco alto, comparado aos outros grupos. Já o Grupo B1, apesar de ter a segunda melhor alavancagem, foi superior nos outros índices, como retorno, liquidez, ROE e ROA.

Tabela 4 - Comparação das Médias dos Grupos com Presença de Minoritários em Conselhos de Administração

	Retorno Médio	Desvio Padrão	Liquidez Corrente	ROE	ROA	Alavancagem Financeira
Média Geral	0,119%	2,299%	1,5655	19,572%	6,802%	1,1075

			_			
Média Grupo B1	0,155%	2,301%	1,67527	25,519%	8,624%	1,02166
Média Grupo B2	-0,056%	3,122%	1,1548	13,497%	2,536%	0,9964
Média Grupo B3	0,119%	2,207%	1,5502	16,943%	6,264%	1,1675

Fonte: elaboração própria.

Ao examinar os resultados obtidos dos cálculos dos seis indicadores, o Grupo B1, destacou-se porque apresentou os melhores resultados em quatro, sendo esses: o Retorno Médio, a Liquidez Corrente, o ROE e o ROA. Vale ressaltar que, apesar de não ter obtido o melhor Desvio Padrão, a diferença entre o Grupo B3 foi pequena, o que indica que o Grupo B1, possui um melhor Retorno Médio em relação aos Riscos. O grupo B1 também mostrou um retorno médio maior que o grupo mais alavancado, Grupo B3.

Já o Grupo B2, obteve os piores resultados da análise, apresentou o retorno médio negativo e risco alto, a menor liquidez corrente e os menores ROE e ROA. Por isso, os resultados do Grupo B3, prevaleceram.

Ao comparar os resultados com o critério de presença de mulheres em CAs, observa-se nos resultados obtidos que o Grupo B1, que possui representantes de minoritários em 5 a 4 anos, é melhor que o Grupo B2 e B3. O que sinaliza que os grupos com mais representantes de minoritários no CAs, possuem o melhor desempenho em relação ao Grupo B3, que possui apenas 1 ano ou nenhum.

# 4.4 Presença Mulheres em Diretorias

O terceiro critério avaliado nessa pesquisa foi a *presença de Mulheres em Diretorias* (Tabela 5). No que diz respeito aos índices de Risco (Retorno Médio e Desvio Padrão), o Grupo C1 atingiu o melhor retorno e o segundo melhor Desvio Padrão. Vale ressaltar, que ao analisar os dois índices conjuntamente, o Grupo C1, possui um Maior Retorno em relação ao Risco, o que pode sinalizar um melhor investimento.

O grupo com menor risco (Desvio Padrão) foi o Grupo C3, seguido do Grupo C1 e do Grupo C2. Ainda em relação aos Riscos e Retornos, o Grupo C2, alcançou o pior resultado nos dois índices calculados, 0,048% de Retorno Médio e 2,871% de Desvio Padrão, ou seja, o risco é muito alto e o retorno é baixo.

<u>Tabela 5 - Indicadores de Grupos com Presença Mulheres em Diretorias</u>

	Retorno Médio	Desvio Padrão	Liquidez Corrente	ROE	ROA	Alavancagem Financeira
Média Geral	0,1194%	2,299%	1,5655	19,572%	6,802%	1,1075

Grupo C1 (5 a 4 anos)

CPFL Energias Renováveis S.A.	0,090%	1,754%	1,04143	22,929%	3,693%	1,96225
Eletrobrás S.A.	0,245%	3,995%	1,32309	12,595%	12,713%	0,03619
Energisa S.A.	0,141%	1,983%	1,27419	17,105%	5,212%	2,66628
Equatorial Energia S.A.	0,123%	1,772%	1,71499	29,920%	7,080%	1,69835
Média Grupo C1	0,150%	2,376%	1,33843	20,637%	7,175%	1,59077
Grupo C2 (3 a 2 anos)						
Companhia Paranaense de Energia S.A. – COPEL	0,153%	2,620%	1,07405	12,233%	3,999%	0,62627
Companhia Energética de Minas Gerais S.A CEMIG	-0,056%	3,122%	1,15476	13,497%	2,536%	0,99639
Média Grupo C2	0,048%	2,871%	1,11440	12,865%	3,268%	0,81133
Grupo C2 (1 ou nenhum ano)						
Alupar S.A.	0,098%	1,636%	2,24268	14,476%	8,210%	1,51147
Centrais Elétricas de Santa Catarina S.A CELESC	0,189%	2,460%	0,97255	14,797%	2,740%	0,71984
Cia Transmissão Energia Elétrica Paulista - CTEEP	0,117%	1,495%	3,57069	35,940%	13,544%	0,23163
Companhia Energética de São Paulo S.A CESP	0,104%	2,236%	0,99803	11,493%	3,832%	0,13368
EDP Energias do Brasil S.A.	0,082%	1,918%	1,22371	14,031%	4,700%	0,83880
Engie Brasil Energia S.A.	0,080%	1,573%	1,23583	47,157%	8,913%	1,45436
Light S.A.	0,140%	3,342%	0,94030	7,657%	5,160%	1,99272
Eneva S.A.	0,171%	3,011%	1,87567	7,989%	6,958%	0,88412
Transmissora Aliança de Energia Elétrica S.A. – TAESA	0,113%	1,575%	2,84088	31,762%	12,738%	0,85981
Eleurca S.A. – TAESA						

Fonte: elaborado pelo autor.

Quanto a Liquidez Corrente, o Grupo C3, demonstrou o melhor valor, 1,76670, o que indica uma capacidade de pagamento de dívidas de curto prazo. O Grupo C1, obteve o segundo melhor resultado, 1,33843, e por último o Grupo C2, 1,11440. Porém, a liquidez deve ser analisada com outros indicadores.

Foram analisados também o ROE e o ROA dos grupos. O melhor ROE foi do Grupo C1, de 20,637%, ou seja, para cada R\$ 1,00 investido o acionista tem R\$ 0,20637 de retorno. Porém, diferentemente dos resultados dos outros critérios, o grupo que obteve melhor ROE não obteve também o melhor ROA. O grupo que alcançou o melhor ROA foi o Grupo C3, com o valor de 7,422%, enquanto o C1 ficou com o valor de 7,175%, uma pequena diferença de 0,247%.

Assim, o Grupo C3 apresenta um melhor retorno produzido pelas aplicações realizadas

em ativos (ROA). Enquanto o Grupo C1, apresentou um melhor retorno sobre o capital próprio (ROE). O Grupo C2, por sua vez, assim como nos outros indicadores analisados, obteve o pior resultado do ROE e também do ROA.

No que concerne a Alavancagem Financeira, capacidade de elevar os resultados com recursos de terceiros, o melhor resultado foi do Grupo C2, com a menor alavancagem dos grupos. Porém, nos outros cinco indicadores avaliados, o grupo obteve os piores resultados em todos. O Grupo C3 alcançou o segundo melhor resultado, ou seja, segundo menor risco de endividamento e capacidade de elevar resultados, e o Grupo C1 ficou com o pior resultado. Na Tabela 6 foram apresentadas as médias de cada grupo.

Tabela 6 – Comparação das Médias dos Grupos com Presença de Mulheres em Diretorias

	Retorno Médio	Desvio Padrão	Liquidez Corrente	ROE	ROA	Alavancagem Financeira
Média Geral	0,119%	2,299%	1,5655	19,572%	6,802%	1,1075
Média Grupo C1	0,150%	2,376%	1,3384	20,637%	7,175%	1,5908
Média Grupo C2	0,048%	2,871%	1,1144	12,865%	3,268%	0,8113
Média Grupo C3	0,122%	2,138%	1,76670	20,589%	7,422%	0,95849

Fonte: Elaborado pelo autor.

Ao analisar os grupos percebe-se que o Grupo C3, se destacou em três dos seis índices cálculos, que foram: Desvio Padrão, Liquidez Corrente e ROA. Ou seja, o risco, a capacidade de pagamento de dívidas e o retorno sobre os ativos do Grupo C3 é melhor que dos outros grupos.

Já o Grupo C1, teve os melhores resultados nos índices: Retorno Médio e ROE, ou seja, o maior retorno médio dos grupos e a melhor rentabilidade sobre capital próprio. Vale ressaltar que os resultados do Grupo C3 e C1 possuem pouca diferença em números, menos na alavancagem financeira.

O Grupo C2 ficou com o melhor resultado na Alavancagem Financeira. Porem possuiu os piores resultados de todos os grupos, como pode-se observar no retorno médio e no desvio padrão.

Ao analisar os resultados do critério: Mulheres na Diretoria, nota-se uma maior variação nos resultados dos grupos, sendo o Grupo C3, com menor a presença de mulheres por quantidade de anos, o que obteve melhores índices comparados aos outros grupos. Como o Grupo C3 sobressaiu nos resultados, não é possível afirmar que a presença de mulheres em diretorias, melhora o desempenho das empresas.

# 4.5 Analise dos três critérios classificados

É importante ressaltar o que era esperado de cada índice calculado. Dos índices de Retorno e Risco, era esperado que quanto maior o retorno, maior o risco. Já no quesito de Liquidez Corrente, os melhores grupos deveriam possuir índices mais altos de liquidez, demonstrando uma capacidade de financiamento maior. Assim como no ROE e no ROA, quanto maiores os valores, melhor. E por último, a alavancagem financeira ideal, é um valor menor, em comparação ao risco e a rentabilidade.

Ao verificar todos os três critérios classificados: *presença de mulheres em CAS*, *presença de minoritários em CAS e presença de mulheres em diretorias*, é possível notar uma grande variedade de resultados. Em geral, o Grupo 1, alcançou os melhores resultados em 8 índices analisados, como pode-se observar na Tabela 7. Já o Grupo 2, ficou em segundo, com 6 melhores índices, enquanto o Grupo 3, ficou com 4 melhores índices avaliados.

Tabela 7 – Melhores Resultados dos Índices por Critério Analisado

	Retorno Médio	Desvio Padrão	Liquidez Corrente	ROE	ROA	Alavancagem Financeira
Presença de Mulheres em CAs	Grupo 1	Grupo 2	Grupo 2	Grupo 2	Grupo 2	Grupo 1
Presença de Minoritários em CAs	Grupo 1	Grupo 3	Grupo 1	Grupo 1	Grupo 1	Grupo 2
Presença de Mulheres em Diretorias	Grupo 1	Grupo 3	Grupo 3	Grupo 1	Grupo 3	Grupo 2

Fonte: elaborado pelo autor.

Ao observar a Tabela 7, percebe-se que em relação ao Retorno Médio, em todos os critérios analisados, o Grupo 1 obteve o melhor resultado. Já em relação ao Desvio Padrão, o Grupo 3, apresentou, ou seja, teve um menor risco. Nos critérios de Liquidez Corrente e de ROA, percebeu-se uma variação maior em relação aos Grupos, sendo cada um com critério diferente. O Grupo 1 também predominou no ROE, enquanto o Grupo 2, predominou na Alavancagem Financeira.

Diante desses resultados é possível verificar que nos critérios: presença de mulheres em CA, presença de minoritários em CA, os Grupos que tiveram a maior presença de mulheres e minoritários, obtiveram os resultados melhores. Corroborando com o estudo de Carter et al. (2003) que encontrou uma relação positiva entre a diversidade em conselhos e outros estudos na área.

Sobre o critério de *presença de mulheres em diretorias*, não foi possível encontrar relações positivas entre a maior presença de mulheres em diretorias e os índices financeiros calculados.

# **5 CONSIDERAÇOES FINAIS**

Este estudo buscou verificar, através de índices específicos, a existência de uma relação entre a presença de mulheres e representantes de acionistas minoritários e a presença de mulheres em Diretorias, com o desempenho de 15 empresas, listadas na b3, do segmento Energia Elétrica. O objetivo da pesquisa foi verificar se a presença mulheres e minoritários em *board*, correspondem a obtenção de melhores indicadores de desempenho nas empresas selecionadas, assim como demonstrado vários estudos na área de Governança Corporativa, mediante a comparação dos indicadores escolhidos entre os grupos com maior e menor participação de mulheres e minoritários.

Foram analisados três critérios: presença de mulheres em CAs, presença de representantes de minoritários em CAs e presença de mulheres em diretorias. Após a separação em critérios, as empresas foram divididas em grupos, as empresas eram classificadas de acordo com a quantidade de anos que respeitavam os critérios avaliados. Após a divisão foram calculados indicadores financeiros, com o objetivo de avaliar o desempenho dos grupos.

Ao comparar os grupos verificou-se que os critérios de *presença de mulheres em CAs* e *presença de representantes de minoritários em CAs* apresentaram uma relação positiva, ou seja, quanto mais representantes desses grupos nas empresas analisadas, melhor o desempenho da mesma. Já em relação ao critério *presença de mulheres em diretorias* não foi possível encontrar relação positiva entre a presença de mulheres e um melhor desempenho, pois o Grupo que possuía menor quantidade de Mulheres por anos analisados sobressaiu nos resultados.

Esses achados são valiosos para a literatura porque acrescentam no discursão sobre a diversidade em altos cargos de empresas, também acrescentando na literatura sobre Governança Corporativa. Quanto as dificuldades encontradas na pesquisa, pode-se citar o acesso a mais dados sobre a composição dos quadros de empregados das empresas analisadas.

Para a continuidade da pesquisa sugere-se analises demais segmentos da B3, além da ampliação na quantidade dos indicadores de desempenho econômico-financeiro das empresas e o alongamento da série temporal.

# REFERÊNCIAS

ADAMS, Renée B; FERREIRA, Daniel. Women in the boardroom and their impact on governance and performance. **Journal of Financial Economics**, [s. l.], v. 94, n. 2, p. 291–309, 2009. Disponível em: https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2008.10.007

ANDRADE, Lélis Pedro de et al. Governança corporativa: uma análise da relação do conselho de administração com o valor de mercado e desempenho das empresas brasileiras. **Revista de Administração Mackenzie,** v. 10, n. 4, p. 4-31, 2009.

ASSAF, Alexandre Neto. **Finanças Corporativas e Valor**. 8 ed. São Paulo - SP: Grupo GEN, 2021. ISSN b9788597026184. Disponível em: https://integrada.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788597026184/. Acesso em: 07 maio 2021

BIANCHI, Márcia; NASCIMENTO, Auster Moreira. A controladoria como um mecanismo interno de governança corporativa e de redução dos conflitos de interesse entre principal e agente. **IX Congresso Internacional de Custos**, [s. l.], 2005. Disponível em: http://www.ufrgs.br/dcca/Download/Dissertação Final - MarciaBianchi.pdf

CARTER, David A.; SIMKINS, Betty J.; SIMPSON, W. Gary. Corporate governance, board diversity, and firm value. **Financial Review**, [s. l.], v. 38, n. 1, p. 33–53, 2003. Disponível em: https://doi.org/10.1111/1540-6288.00034

CARVALHO, Antonio Gledson de. Governança corporativa no Brasil em perspectiva. *Revista de Administração - RAUSP*, São Paulo, v. 37, n. 3, p. 19-32, 2002. Disponível em: http://www.spell.org.br/documentos/ver/16656/governanca-corporativa-no-brasil-emperspectiva/i/pt-br. Acesso em: 22 mar. 2021.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa**. Rio de Janeiro - RJ: [s. n.], 2002. E-book. Disponivel em: http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0001/3935.pdf. Acesso em: 01 jan 2021

CRESWELL, J. W & CLARK, V.L.P (2013). Pesquisa de métodos mistos: Série Métodos de pesquisa (2a ed., Lopes, M.F, Trad.). Porto Alegre: Penso.

DALTON, Dan R et al. Number of Directors and Financial Performance: A Meta-Analysis. **The Academy of Management Journal**, [s. l.], v. 42, n. 6, p. 674–686, 1999. Disponível em: http://www.jstor.org/stable/256988

FUNDAÇÃO DOS ECONOMIÁRIOS FEDERAIS (FUNCEF). **Manual de Governança Corporativa**. Brasília/DF: [s. n.], 2005. Disponível em: http://www.funcef.com.br/files/manual\_de\_governanca\_corporativa\_da\_ funcef.pdf. Acesso em: 24 de abril 2021.

GIL, A. C. Como elaborar projetos de pesquisa. (2017). (6a ed.). São Paulo: Atlas

HARO-DE-ROSARIO, Arturo et al. El rol del consejo de administración en la ética empresarial en países de Latinoamérica. **Revista de Administração de Empresas**, [s. l.], v. 57, p. 426+, 2017. Disponível em: https://doi.org/10.1590/s0034-759020170502

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). **Código das melhores práticas de governança corporativa**. 5.ed. / Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. - São Paulo, SP: IBGC, 2015. ISSN 13514180.*E-book*.

INTERNATIONAL FINANCE CORPORATION. *Corporate Governance: The Foundation for Corporate Citizenship and Sustainable Businesses.* Washington, DC, p 1-8, 2017. Disponível em: https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/25851. Acesso em: 03 de março de 2021.

IQUIAPAZA, Robert Aldo; GRUBERGER, David John; SANTOS, Isabela Travaglia. A Endogeneidade da estrutura de propriedade, governança corporativa e criação de valor na BOVESPA no período 2002-2005. **EnANPAD 2007**, [s. l.], p. 1–15, 2007. Disponível em: http://www.anpad.org.br/admin/pdf/FIN-B3152.pdf

KPMG. Mulheres na Liderança – KPMg Global Female Leaders Outlook. [S. 1.: s. n.], 2019. Disponível em: https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/br/pdf/2020/02/br-mulheres-na-liderança1.pdf. Acesso em: 15 de mar 2021

LA PORTA, Rafael et al. Investor protection and corporate governance. **Journal of Financial Economics**, [s. l.], v. 58, n. 1, p. 3–27, 2000. Disponível em: https://doi.org/https://doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00065-9. Acesso em: 24 de mar 2021.

MAN, Chi keung; WONG, Brossa. Corporate governance and earnings management: A survey of literature. **Journal of Applied Business Research**, [s. l.], v. 29, n. 2, p. 391–418, 2013. Disponível em: https://doi.org/10.19030/jabr.v29i2.7646. Acesso em: 14 de abril 2021

MARTÍNEZ, Pucheta et al. Relación entre la diversidad de género y la rentabilidad económica de las empresas del ibex 35. **Revista de Estudios de Género.** La ventana, [s. l.], v. IV, n. 38, p. 331–371, 2013. Disponível em: http://www.redalyc.org/articulo.oa?id=88430445011%0A

MARTINS RAMOS, Gizele; LOPO MARTINEZ, Antonio. Governança Corporativa. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, [s. l.], v. 3, n. 6, p. 143–164, 2006. Disponível em: https://www.redalyc.org/articulo.oa?id=76200609

ODÁLIO, José; PEDREIRA, Emerson Bazilio. Análise da relação entre o índice de governança corporativa e o preço das ações de empresas do setor de papel e celulose. **Revista Administração em Diálogo - RAD**, [s. l.], v. 6, n. 1, p. 87–99, 2004. Disponível em: https://doi.org/10.20946/rad.v6i1.685

ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT (OECD). **Principles of Corporate Governance.** [*S. l.*], 1999. Disponível em: https://www.oecd.org/officialdocuments/publicdisplaydocumentpdf/?cote=C/MIN(99)6&doc Language=En. Acesso em: 13 mar. 2021.

PASCHOAL, R.J.; ANDRADE, A. Governança Corporativa: Fundamentos,

**Desenvolvimento e Tendências, 7ª edição**. São Paulo - Grupo GEN, 2014. 9788522493067. Disponível em: https://integrada.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788522493067/. Acesso em: 15 Mar 2021

PRUDÊNCIO, Priscila et al. Effect of diversity in the board of directors and top management team on corporate social responsibility. **Brazilian Business Revie**w, [s. l.], v. 18, n. 2, p. 118–139, 2021. Disponível em: https://doi.org/10.15728/BBR.2021.18.2.1

RODRIGUES, Jorge. Conselho de administração e confiança dos acionistas. **Revista Portuguesa e Brasileira de Gestao**, [s. l.], v. 8, p. 25–34, 2009. Disponível em: http://www.scielo.mec.pt/scielo.php?script=sci\_arttext&pid=S1645-44642009000300003&nrm=iso . Acesso em: 13 de abril 2021.

RODRIGUES, Jorge; SEABRA, Fernando. Board of Director's: what roles? **Revista Portuguesa e Brasileira de Gestão, Lisboa**, v. 10, n. 1-2, p. 2-12, jan. 2011. Disponível em: http://www.scielo.mec.pt/scielo.php?script=sci\_arttext&pid=S1645-44642011000100002&lng=en&nrm=iso. Acesso em: 26 mar. 2021

SEGURA, L.; FORMIGONI, H.; ABREU, R.; & COSTA, R. (2016). A Relação entre a presença de Mulheres no Conselho e o Gerenciamento de Resultados nas Companhias Abertas Brasileiras. **Revista Eletrônica do Departamento de Ciências Contábeis & Departamento de Atuária e Métodos Quantitativos (REDECA)**, *3*(1), p. 106-119. Disponível em: https://doi.org/10.23925/2446-9513.2016v3i1p106-119. Acesso em: 13 de mar. 2021.

SERRA, Ricardo Goulart; WICKERT, Michel. **Valuation - Guia Fundamental e Modelagem em Excel**®. São Paulo - SP: Grupo GEN, 2019. 9788597022599. Disponível em: https://integrada.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788597022599/. Acesso em: 23 abril 2021

SHLEIFER, A.; VISHNY, R.W. A Survey of Corporate Governance. **The Journal of Finance**, American Finance Association, 1997, vol. 52(2), p. 737-783. Jun. Disponível em: https://doi-org.ez54.periodicos.capes.gov.br/10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x. Acesso em: 26 mar. 2021.

SILVA, André Luiz Carvalhalal da; MARGEM, Helena. Mulheres em Cargos de Alta Administração Afetam o Valor e Desempenho das Empresas Brasileiras? (Do Women in Top Management Affect the Value and Performance of Brazilian Firms?). **Rev. Bras. Finanças** (**Online**), [s. l.], v. 13, n. 1, p. 102–133, 2015. Disponível em: http://bibliotecadigital.fgv.br/ojs/index.php/rbfin/article/viewFile/35116/56019

SILVA, Edson Cordeiro da. **Governança corporativa nas empresas: guia prático de orientação para acionistas, investidores, conselheiros de administração e fiscal, auditores, executivos, gestores, analistas de mercado e pesquisadores**. 4. ed. São Paulo – SP. Atlas. [*S. l.: s. n.*], 2016.

SILVEIRA, A.; DONAGGIO, A. A importância da diversidade de gênero nos conselhos de administração para a promoção da responsabilidade social corporativa. **DESC - Direito, Economia e Sociedade Contemporânea**, v. 2, n. 2, p. 11-42, 21 fev. 2020. Disponível em: https://doi.org/10.33389/desc.v2n2.2019.p11-42
SIRQUEIRA, Aieda Batistela de; KALATZIS, Aquiles Elie Guimarães. Boas Práticas de

Governança Corporativa e Otimização de Portfólio : Uma Análise Comparativa. **ANPEC.** vol. 8, p. 521-544.2006.

TRAJKOVSKA, Olivera Gjorgieva; NIKOLOSKI, Krume; KOLEVA, Blagica; SVRTINOV, Vesna Georgieva. The Role of Corporate Governance in Transition Economies Contribution and Development. **Annals - Economy Series**, Constantin Brancusi University, Faculty of Economics, Romênia, 2016, vol. 5, p. 5-12, Out.

TROCCOLI, I. R.; LISBOA, F. Governança corporativa na empresa familiar: uma conciliação possível? **Revista Vianna Sapiens**, v. 9, n. 1, p. 32, 10 ago. 2018. Disponível em: https://doi.org/10.31994/rvs.v9i1.291. Acesso em: 23 abril 2021.

WORLD ECONOMIC FORUM. **World Economic Forum Global Gender Gap Report 2020.** Geneva - Switzerland: [s. n.], 2020. Disponível em: http://www3.weforum.org/docs/WEF\_GGGR\_2020.pdf. Acesso em: 23 de abril 2021.