

MESTRADO
CONTABILIDADE, FISCALIDADE E FINANÇAS
EMPRESARIAIS

TRABALHO FINAL DE MESTRADO
DISSERTAÇÃO

**O IMPACTO NO MERCADO DE CAPITAIS DA ALTERAÇÃO DE GÉNERO
NOS ÓRGÃOS SOCIAIS DAS EMPRESAS DO PSI-20**

MARIA DA GRAÇA CORNACHO TORRES CABAÇO

OUTUBRO-2021

MESTRADO EM
CONTABILIDADE, FISCALIDADE E FINANÇAS
EMPRESARIAIS

TRABALHO FINAL DE MESTRADO
DISSERTAÇÃO

**O IMPACTO NO MERCADO DE CAPITAIS DA ALTERAÇÃO DE GÉNERO
NOS ÓRGÃOS SOCIAIS DAS EMPRESAS DO PSI-20**

MARIA DA GRAÇA CORNACHO TORRES CABAÇO

ORIENTAÇÃO:

**PROFESSORA DOUTORA INÊS MARIA GALVÃO TELES FERREIRA DA
FONSECA PINTO**

OUTUBRO-2021

Resumo

O presente estudo tem como principal objetivo a análise do impacto da alteração da quota das mulheres no Conselho de Administração nas empresas cotadas na Bolsa de Lisboa. Permitindo assim, concluir se o mercado é ou não eficiente em relação a este tipo de acontecimento. Com esta finalidade, foi constituída uma amostra com 16 empresas e 69 comunicados. Numa primeira fase, analisámos a amostra como um todo, para depois a dividir consoante se trate de um aumento ou de uma diminuição da quota das mulheres. Por fim, estudámos ainda o conjunto de comunicados emitidos após a aplicação da Lei da Paridade o que ocorreu a partir de 2018.

A metodologia selecionada para este estudo foi a de um Estudo de Eventos. Assim, analisámos o comportamento da Rendibilidade Anormal Média (AAR) e a Rendibilidade Anormal Média Acumulada (CAAR) em torno da divulgação dos comunicados de alteração da percentagem de mulheres nos órgãos sociais de forma a avaliar como é que os investidores incorporam esta informação no preço das ações.

Os resultados permitiram concluir que as rendibilidades anormais não são estatisticamente significativas, em nenhum dos dias ao longo da janela de observação, o que pode dever-se ao facto de os comunicados não serem “relevantes” para o mercado. Além disto, há ainda evidência que o impacto da alteração da quota das mulheres não tem um efeito negativo em termos de rendibilidades obtidas.

Palavras-chave: Género, Conselho de Administração, Empresas Cotadas, Estudo de Eventos

Abstract

The present study has as its main object to analyze the impact of the changes in women's quota on Administration Boards, regarding listed companies in Lisbon. Allowing to objectify if either the market is or isn't efficient with respect to the latter event.

Taking it to account, a sample was assembled with 16 companies and 69 missives. On first stand, the sample was analyzed as a whole and later divided whether there was an increase or a decrease in woman's quota. Lastly, a collection of missives, which were released after the enforcement of the parity law in 2018, were studied.

The methodology used in the analysis was Event Study. Therefore, the behavior of the Average Abnormal Return and Cumulative Average Abnormal Return was analyzed around the disclosure of missives, regarding the changes in percentage of woman in corporate bodies, as means to evaluate how managers embody the information on stock prices.

The results allowed to conclude that the abnormal return isn't statistically relevant in none of the days throughout the window of observation, which might be due to the fact the missives aren't relevant to the market. Besides, there is also evidence that the impact of changes in woman's quota doesn't have a negative effect on returns.

Keywords: Gender, Board of Directores, Listed Companies, Event Study

Agradecimentos

A elaboração do presente trabalho traz a conclusão de uma etapa muito importante na minha vida académica, que não teria sido possível sem o contributo de todos aqueles que me acompanharam nesta longa jornada, aos quais quero deixar o meu agradecimento.

Em primeiro lugar, aos que estiveram desde o início, aos meus pais, aos meus padrinhos e à minha prima Mariana, por toda a motivação, pela confiança e por nunca deixarem de acreditar que seria possível.

Estou grata aos meus amigos, por toda a paciência e compreensão e toda a força transmitida para alcançar o meu objetivo.

À minha entidade patronal e aos meus colegas de trabalho, um agradecimento especial por toda a compreensão, todo o incentivo e todo o tempo que me proporcionaram para me dedicar a este trabalho final.

Faço ainda menção a todos os docentes do mestrado, por terem contribuído para a minha formação, obrigada por toda a dedicação e todos os conhecimentos transmitidos.

Por último, ao principal pilar deste projeto, a Professora Doutora Inês Pinto, pela incansável disponibilidade, apoio e empenho manifestados ao longo deste projeto. Agradeço ainda por toda a atenção dispensada, todos os conselhos e serenidade, fundamentais para a conclusão desta dissertação.

Por todo o apoio ao longo deste percurso,

Obrigada!

*“Por vezes sentimos que aquilo que fazemos não é senão uma gota de água no mar.
Mas o mar seria menor se lhe faltasse uma gota”*

(Madre Teresa de Calcutá)

Índice

Resumo	i
Abstract	ii
Agradecimentos	iii
Índice de Figuras	v
Lista de Tabelas	vi
Lista de Abreviaturas.....	vii
Índice Anexos	viii
1. Introdução	1
2. Enquadramento	3
3. Revisão da Literatura.....	6
3.1. <i>MERCADOS EFICIENTES</i>	6
3.2. <i>ESTUDO DE EVENTOS</i>	8
3.3. <i>A PARTICIPAÇÃO FEMININA NOS ÓRGÃOS SOCIAIS</i>	8
4. Dados e Metodologia	13
4.1 <i>DADOS</i>	13
4.2. <i>METODOLOGIA DE ANÁLISE</i>	14
5. Resultados	19
5.1. <i>RESULTADOS DO TESTE À RENDIBILIDADE ANORMAL</i>	19
5.2. <i>RESULTADOS DO TESTE À RENDIBILIDADE ANORMAL – BOAS E MÁS NOTÍCIAS</i>	21
5.2. <i>RESULTADOS DO TESTE À RENDIBILIDADE ANORMAL – COMUNICADOS APÓS A APLICAÇÃO DA LEI DA PARIDADE</i>	23
6. Conclusão	26
Referências Bibliográficas	28
Anexos.....	34

Índice de Figuras

Figura 1 - Evolução da Percentagem de Mulheres nos Órgãos de Administração das Maiores Empresas Cotadas em Bolsa em Portugal e na União Europeia (2003-2020)	3
Figura 2 - Resultados AAR	19
Figura 3 - Resultados CAAR.....	20
Figura 4 - Resultados AAR: Boas e Más Notícias	21
Figura 5 - Resultados CAAR: Boas e Más Notícias.....	21
Figura 6 – Resultados CAAR: Comunicados após aplicação da Lei da Paridade.....	23
Figura 7 - Resultados CAAR: Comunicados após aplicação da Lei da Paridade	24

Lista de Tabelas

Tabela I – Resultados AAR e CAAR	20
Tabela II – Resultados AAR: Boas e Más Notícias	22
Tabela III – Resultados CAAR: Boas e Más Notícias	23
Tabela IV – Resultados AAR e CAAR: Comunicados após aplicação da Lei da Paridade.....	24

Lista de Abreviaturas

AAR – *Average Abnormal Return*

AR – *Abnormal Return*

BCP – Banco Comercial Português

CAAR – *Cumulative Average Abnormal Return*

CAR – *Cumulative Abnormal Return*

CEO – *Chief Executive Officer*

CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

CA – Conselho de Administração

EDP – Eletricidade de Portugal

EMH – *Efficient Market Hypothesis*

ISEG – Instituto Superior de Economia e Gestão

MM – Modelo de Mercado

OLS – *Ordinary Least Square*

PSI-20 – *Portuguese Stock Exchange*

ROA – *Return on Assets*

ROE – *Return on Equity*

UE – União Europeia

WoB – *Women on Boards*

Índice Anexos

Anexo 1 – Empresas elegíveis para a amostra.....	34
Anexo 2 – Detalhe dos comunicados e respetiva quota de mulheres.....	34

1. Introdução

A paridade na gestão das empresas e a subida das mulheres a cargos de topo tem vindo a ser um tema bastante discutido e analisado nos últimos tempos. A Comissão Europeia empenhou-se em promover a igualdade de género no mundo empresarial o que levou a um enfoque ainda maior sobre o tema. A implementação das leis de quotização em vários países também levaram a um aumento da importância deste tema.

Apesar de Portugal ter um baixo lugar no *ranking* europeu de representatividade de género, nos conselhos de administração e nos cargos executivos das maiores empresas europeias, o nosso país tem vindo a progredir no que se refere à igualdade de género (*Gender Diversity Index 2020*,). A literatura demonstra que as mulheres em lugares de chefia desenvolvem um papel fundamental nas organizações a vários níveis, trazendo vantagens económicas, de acordo com Bantel & Jackson (1989), Murray (1989) e Carter *et al.* (2003). Segundo Rovers (2011) nas empresas em que se verificava um maior número de mulheres nos cargos de topo o desempenho era superior. Também Nielsen & Huse (2010) comprovaram que um órgão constituído também por indivíduos do sexo feminino auxilia na redução de conflitos.

Desta forma, com o objetivo de contribuir para a diminuição da desigualdade de género, diversos países europeus decidiram adotar leis ou recomendações de quotas de género nas empresas. Foi logo em 2007 que Espanha adotou uma quota para promover a diversidade de género nos CA's, tornando-se o segundo país do mundo a adotar leis de quotização (Reguera-Alvarado *et al.*, 2017; Teigen, 2012). Mais tarde, no ano de 2017, o nosso país promulgou a lei nº62/2017 que tem por objeto estabelecer uma proporção mínima de indivíduos de cada género nos órgãos de administração e de fiscalização das empresas cotadas.

Em 2017 Portugal, à semelhança de Espanha, apresentava uma proporção muito reduzida de mulheres nos Conselhos de Administração das empresas cotadas em bolsa, cerca de 16% (Comissão Europeia, 2018).

Neste contexto, este estudo procura avaliar se as alterações da quota das mulheres nos órgãos de administração das empresas tem algum impacto no mercado de capitais. Com este objetivo, analisou-se a evolução do preço das ações em torno da comunicação de alteração da composição dos órgãos sociais nas empresas do PSI-20.

A CMVM, além da entidade reguladora dos mercados de valores mobiliários em Portugal, é ainda a entidade que supervisiona o funcionamento dos mesmos. Tem como principal função assegurar a plenitude e a perspicuidade dos mercados. Neste âmbito, o Art. 248º do Código dos Valores Mobiliários alega que as entidades emitentes de ações cotadas admitidas à negociação têm o compromisso de informar os factos que possam ter relevância no preço destes títulos. A partir da divulgação dos comunicados, das alterações nos órgãos sociais, realizada através da CMVM, fui determinar se a alteração da percentagem de mulheres nos órgãos sociais tem relevância para o investidor e se a mesma é incorporada de forma eficiente no preço da ação.

Na literatura não há consenso quanto à mais ou menos-valia das mulheres nos órgãos sociais. Existem estudos que indicam que é notório um impacto positivo no desempenho, como por exemplo, Khan & Vieito (2013), Post & Byron (2015) ou ainda Terjesen *et al.* (2016). Sob outra perspetiva, Boubaker *et al.* (2014), Shehata *et al.* (2017) assim como Singh *et al.* (2019) defendem que a diversidade de género não auxilia o desempenho das empresas.

Para efetuar esta análise recorreu-se à metodologia clássica do estudo de eventos, foi testada a hipótese da rendibilidade anormal em redor do dia da divulgação do acontecimento ser nula com o intuito de poder averiguar a eficiência semi-forte do mercado.

Este estudo está dividido em seis secções. Após a introdução é apresentado um breve enquadramento ao tema, seguido da revisão da literatura existente. No quarto capítulo é descrita a metodologia aplicada no estudo, bem como, a forma de obtenção dos dados e seu respetivo tratamento. Logo depois, são apresentados os resultados obtidos e é feita a sua análise. Para finalizar, no capítulo seis, são expostas as conclusões deste estudo assim como algumas limitações e prováveis pistas de investigação futura.

2. Enquadramento

A desigualdade entre homens e mulheres é ainda, nos dias de hoje, um tema bastante complexo.

Apesar de, no ano de 2020, ainda ter sido notória a sub-representação feminina em cargos de topo nas empresas cotadas em bolsa em Portugal e na União Europeia é também visível a evolução ocorrida no sentido de colmatar esta desigualdade.

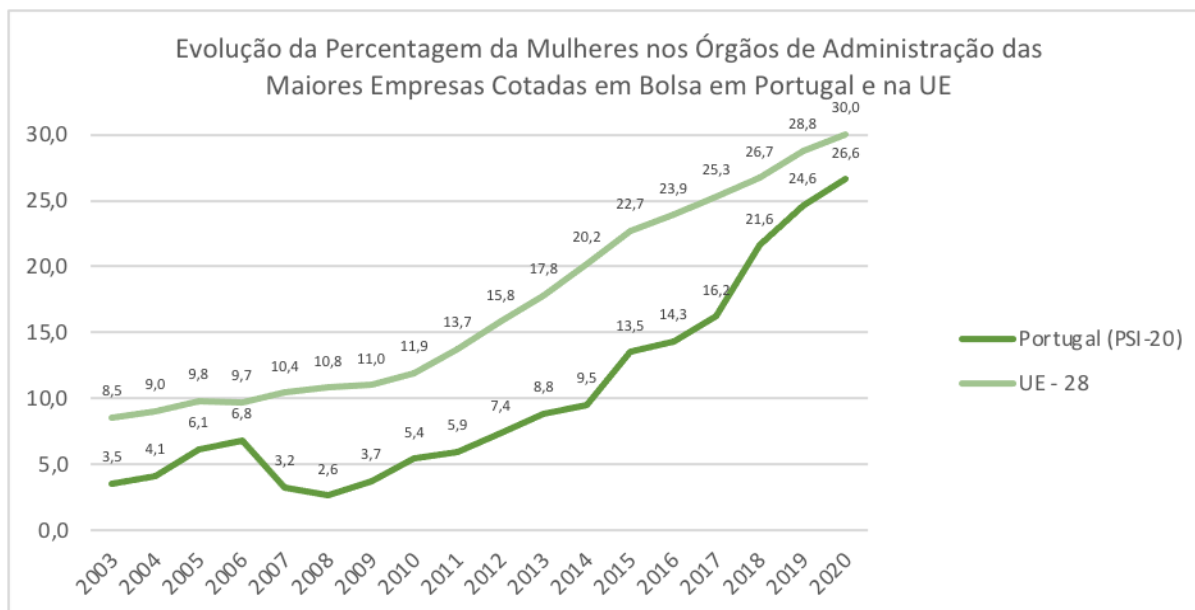


Figura 1 - Evolução da Percentagem de Mulheres nos Órgãos de Administração das Maiores Empresas Cotadas em Bolsa em Portugal e na União Europeia (2003-2020)¹

Segundo o gráfico apresentado acima, respeitante à representação do sexo feminino nos órgãos de administração, verifica-se que este se encontra em minoria em Portugal e na União Europeia, sendo que, em 2020, apenas 26,6% e 30%, respetivamente, são mulheres.

O índice que valoriza a representação de homens e mulheres nos órgãos sociais das empresas cotadas na bolsa de Lisboa (WoB-ENXP) era de 0,55 no ano de 2020, sendo 0 um órgão de gestão com apenas um género e 1 composto por um grupo paritário. (Projeto *Women on Boards: An Integrative Approach*, 2020 – ver detalhe pág. 10).

A 19 de julho de 2017 foi promulgada a lei da paridade nas empresas. A Lei n.º62/2017 tem por objeto estabelecer “o regime da representação equilibrada entre

¹ Fonte: Projeto *Women on Boards: An Integrative Approach*

mulheres e homens nos órgãos de administração e de fiscalização das entidades do setor público e empresarial e das empresas cotadas em bolsa”. Segundo esta lei, nas empresas cotadas, a parcela de indivíduos de cada género não pode ser inferior a 20%, após as assembleias gerais eletivas desde janeiro de 2018, e inferior a 33,3%, após janeiro de 2020. No caso incumprimento da quota estabelecida, por um período superior a 360 dias, o artigo 6º determina uma sanção pecuniária compulsória por cada semestre em que se verifique o incumprimento.

Através da Figura 1 podemos verificar que após a promulgação da lei da paridade, vulgo após 2017, a proporção de indivíduos do sexo feminino nos órgãos de administração teve uma subida mais acentuada.

A Noruega foi o primeiro país a introduzir uma quota de género. Foi em 2003 que este país implementou uma quota de género, de aplicação voluntária, de 40% para todas as sociedades anónimas e empresas detidas pelo Estado. Uma vez que os efeitos não foram os esperados, em 2005, e até ao ano de 2008, a mesma passou a ser obrigatória, com uma sanção possível de dissolução da empresa por parte do Estado Norueguês (Gregorič *et al.*, 2017; Strøm, 2015).

Espanha foi o país que se seguiu, aplicando em 2007 uma quota de 40% até ao ano de 2015, onde reduziu a quota em 10%. Esta lei, abrange as empresas cotadas e ainda as empresas detidas pelo Estado. Ao contrário das outras leis aplicadas, esta não previa qualquer sanção, caso se verificasse o incumprimento, apenas priorizava as empresas cotadas que cumprissem a meta aquando da atribuição de contratos públicos (Conde-Ruiz & Hoya, 2015; Seierstad *et al.*, 2017).

Também a União Europeia, tentou introduzir uma quota, seguindo a estratégia da Noruega. No final do ano de 2012 foi proposto ao Parlamento Europeu uma quota de 40%, para o género com menor representatividade. Esta quota, à semelhança dos restantes países, seria aplicável aos membros não executivos dos CA's das empresas cotadas e detidas na sua maioria pelo Estado (Comissão Europeia, 2012). Nos dias de hoje esta quota não se encontra em vigor uma vez que não existe consenso no que diz respeito à aplicação do princípio da subsidiariedade (Parlamento Europeu, 2018).

Tendo tudo isto em conta, este trabalho foca-se nesta desigualdade, tão comum nos dias de hoje, e perceber de que forma os mercados financeiros agem perante a mesma.

3. Revisão da Literatura

3.1. Mercados Eficientes

Existem diversas teorias que estudam o comportamento dos ativos financeiros, procurando padrões que aumentem a previsibilidade dos seus retornos e das volatilidades correspondentes. Contudo, enquanto alguns estudos detetam algum tipo de previsibilidade outros referem que é impossível antecipar resultados.

A teoria sistematizada por Fama (1970), *Efficient Market Hypothesis*, daqui em diante designada por EMH, foi pioneira na definição de termos sobre o comportamento típico dos mercados.

De acordo com Fama (1970), o mercado é considerado eficiente quando os preços refletem toda a informação relevante e disponível. Um mercado é tanto mais eficiente quanto mais rápido conseguir incorporar nos preços os efeitos dos factos ocorridos. Quando os agentes têm acesso a novas informações e tomam as suas decisões, o mercado ajustará os preços. A teoria explica-nos este processo e considera que o mercado tenderá sempre para um equilíbrio cujas condições são contextualizadas em torno das expectativas de retorno dos investimentos ou do rendimento esperado. Um mercado eficiente considera-se um mercado que se corrige por si mesmo. Nos mercados eficientes o preço de mercado representa a melhor estimativa do valor da empresa.

Nesta teoria Fama (1970) assume alguns pressupostos, sendo eles a existência de expectativas homogéneas, ou seja, todos os agentes estão de acordo no que diz respeito aos efeitos das informações relativas às expectativas futuras e o reflexo nos preços, e ainda a inexistência de custos de transação e de informação. Caso se verifiquem estes últimos, os preços não refletem forçosamente a totalidade da informação disponível no mercado.

Segundo a EMH, existem três formas de eficiência: fraca, semiforte ou forte. A primeira, eficiência fraca, na qual os preços refletem toda a informação englobada nos preços históricos, utilizando apenas as anteriores cotações de um ativo para fazer a previsão. A eficiência semiforte, onde, em adição à informação passada, os preços consideram ainda a informação pública, ou seja, relatórios, dados contabilísticos, dividendos, etc. A fim de testar esta forma de eficiência são realizados estudos de eventos, onde se procura analisar a velocidade com que os mercados incorporam as novas

informações nos preços. Por último, a eficiência forte, onde os preços conseguem refletir toda a informação disponibilizada, independentemente de apresentar cariz público ou privado. Assim sendo, podemos constatar que o preço dos ativos compreende os preços históricos, a informação pública e ainda a informação privada. A classificação entre as várias formas de eficiência é feita com base na informação que está refletida nos preços. Este conceito faz com que haja margem para os indivíduos alcançarem ganhos com as suas transacções.

Conforme Jensen (1978), um mercado é eficiente quando não é possível obter rendibilidades anormais, utilizando as informações disponíveis na decisão de investir, mesmo após a exclusão de todos os custos de transação envolvidos. Nos mercados eficientes, os desvios são aleatórios, melhor dizendo, os ganhos não se conseguem prever – *random walk*. Num mercado perfeitamente eficiente não existem oportunidades de arbitragem.

De outro modo, estamos perante um mercado ineficiente quando o preço não engloba toda a informação, obtendo assim ganhos extraordinários. A probabilidade do mercado gerar ineficiências está inversamente relacionada com a facilidade de transação dos títulos, isto é, quanto mais facilidade houver em transacionar títulos menor será a possibilidade de se gerarem ineficiências no mercado. Por outro lado, quanto mais custos de transação e de informação maior a probabilidade de se verificarem ineficiências no mercado. É ainda importante notar que, quanto mais facilidade houver em criar uma estratégia, a fim de explorar uma oportunidade, mais rapidamente será corrigida a ineficiência.

Em alguns momentos, num mercado eficiente ocorrem ineficiências, o mercado não é ininterruptamente eficiente, pois não consegue refletir de forma contínua toda a informação disponível.

Quando surgem ineficiências no mercado, as mesmas desaparecem de forma rápida, conseqüente da atuação dos agentes que buscam repetidamente oportunidades de obtenção de lucros extraordinários, transacionando os ativos em que se verificam as ineficiências, eliminando assim as mesmas.

No entanto, apesar de haver muitos simpatizantes da EMH, existem algumas contestações a esta teoria, nomeadamente acerca da volatilidade excessiva. Shiller (1981) e Le Roy & Porter (1981) concluíram que os preços das ações são bastante voláteis o que

impede que sejam explicados por alterações nos dividendos. As evidências desta grande volatilidade, quando confrontada com a variação dos dividendos, levaram a várias interpretações sendo a principal a de Shiller (1981), que concluiu que os preços das ações são essencialmente influenciados pelas vagas de pessimismo ou otimismo.

3.2. Estudo de Eventos

Fama *et al.* (1969) apresentaram a metodologia do estudo de eventos (*event studies*). Este método tem como propósito avaliar a reação do preço das ações em torno de um determinado acontecimento, como por exemplo, alterações no capital, distribuição de dividendos, divulgação dos resultados, etc.

Na sua análise os autores calcularam a rendibilidade anormal como o resultado da subtração entre a rendibilidade efetiva e a rendibilidade esperada, estimada por meio do modelo de mercado (*market model*).

De acordo com Binder (1998) a introdução deste estudo foi um grande contributo para as áreas da economia, finanças e contabilidade, dado que, este tem sido o método adotado para analisar o comportamento do preço dos títulos face a vários tipos de acontecimentos. É certo que temos assistido a um aperfeiçoar constante deste método, a fim de combater as limitações verificadas, porém, o essencial desta metodologia foi introduzido por Fama *et al.* (1969).

3.3. A participação feminina nos órgãos sociais

A desigualdade de género é um tema bastante abordado nas áreas da sociologia e psicologia. Os autores revelam que, de facto, existem diferenças significativas entre indivíduos do sexo feminino e masculino. Estas dissemelhanças verificam-se ao nível da comunicação, da liderança, da tomada de decisão ou ainda da aversão ao risco (Bernardi & Arnold, 1997; Byrnes *et al.*, 1999; Francis *et al.*, 2015; Heminway, 2007).

Embora a presença das mulheres no mercado de trabalho seja significativa e os seus níveis de escolaridade elevados, quando comparados com os homens, a realidade do mercado laboral em Portugal é ainda caracterizada por bastantes desigualdades entre géneros (Coelho & Ferreira, 2018; Torres *et al.*, 2018).

Em 2015, de acordo com Kirsch (2018), somente 21% dos diretores, das empresas cotadas, eram mulheres.

Conforme (Casaca & Lortie, 2017) os números reduzidos de mulheres nos órgãos de gestão é um dos casos onde se verifica uma grande resistência à mudança. Esta resistência pode dever-se a vários princípios, sejam eles culturais, institucionais, estruturais ou ainda situacionais. (Acker, 1990; Connell, 2006; Dammrich & Blossfeld, 2017; Longarela, 2017).

Brammer *et al.* (2007) realizou um estudo em que relaciona a existência de mulheres nos cargos de topo com a liderança organizacional, onde concluiu que, quando a organização é chefiada por um grupo homogéneo, este grupo não irá refletir a sociedade em que se insere.

De acordo com Bantel & Jackson (1989), Murray (1989) e Carter *et al.* (2003), a variedade de géneros nos órgãos de administração traz vantagens económicas, que posteriormente poderão levar a um melhor desempenho. Sendo uma delas a melhoria da qualidade da tomada de decisão, pois a heterogeneidade promove a criatividade e a inovação o que contribui para um desempenho mais elevado, sendo as decisões tomadas com base em diferentes pontos de vista. Verifica-se também uma utilização mais proveitosa do conjunto de recursos, visto que, as mulheres representam uma percentagem significativa dos licenciados da Europa, logo ao incluir candidatos de ambos os géneros existe uma maior garantia que serão selecionados os melhores. A diversidade de géneros leva a que haja diferentes pontos de vista do comportamento económico e das escolhas dos consumidores, visto que, as mulheres são responsáveis pela maioria das decisões globais de consumo, um conhecimento mais profundo das necessidades dos clientes poderá melhorar o volume de negócios. Poderá ainda melhorar a imagem da empresa, uma maior dissemelhança de géneros nos órgãos de administração irá refletir-se na imagem que as empresas transmitem ao mercado. Por último, o maior acompanhamento e a melhor progressão das carreiras de mulheres em cargos inferiores são outras das vantagens (Smith *et al.*, 2006). Nielsen & Huse (2010) conseguiram ainda comprovar que um maior número de indivíduos do sexo feminino auxilia na redução de conflitos.

De outro modo, há estudos que afirmam que uma heterogeneidade de género nos órgãos de administração poderá reduzir o desempenho da organização. Williams & O'Reilly (1998) e Tajfel & Turner (2004) dizem que grupos sem essa diversidade cooperam mais, diminuindo assim os conflitos emocionais. Também Lau & Murnighan (1998) afirmam que quanto maior a pluralidade de género mais opiniões e críticas irão surgir, tornando assim o processo de tomada de decisão mais lento.

Nas empresas que integram o PSI-20, em 2020, havia apenas 27% de mulheres nos Órgãos de Administração, 34% nos Órgãos de Fiscalização e apenas 12% em cargos executivos (Projeto *Women on Boards: An Integrative Approach*, 2020). Desde 2019 que existe uma mulher presidente da Comissão Executiva (CEO), atualmente é Cláudia Azevedo, que ocupa o cargo na Sonae. No que diz respeito ao Conselho de Administração, a Galp tem na sua liderança Paula Amorim. É ainda importante realçar que 15 destas empresas divulgam Planos para a Igualdade – de acordo com a Lei nº62/2017 estes planos devem ser elaborados anualmente e pretendem alcançar uma “igualdade de tratamento e de oportunidades entre mulheres e homens, promovendo a eliminação da discriminação em função do sexo e fomentando a conciliação entre a vida pessoal, familiar e profissional...”.

A fim de analisar a adaptação das empresas à Lei nº62/2017, que obriga a paridade nos órgãos de administração das empresas públicas e cotadas em bolsa, as professoras Sara Falcão Casaca e Maria João Guedes, do Instituto Superior de Economia e Gestão (ISEG) coordenam o projeto *Women on Boards: Uma Abordagem Integrada (WoB)*, um estudo focado no papel das mulheres nos órgãos sociais, em que recorrem a vários relatórios e contas, relatórios governamentais e da sociedade civil e a atas das assembleias de 23 empresas, cotadas na bolsa de Lisboa, que tinham alterado os seus órgãos desde janeiro de 2019. As autoras concluíram que num órgão de administração com nove membros, a média em Portugal, apenas dois dos órgãos poderão ser do sexo feminino. Já nos órgãos de fiscalização um em cada quatro membros é uma mulher. No topo das empresas do PSI-20 com os órgãos de administração mais equilibrados encontram-se a Corticeira Amorim, a Sonae Capital e a Jerónimo Martins.

Conforme Khan & Vieito (2013), nos mercados americanos, empresas onde o CEO era do sexo feminino apresentavam um maior desempenho e um nível de risco mais baixo quando comparadas a entidades onde o CEO era masculino. Estes autores recorreram à análise em painel, entre os anos 1992 e 2004, para concluírem sobre a importância do género do CEO no desempenho das organizações.

Post & Byron (2015) estudaram de que forma a representação das mulheres nos órgãos sociais contribui para o desempenho financeiro das empresas. Os autores concluíram que existe uma relação direta entre a representação feminina nos órgãos de administração e um melhor desempenho nas empresas nos países onde se verifica uma

maior igualdade de género e nos países onde se verifica uma maior proteção dos acionistas.

Identicamente, Rovers (2011) avaliou o desempenho financeiro de empresas da Holanda, distinguindo-as pela representatividade do sexo feminino nos órgãos de gestão. Foi possível concluir que nas empresas onde se verificava uma maior representatividade o desempenho era também superior.

Através de outro método, Terjesen et al. (2016) provaram que a pluralidade de género no *Board* está relacionada de forma positiva com o desempenho da organização. A sua análise foi elaborada para 47 países e cerca de 3 900 empresas em 2010 e os resultados medidos pelo ROA e *Tobin's Q*.

Também Ahmadi et al. (2018) estudaram a ligação entre a variedade de género do órgão de administração e o desempenho da empresa medido através do ROA e ROE. Para ambas as medidas foi possível verificar uma relação positiva.

De outro ponto de vista, Boubaker et al. (2014) investigaram a influência da heterogeneidade de género nos órgãos de administração das empresas cotadas em França entre 2009 e 2011. Por meio de uma análise em painel constataram uma relação negativa significativa da representação feminina sobre o desempenho das empresas, ou seja, uma maior representação das mulheres resultará num menor desempenho financeiro das empresas.

Ainda Singh et al. (2019) obtiveram um resultado negativo, quer isto dizer, concluíram que a existência de mulheres nos órgãos de gestão não tem influência no *Tobin's Q*, de tal forma que, não afeta o desempenho das empresas.

Por último, Shehata et al. (2017) ao estudar a relação entre a presença de indivíduos de diversas idades e diferentes género nos órgãos sociais e o ROA, no período de 2005 a 2013, em cerca de 35 000 médias empresas do Reino Unido, puderam constatar uma relação negativa entre as variáveis, desempenho e diversidade.

Levando em consideração o exposto acima, este trabalho tem como principal foco a análise da eficiência do mercado, através de um estudo de eventos, quando ocorrem alterações nos órgãos sociais das empresas do PSI-20 em que se verifique uma modificação da quota das mulheres. Serão analisadas situações em que ocorreram

variações na quota e perceber qual foi a reação dos mercados financeiros após este acontecimento, a fim de concluir se é ou não um mercado eficiente.

4. Dados e Metodologia

De seguida serão explanados os dados utilizados na análise, de que forma foram obtidos e trabalhados, e ainda a metodologia adotada.

4.1 Dados

Nos termos da alínea a) do Art. 3º do Regulamento da CMVM nº5/2008, “emitentes de ações ou de outros valores mobiliários que confirmam direito à sua subscrição ou aquisição” devem divulgar a composição dos seus órgãos sociais. Assim, recorrendo ao Sistema de Difusão de Informação da CMVM, procedeu-se ao levantamento dos comunicados da categoria “Titulares de órgãos sociais e funções” entre o ano de 2014 e a data da nossa análise (15 de julho de 2021) relativos às empresas cotadas do PSI-20 (anexo 1). Iniciou-se a amostra no ano de 2014 a fim de obter uma parcela relevante antes da aplicação da lei da paridade.

Através dos 93 comunicados, foi reunida a informação da composição do Conselho de Administração das 18 empresas, em termos de género, e foi feito o cálculo da quota das mulheres neste órgão social, tal como está apresentado no anexo 2.

No entanto, verificou-se que nem todas as empresas comunicam a totalidade das modificações dos seus órgãos sociais. Por conseguinte, optou-se por excluir a empresa PHAROL, SGPS, S.A. da amostra, em virtude dos seus comunicados não contemplarem algumas das alterações e, por isto, não apresentarem a fiabilidade requerida.

Adicionalmente foi também excluída da amostra a empresa EDP- Energias de Portugal, S.A., uma vez que os seus comunicados não apresentavam a informação necessária ao cálculo da quota das mulheres.

Sendo assim, a amostra final ficou constituída por 16 empresas e um total de 69 comunicados.

Após o levantamento dos comunicados foi efetuada a recolha das cotações de fecho para as empresas em estudo, desde 1 de janeiro de 2013 até 31 julho de 2021, através da base de dados *Datastream*. Foi ainda feita a recolha do índice do mercado acionista Português, para o mesmo período, tendo em conta que, para calcular a rendibilidade anormal foi escolhido o modelo de mercado.

4.2. Metodologia de análise

Como forma de analisar a eficiência dos mercados, foi escolhida a metodologia do estudo de eventos (*Event Study methodology*). Este método é um dos mais utilizados para avaliar o impacto de um evento no valor da empresa. O objetivo, como já foi supra mencionado, é analisar o comportamento do preço das ações em torno do anúncio de uma alteração das quotas das mulheres no conselho de administração.

Este modelo tem como base a EMH de Fama (1970), em que, como já referimos anteriormente, analisa se os investidores incorporam no preço das ações toda a informação pública divulgada no mercado.

Para a aplicação desta metodologia é importante definir alguns parâmetros.

Primeiramente, o acontecimento em análise: a divulgação da alteração dos órgãos sociais das empresas cotadas no PSI-20, através do sistema de difusão da CMVM. Consideramos como dia 0, vulgo data do acontecimento, a data em que o comunicado fica disponível no referido sistema.

No que se refere à janela de observação (*event window*), ou seja, o período em que se vai observar a alteração do preço das ações, foi definido um período de cinco dias antes do acontecimento e cinco dias após, isto é, foi adotado um período de 11 dias, a fim de identificar prováveis rendibilidades anormais. Com este intervalo de tempo, queremos garantir, não só o período de tempo necessário para a obtenção de informação, mas também impedir que ocorram outros eventos que possam influenciar o resultado. Também Seiler (2000) e Kuipers, *et al.* (2002) utilizaram o mesmo período.

Assim sendo, foi feito o cálculo da rendibilidade anormal (*Abnormal Return, AR*), determinada pela diferença entre o retorno real e o retorno esperado durante a janela de observação definida. Deste modo, para a empresa i durante a janela do evento $[t_1; t_2]$ em torno da data em que o comunicado fica disponível, $t=0$, quando o mesmo ocorre num dia útil. Caso a comunicação fique disponível ao fim-de-semana consideramos $t=0$ a segunda-feira seguinte. O AR é calculado da seguinte forma:

(1)

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - E(R_{i,t})$$

Onde $R_{i,t}$ e $E(R_{i,t})$ representam, respetivamente, o retorno real observado e o retorno esperado para a ação da empresa i no dia t .

A rendibilidade esperada [$E(R_{i,t})$] é estimada através do modelo de mercado, segundo o qual o retorno esperado é calculado com base numa regressão linear entre a rendibilidade do título e a rendibilidade de mercado. Para o título i , o modelo define que:

(2)

$$E(R_{i,t}) = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i \times R_{m,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Em que, $\hat{\alpha}_i$ e $\hat{\beta}_i$ são estimadores dos parâmetros do modelo de regressão OLS (*Ordinary Least Square*) para o título da empresa i . $R_{m,t}$ o retorno dos preços do mercado no dia t e $\varepsilon_{i,t}$ uma variável aleatória residual como valor esperado igual a zero e variância $\sigma_{\varepsilon_i}^2$.

Posto isto, o AR é calculado segundo a equação infra:

(3)

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - \hat{\alpha}_i - \hat{\beta}_i \times R_{m,t}$$

Para o cálculo do $R_{i,t}$ serão utilizadas rendibilidades calculadas a partir de preços ajustados:

(4)

$$R_{i,t} = \ln \frac{P_{i,t} + D_{i,t}}{P_{i,t-1}}$$

Sendo, $P_{i,t}$ e $D_{i,t}$, respetivamente, o preço da ação e o dividendo da empresa i no período t .

4.2.1. Teste à Rendibilidade Anormal Média

Previamente, é importante notar que se assume o pressuposto de que a rendibilidade anormal segue uma distribuição normal de média igual a zero e variância $\sigma_{\varepsilon_i}^2$. Pelo que, conforme a hipótese nula, onde o acontecimento em estudo não tem impacto nas rendibilidades, as características desta distribuição normal permitem compreender os resultados ao longo da janela do evento.

Recuperemos a equação que nos permite calcular a rendibilidade anormal:

(3)

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - \hat{\alpha}_i - \hat{\beta}_i \times R_{m,t}$$

A fim de estimar os parâmetros α_i e β_i recorreu-se a uma regressão OLS, onde se aplicou 252 observações do preço de fecho das ações, efetuadas antes da janela temporal definida, em outras palavras, utilizou-se a janela [-257;-6], tal como Kolaric & Schiereck (2016).

Com o objetivo de agregar os valores no decurso do tempo, recorreu-se ao conceito de rendibilidade anormal acumulada (*Cumulative Abnormal Return*, CAR). Para a ação da empresa i ao longo da janela de observação definida, temos a equação seguinte:

(5)

$$CAR_{i_{[t_1:t_2]}} = \sum_{t=t_1}^{t=t_2} AR_{i,t}$$

Esta variável segue também uma distribuição normal de média igual a zero e variância $(t_2 - t_1 + 1)\sigma_{\varepsilon_i}^2$.

De outra forma, a fim de agregar as rendibilidades anormais por empresa, surge a definição de valor médio da rendibilidade anormal (*Average Abnormal Return*, AAR). Sendo N o número de acontecimentos e assumindo que não há sobreposição nas janelas de observação das ações da amostra, temos que:

(6)

$$AAR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{i,t}$$

A AAR pode ainda ser agregada por toda a extensão da janela de observação, obtendo-se o valor acumulado ao longo deste período. Temos assim a rendibilidade anormal acumulada média (*Cumulative Average Abnormal Return*, CAAR), o que permite analisar a média dos retornos verificados para as empresas:

(7)

$$CAAR_{[t_1;t_2]} = \sum_{t=t_1}^{t=t_2} AAR_t$$

O mercado é visto como eficiente na forma semi-forte se for possível inferir que o ajustamento ocorre imediatamente no dia da comunicação, não se verificando rendibilidades excessivas nos próximos dias.

Com intuito de testar a hipótese da rendibilidade anormal média ser nula, H_0 , podemos utilizar o seguinte teste estatístico, tal como Brown e Warner (1985):

(8)

$$t_{AAR} = \frac{AAR_t}{S_{AAR_t}}$$

Trata-se do rácio entre a rendibilidade anormal média, AAR_t , e, S_{AAR_t} , a estimativa do desvio padrão dos retornos anormais σ_{AAR_t} . Este rácio segue uma distribuição *t-student*.

Os testes paramétricos baseiam-se no pressuposto que AAR_t e $CAAR_t$ são independentes, identicamente distribuídos e seguem uma distribuição normal. No caso de estarmos perante uma amostra de grande dimensão e, segundo o teorema do limite central, esta estatística de teste assume uma distribuição normal.

Podemos ainda testar H_0 recorrendo à variável CAAR, ($CAAR=0$), por meio da seguinte estatística de teste:

(9)

$$t_{CAAR} = \sqrt{N} \frac{CAAR_t}{S_{CAAR_t}}$$

Sendo $S_{CAAR}^2 = \frac{1}{N-1} \sum_{i=1}^N (CAR_i - CAAR)^2$.

4.2.2. Teste à Rendibilidade Anormal Média – Boas e Más Notícias

A fim de compreender qual o comportamento da rendibilidade conforme se tratasse de um aumento da quota ou de uma diminuição da mesma, efetuámos a seguinte classificação dos acontecimentos:

- Se no dia 0 ocorreu um aumento da quota, classificámos o acontecimento como uma “Boa Notícia”;

- Se no dia 0 ocorreu uma diminuição ou manutenção da quota, classificámos o acontecimento como uma “Má Notícia”.

Pode encontrar-se o detalhe desta classificação no anexo 2.

É ainda importante deixar nota que na sequência das leis e recomendações sobre as quotas do género, assumimos que um aumento da quota vai de encontro à tendência de aumento das mulheres nos órgãos sociais, classificando este acontecimento como uma boa notícia. . Foram repetidos os testes apresentados no ponto anterior (4.2.1) para estes dois conjuntos de acontecimentos.

4.2.3. Teste à Rendibilidade Anormal Média – Comunicados após aplicação da Lei da Paridade

Com o intuito de complementar os resultados já obtidos foi feita uma nova divisão da amostra, em que se excluiu todos os comunicados anteriores ao ano de 2018. Este critério está relacionado com a data de aplicação da Lei da Paridade já abordada anteriormente. Foram, uma vez mais, repetidos os testes apresentados no ponto anterior (4.2.1) para este subconjunto de acontecimentos.

5. Resultados

Nesta secção serão expostos, os resultados respeitantes ao *event study*, nomeadamente os resultados das equações (6) e (7), apresentadas anteriormente, e ainda os resultados dos testes estatísticos descritos na secção 4.2.

Numa primeira fase, iremos apresentar os resultados como um todo, englobando todos os comunicados de todas as empresas, posteriormente, iremos apresentar os resultados consoante se trate de uma boa ou má notícia como definido anteriormente e por último os resultados do subconjunto da amostra com data posterior a 2017.

5.1. Resultados do Teste à Rendibilidade Anormal

Na figura 2 é visível a existência de uma rendibilidade anormal média no dia 0 e 1 da janela de observação, sendo que, esta é mais elevada no dia do acontecimento:

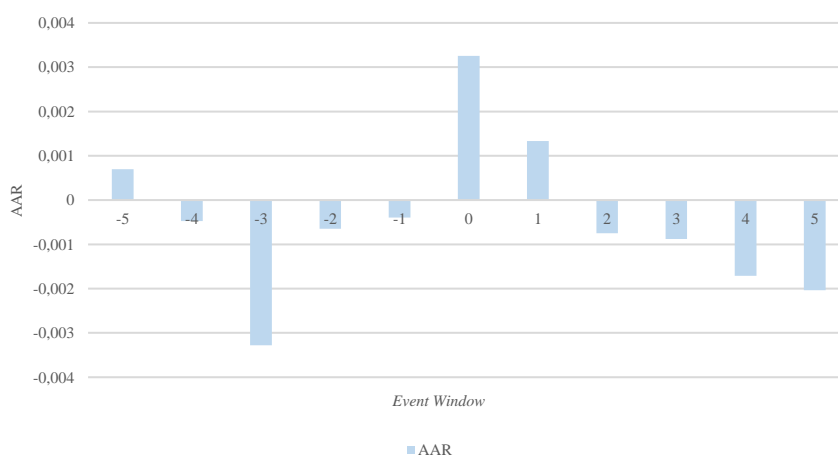


Figura 2 - Resultados AAR

No dia -5 é também possível verificar uma rendibilidade anormal média positiva, porém com um valor muito baixo. Após o acontecimento observa-se uma subida da rendibilidade anormal média, seguida de um declínio nos dias seguintes, apesar de apresentar um valor superior a zero no dia que sucede a data do comunicado.

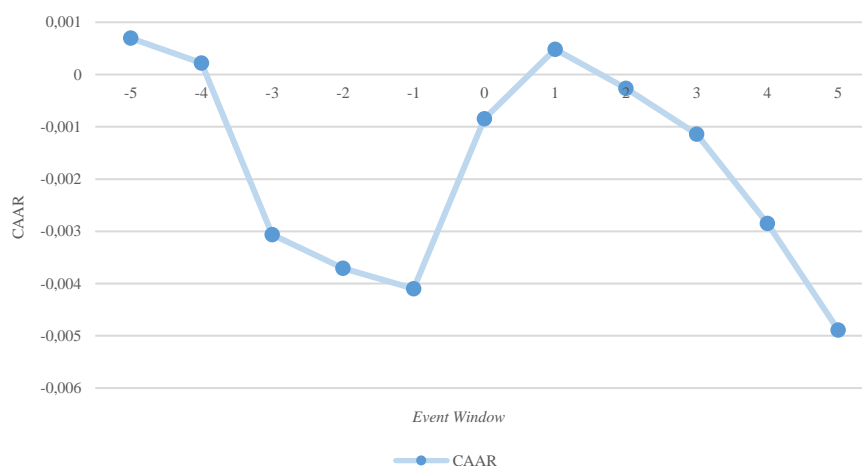


Figura 3 - Resultados CAAR

Olhando agora para os valores da rendibilidade anormal média acumulada verifica-se também uma subida mais acentuada entre o dia que antecede o dia 0 e o dia 0. Existem retornos anormais positivos no dia seguinte ao acontecimento sendo completamente eliminados no dia 2.

De outro modo, podemos conferir estas conclusões analisando a Tabela I onde são apresentados os resultados dos testes estatísticos acima mencionados.

TABELA I

Resultados AAR e CAAR

Dias	AAR*	t_{AAR}	CAAR*	t_{CAAR}
-5	0,0696	0,0509	0,0696	0,0509
-4	-0,0477	-0,0191	0,0219	0,0074
-3	-0,3279	-0,1915	-0,3060	-0,0807
-2	-0,0646	-0,0475	-0,3707	-0,0947
-1	-0,0394	-0,0242	-0,4101	-0,1031
0	0,3256	0,1765	-0,0845	-0,0189
1	0,1331	0,0794	0,0486	0,0113
2	-0,0751	-0,0479	-0,0265	-0,0054
3	-0,0876	-0,0665	-0,1141	-0,0222
4	-0,1708	-0,1470	-0,2849	-0,0539
5	-0,2037	-0,1188	-0,4885	-0,0866

*Valores apresentados em percentagem

No dia do acontecimento, há uma notável subida da rendibilidade anormal média, observando-se um valor de 0,32% o que resulta num valor de 0.18 para o teste estatístico. Apesar disto, com um nível de significância de 5%, não se rejeita a hipótese nula, não se identificando deste modo qualquer rendibilidade anormal.

5.2. Resultados do Teste à Rendibilidade Anormal – Boas e Más Notícias

Uma vez que os resultados obtidos no teste anterior não revelaram a existência de rendibilidades anormais durante a janela de observação, efetuámos os mesmos testes para dois grupos de acontecimentos, as “boas e más notícias”.

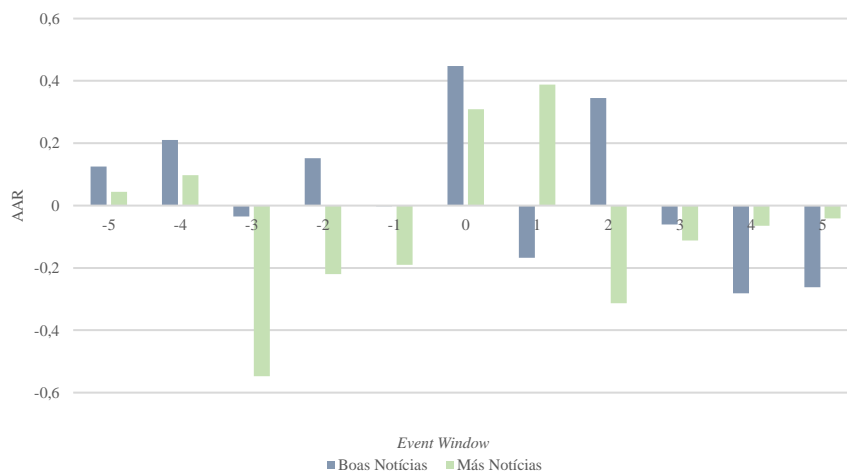


Figura 4 - Resultados AAR: Boas e Más Notícias



Figura 5 - Resultados CAAR: Boas e Más Notícias

Graficamente é possível verificar, não só nas “boas” como nas “más” notícias uma reação do mercado no dia 0. No caso das “boas” volta a verificar-se uma rendibilidade anormal no segundo dia após o comunicado, o que poderá querer dizer que o mercado não foi eficiente ou ainda que ocorreu outro acontecimento no mercado que provocou esta rendibilidade anormal. Por outro lado, para as “más” notícias verifica-se uma continuação

da rendibilidade anormal mais elevada no dia seguinte ao acontecimento e uma quebra nos restantes dias da janela de observação.

Tendo tudo isto em conta, poderá concluir-se que o facto de existir uma redução da quota das mulheres no Conselho de Administração não aparenta ter um efeito negativo em termos de rendibilidade, uma vez que, tanto as rendibilidades das “boas” como das “más” notícias são ambas positivas no dia do acontecimento.

Porém, os resultados dos testes estatísticos abaixo apresentados provam uma vez mais que, ao nível de confiança de 5%, a rendibilidade anormal não é estatisticamente significativa:

Tabela II

Resultados AAR: Boas e Más Notícias

Dias	“Boas Notícias”		“Más Notícias”	
	AAR*	t_{AAR}	AAR*	t_{AAR}
-5	0,1255	0,0846	0,0437	0,0337
-4	0,2102	0,0900	0,0980	0,0637
-3	-0,0350	-0,0182	-0,5472	-0,3580
-2	0,1516	0,1117	-0,2199	-0,1607
-1	-0,0017	-0,0011	-0,1897	-0,1170
0	0,4477	0,2087	0,3090	0,1930
1	-0,1673	-0,1173	0,3886	0,2127
2	0,3453	0,2391	-0,3129	-0,1956
3	-0,0611	-0,0444	-0,1118	-0,0885
4	-0,2814	-0,2643	-0,0642	-0,0516
5	-0,2617	-0,1635	-0,0409	-0,0236

*Valores apresentados em percentagem

Tabela III

Resultados CAAR: Boas e Más Notícias

Dias	“Boas Notícias”		“Más Notícias”	
	CAAR*	t_{CAAR}	CAAR*	t_{CAAR}
-5	0,1179	0,0795	0,0437	0,0337
-4	0,3146	0,1130	0,1417	0,0694
-3	0,2558	0,0623	-0,4055	-0,1562
-2	0,4113	0,0990	-0,6254	-0,2157
-1	0,3643	0,0865	-0,8151	-0,2405
0	0,7678	0,1652	-0,5060	-0,1311
1	0,6052	0,1336	-0,1174	-0,0318
2	0,8814	0,1551	-0,4303	-0,1193
3	0,7689	0,1290	-0,5422	-0,1447
4	0,4545	0,0761	-0,606	-0,1464
5	0,2327	0,0382	-0,6474	-0,1433

*Valores apresentados em percentagem

Assim sendo, há evidência de que este tipo de acontecimentos, tanto aqueles que foram classificados como “boas notícias” como os que foram classificados como “más notícias”, não causam reações estatisticamente significativas nos mercados. Por outras palavras, estes comunicados não têm impacto nas rendibilidades dos títulos.

5.2. Resultados do Teste à Rendibilidade Anormal – Comunicados após a aplicação da Lei da Paridade

Na figura 6 e 7 está apresentada, respetivamente, a evolução da rendibilidade anormal média e da rendibilidade anormal média acumulada ao longo da janela de observação.

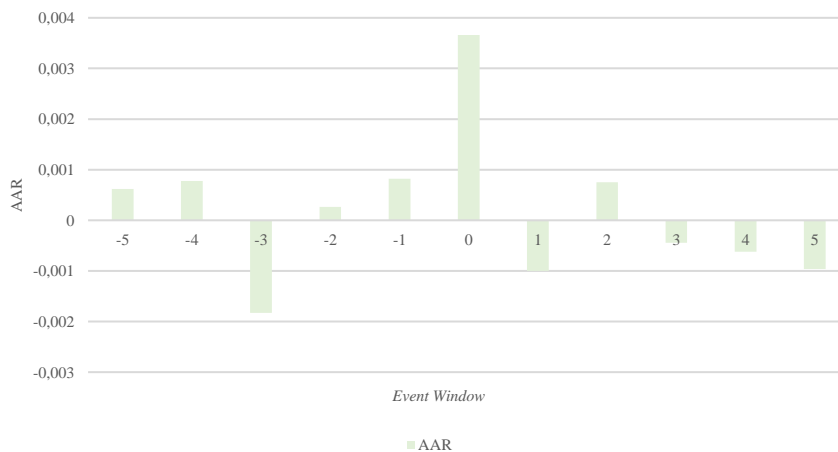


Figura 6 – Resultados AAR: Comunicados após aplicação da Lei da Paridade

É possível observar que a rendibilidade anormal não apresenta uma tendência, não só nos dias antes do acontecimento, mas também nos 5 dias seguintes. Porém, no dia 0, é notória a subida da rendibilidade anormal média.



Figura 7 - Resultados CAAR: Comunicados após aplicação da Lei da Paridade

No que toca aos valores da rendibilidade anormal média acumulada, é facilmente verificada uma subida acentuada no dia antes do acontecimento, tendo de imediato uma quebra no dia seguinte e um decréscimo nos 3 últimos dias observados.

Os testes estatísticos, onde é possível confirmar estes resultados, estão apresentados na tabela seguinte:

TABELA IV

Resultados AAR e CAAR: Comunicados após aplicação da Lei da Paridade

Dias	AAR*	t_{AAR}	CAAR*	t_{CAAR}
-5	0,0616	0,0360	0,0616	0,0360
-4	0,0776	0,0341	0,1392	0,0485
-3	-0,1828	-0,0990	-0,0436	-0,0110
-2	0,0265	0,0197	-0,0172	-0,0041
-1	0,0822	0,0599	0,0651	0,0156
0	0,3663	0,1650	0,4314	0,0927
1	-0,0999	-0,0695	0,3315	0,0776
2	0,0753	0,0462	0,4069	0,0762
3	-0,0445	-0,0338	0,3623	0,0634
4	-0,0619	-0,0510	0,3004	0,0526
5	-0,0960	-0,0491	0,2044	0,0351

*Valores apresentados em percentagem

No dia do comunicado verifica-se uma AAR de, aproximadamente, 0,37%, originando um valor de 0,16 para o teste-t. Por conseguinte, a um nível de significância de 5%, este também não é um valor significativo.

Deste modo, é possível deduzir que a rendibilidade anormal média é nula em toda a janela de observação.

Em suma, uma vez que todos os resultados dos testes estatísticos não são estatisticamente significativos, isto é, nunca é rejeitada a hipótese nula, não é possível concluir se o mercado é ou não eficiente perante este tipo de acontecimento. Podemos apenas inferir que estas alterações não são relevantes para o mercado, uma vez que, não causam rendibilidades anormais significativas.

6. Conclusão

Embora haja bastantes estudos realizados no âmbito da heterogeneidade de género nos Órgãos Sociais das empresas, os resultados não são consensuais (Post & Byron, 2015). Como verificado anteriormente, na literatura existem autores que defendem que é uma mais valia para as empresas, outros que concluem que traz um impacto negativo, e há ainda quem indique que a diversidade de género não tem qualquer impacto. Não só no nosso país, mas também em toda a União Europeia, a proporção de indivíduos do sexo feminino nos órgãos de Administração das empresas cotadas tem vindo a aumentar. Este resultado pode dever-se ao empenho dos órgãos europeus na promoção da igualdade e à implementação das leis de quotização.

Por isso, com esta dissertação pretendeu-se trazer novos resultados quanto à reação do mercado perante a divulgação desta diversidade de género nos Conselhos de Administração, e se a mesma é incorporada de uma forma eficiente no preço dos títulos. Além disso, foi também tido em consideração a aplicação da Lei 62/2017 relativa à quotização e quais os seus efeitos.

Atentando uma amostra das empresas constituintes da Bolsa de Lisboa, para o período de 2014 até julho do presente ano, foi aplicada a metodologia tradicional dos estudos de acontecimentos. Definiu-se a rendibilidade anormal como apresentado na equação (3) e estimou-se a rendibilidade esperada através do modelo de mercado. De seguida, foi feito o cálculo da rendibilidade anormal média e da rendibilidade anormal média acumulada, ao longo da janela de observação definida.

Os resultados obtidos evidenciam a existência de uma rendibilidade anormal em volta do dia 0, porém esta não é estatisticamente significativa. Após a classificação dos comunicados em “boas e más notícias” verifica-se que uma “má notícia”, vulgo, uma redução da quota das mulheres no Conselho de Administração, não traz efeitos negativos ao nível da rendibilidade uma vez que em ambos os conjuntos de notícias existem rendibilidades positivas. No que diz respeito às alterações da quota posteriores ao ano de 2017, no dia 0 foi atingida a rendibilidade anormal média mais elevada, cerca de 1%, sendo que nos restantes dias também se verificou uma rendibilidade anormal positiva. Isto poderá dever-se ao facto de, por norma, a divulgação do comunicado é realizada fora das horas de funcionamento de bolsa, sendo o preço ajustado antes do dia 0.

Tendo tudo isto em conta, pode concluir -se que este tipo de comunicados não é um acontecimento “relevante” para o mercado. Por outro lado, também não existe evidência de que o papel das mulheres cause um impacto negativo na rentabilidade dos títulos, resultado consistente com a evidência empírica do autor Rovers (2011) ou ainda de Terjesen et al. (2016).

Contudo, estas inferências devem ser observadas com alguma reserva, dado que, os resultados acima descritos estão dependentes da eficácia do modelo de mercado. Este modelo assume alguns pressupostos, nomeadamente o pressuposto da normalidade e da homoscedasticidade dos resíduos e estes nem sempre se verificam. Assim sendo, numa análise futura seria relevante considerar a questão da volatilidade, recorrendo, por exemplo, a testes não paramétricos.

Há ainda uma outra limitação a considerar, há a possibilidade de nem todas as alterações dos Órgãos Sociais sejam comunicadas à CMVM, afetando, por isso, o cálculo da quota das mulheres. Desta forma, futuramente poderia ser feita esta análise tendo em conta a composição dos Órgãos descrita nos Relatórios e Contas emitidos pelas entidades.

Por último, como sugestão para futuras análises, considera-se que seria interessante reproduzir este estudo num outro mercado, por exemplo um dentro da Europa e um outro fora deste continente, e comparar os resultados obtidos. Adicionalmente, poderá também ser interessante analisar se a desigualdade de géneros em hierarquias inferiores ao Conselho de Administração tem impacto no desenvolvimento e nos resultados das empresas.

Referências Bibliográficas

Acker, J. (1990). Hierarchies, jobs, bodies: a theory of gendered organizations. *Gender & Society*, 4 (2), 139-158.

Ahmadi, A. & Nakaa, N. & Bouri, A. (2018). Chief Executive Officer attributes, board structures, gender diversity and firm performance among French CAC 40 listed firms. *Research in International Business and Finance*, 44, 218-226.

Bantel, K. A. & Jackson, S. E. (1989). Top Management and Innovations in Banking: Does the Composition of the Top Team Make a Difference? *Strategic Management Journal*, 10(S1), 107-124.

Bernardi, R. & Arnold, D. (1997). An Examination of Moral Development within Public Accounting by Gender, Staff Level, and Firm. *Contemporary Accounting Research*, 14(4), 653–668.

Binder, J. (1998), The Event Study Methodology Since 1969, *Review of Quantitative Finance and Accounting* 11, 111-137.

Boubaker, S., Dang, R. & Nguyen, D. K. (2014). Does Board Gender Diversity Improve the Performance of French Listed Firms? *Gestion 2000*, 31(1), 259-269.

Brammer, S., Millington, A. & Pavelin, S. (2007). Gender and ethnic diversity among UK corporate boards. *Corporate Governance*, 15(2), 393-403.

Brown, Stephen J., e Warner Jerold B. (1985). Using Daily Stock Returns - The Case of Event Studies, *Journal of Financial Economics* 14, 3-31.

Byrnes, J., Miller, D. & Schafer, W. (1999). Gender differences in risk taking: A meta-analysis. *Psychological bulletin*, 125(3), 367–383.

Carter, D. A., Simkins, B. J., & Simpson, W. G. (2003). Corporate Governance, board diversity and firm value. *The Financial Review*, 38, 44-53.

Casaca, S. F., Guedes, M. J., Marques, S. R. & Paço, N. (2020). *WoBómetro*. Disponível em: https://womenonboards.pt/wp-content/uploads/2021/03/WoBometro-2018-2020_act.pdf [Acesso em: 2021/07/15]

Casaca, S. F., Guedes, M. J., Marques, S. R. & Paço, N. (2020). *Women on Boards*. Disponível em: <https://womenonboards.pt> [Acesso em: 2021/07/15]

Casaca, S.F., & Lortie J. (2017). *Handbook on Gender and Organizational Change*. Turim, Internacional Training Centre of the International Labour Organization (ITCILO).

Coelho, L. & Ferreira, V. (2018). Segregação Sexual do emprego em Portugal no ultimo quarto de século – Agravamento ou abrandamento?. *E-cadernos CES*, 29 | 2018, 77-98.

Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (2014). Sistema de difusão de informação [Base de dados], julho 2021. Lisboa: CMVM. Disponível em: https://web3.cmvm.pt/sdi/emitentes/info_priv.cfm

Comissão Europeia. (2012). Proposta de Diretiva do Parlamento Europeu e do Conselho relativa à melhoria do equilíbrio entre homens e mulheres no cargo de administrador não-executivo das empresas cotadas em bolsa e a outras medidas conexas. Disponível em: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52012PC0614&from=EN>

Comissão Europeia. (2018). *2018 Report on equality between women and men in the EU*. Disponível em: <https://doi.org/10.2838/21655>

Conde-Ruiz, I., & Hoya, C. (2015). «Gender (in)Equality Act» and large Spanish Corporations. *Fedea Policy Papers*, 2015-03, 1–35.

Connell, R. (2006), Glass ceilings or gendered institutions? Mapping the gender regimes of public sector worksites. *Public Administration Review*, 66, 792-960.

Dammrich, J., & Blossfeld H. (2017). Women’s disadvantage in holding supervisory positions: variations among European countries and the role of horizontal gender segregation. *Acta Sociologica*, 60 (3), 262-282.

Duque, J. & Pinto, I. (2011). Event Studies Methodology. In: Moutinho, L. and Hutcheson, G., (Eds.) *The SAGE Dictionary of Quantitative Management Research*, London: SAGE, 103-105.

Fama, E. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383-417.

Fama, Eugene F., Lawrence F., Jensen Michael C., & Roll R. (1969), The Adjustment of Stock Prices to New Information, *International Economic Review* 10,1-21.

Francis, B., Hasan, I., Park, J. C., & Wu, Q. (2015). Gender differences in financial reporting decision making: Evidence from accounting conservatism. *Contemporary Accounting Research*, 32(3), 1285-1318.

Gregorič, A., Oxelheim, L., Randøy, T., & Thomsen, S. (2017). Resistance to Change in the Corporate Elite: Female Directors' Appointments onto Nordic Boards. *Journal of Business Ethics*, 141(2), 267–287.

Heminway, J. (2007). Sex, trust, and corporate boards. *Hastings Women's Law Journal*, 18, 173–193.

Jensen, M. (1978). Some Anomalous Evidence Regarding Market Efficiency. *Journal of Financial Economics*, 6, 95-102.

Khan, W. & Vieito, J. (2013). CEO gender and firm performance. *Journal of Economics and Business*, 67, 55-66.

Kirsch, A. (2018). The gender composition of corporate boards: A review and research agenda. *The Leadership Quarterly*, 29(2), 346-364.

Kolaric, S. & Schiereck, D. (2016). Are stock markets efficient in the face of fear? Evidence from the terrorist attacks in Paris and Brussels. *Finance Research Letters*, 18, 306-310.

Kuipers, David R., Darius M. & Ajay P., (2002). Shareholder Wealth Effect in the Cross Border Market for Corporate Control, *Wake Forest University working paper*.

Lau, D. C. & Murnighan, J. K. (1998). Demographic Diversity and Faultlines: The Compositional Dynamics of Organizational Groups. *The Academy of Management Review*, 23(2), 325-340.

Lei nº 62/2017 de 1 de agosto. *Diário da República nº147/2017, Série I*. Assembleia da República. Lisboa.

LeRoy, S. & Porter, R. (1981). The Present-Value Relation: Tests Based on Implied Variance Bounds. *Econometrica*, 49(3), 555-574

Longarela, I. R. (2017). Explaining vertical gender segregation: a research agenda. *Work, Employment and Society*, 31(5), 861-871.

Murray, A. I. (1989). Top Management Group Heterogeneity and Firm Performance. *Strategic Management Journal*, 10(S1), 125-141.

Nielsen, S., & Huse, M. (2010). The contribution of women on boards of directors: Going beyond the surface. *Corporate governance: An international review*, 18(2), 136-148.

Parlamento Europeu. (2018). O Princípio da Subsidiariedade. Disponível em: http://www.europarl.europa.eu/ftu/pdf/pt/FTU_1.2.2.pdf

Pinto, I. (2003). O impacto da divulgação dos factos relevantes no mercado de capitais português. Dissertação de Mestrado. Instituto Superior de Ciências do Trabalho e Empresa

Post, C. & Byron, K. (2015). Women on Boards and Firm Financial Performance: A Meta-Analysis. *The Academy of Management Journal*, 58(5), 1546-1571.

Reguera-Alvarado, N., de Fuentes, P., & Laffarga, J. (2017). Does Board Gender Diversity Influence Financial Performance? Evidence from Spain. *Journal of Business Ethics*, 141(2), 337–350.

Rovers, M. L. (2011). *Women on boards and firm performance*. Disponível em: <https://link.springer.com/content/pdf/10.1007/s10997-011-9186-1.pdf> [Acesso em: 2021/07/17]

Seierstad, C., Gabaldon, P., & Mensi-Klarbach, H. (2017). *Gender Diversity in the Boardroom Volume 1: The Use of Different Quota Regulations*. 1^a Ed., Springer International Publishing AG. Gewerbestrasse.

Seiler, Michael J. (2000), The Efficacy of Event-Study Methodologies: Measuring EREIT Abnormal Performance under Conditions of Induced Variance, *Journal of Financial and Strategic Decisions* 13, 101-12.

Shehata, N., Salhin, A., & El-Helaly, M. (2017). Board diversity and firm performance: evidence from the UK SMEs. *Applied Economics*, 49(48), 4817-4832.

Shiller, R. J. (1981). The Use of Volatility Measures in Assessing Market Efficiency. *The Journal of Finance*, 36(2), 291-304.

Singh, A. K., Singhanian, S., & Sardana, V. (2019). Do Women on Boards affect Firm's Financial Performance? Evidence from Indian IPO Firms. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 13(2), 53–68.

Smith, N., Smith, V. & Verner, M. (2006). Do women in top management affect firm performance? A panel study of 2500 Danish firms. *International Journal of Productivity and Performance Management*, 55(7), 569-593.

Strøm, R. Ø. (2015). Gender discrimination before mandated quotas? Evidence from Norway: 1989-2002. *Scandinavian Journal of Management*, 31(3), 303–315.

Tajfel, H. & Turner, J. (2004). The Social Identity Theory of Intergroup Behavior: Key Readings. In: Worchel, S. and Austin, W.G., (Eds.) *Psychology of Intergroup Relation*, Chicago: Hall Publishers, 7-24.

Teigen, M. (2012). Firms, Boards and Gender Quotas: Comparative Perspectives (Vol. 29). Chapter 4 - *Gender Quotas on Corporate Boards: On the Diffusion of a Distinct National Policy Reform*. Emerald Group Publishing Limited. Bingley.

Terjesen, 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.

Torres, A., Campos, P., Costa, D., Coelho B., & Maciel D. (2018), *Igualdade de Género ao Longo da Vida* (resumo do estudo), Lisboa, FFMS.

Williams, K. & O'Reilly, C. (1998). Demography and Diversity in Organizations: A Review of 40 Years of Research. *Research in Organizational Behavior*, 20, 77-140.

Anexos**Anexo 1** – Empresas elegíveis para a amostra

Empresas PSI-20 (15/07/2021)	Não consta da amostra final
Altri, SGPS, S.A.	
Banco Comercial Português, S.A.	
Corticeira Amorim – SGPS, S.A.	
CTT- Correios de Portugal, S.A.	
EDP- Energias de Portugal, S.A.	×
EDP- Renováveis S.A.	
Galp Energia, SGPS, S.A.	
Ibersol, SGPS, S.A.	
Jerónimo Martins, SGPS, S.A.	
Mota-Engil, SGPS, S.A.	
NOS SGPS, S.A.	
Novabase, SGPS, S.A.	
PHAROL, SGPS, S.A.	×
REN, SGPS, S.A.	
Ramada Investimentos e Indústria, S.A.	
Semapa, SGPS, S.A.	
Sonae - SGPS, S.A.	
The Navigator Company, S.A.	

Anexo 2 – Detalhe dos comunicados e respetiva quota de mulheres**Tabela I – Alterações nos Órgãos Sociais da Altri, SGPS, S.A.**

	Data do Comunicado	Género	Quota
Altri, SGPS, S.A.	24 de abril de 2014 (quinta-feira)	Sexo feminino - 2 Sexo masculino -5	28,57%
	29 de setembro de 2015 (terça-feira)	Sexo feminino - 2 Sexo masculino -5	28,57%
	26 de abril de 2017 (quarta-feira)	Sexo feminino - 2 Sexo masculino -5	28,57%
	20 de maio de 2020 (quarta-feira)	Sexo feminino - 4 Sexo masculino - 8	33,33%

Tabela II – Alterações nos Órgãos Sociais do Banco Comercial Português, S.A.

	Data do Comunicado	Género	Quota
Banco Comercial Português, S.A.	19 de dezembro de 2016 (segunda-feira)	Sexo feminino - 3 Sexo masculino - 17	15,00%

Tabela III – Alterações nos Órgãos Sociais da Corticeira Amorim – SGPS, S.A.

Corticeira Amorim – SGPS, S.A.	Data do Comunicado	Género	Quota
	24 de março de 2014 (segunda-feira)	Sexo feminino - 2 Sexo masculino - 4	33,33%
	7 de abril de 2017 (sexta-feira)	Sexo feminino - 2 Sexo masculino - 4	33,33%
	26 de junho de 2020 (sexta-feira)	Sexo feminino - 2 Sexo masculino - 4	33,33%
	23 de abril de 2021 (sexta-feira)	Sexo feminino - 4 Sexo masculino - 6	40,00%

Tabela IV – Alterações nos Órgãos Sociais dos CTT- Correios de Portugal, S.A.

CTT – Correios de Portugal, S.A.	Data do Comunicado	Género	Quota
	20 de abril de 2017 (quinta-feira)	Sexo feminino - 4 Sexo masculino - 9	30,77%
	18 de abril de 2018 (quarta-feira)	Sexo feminino - 4 Sexo masculino - 10	28,57%
	23 de abril de 2019 (terça-feira)	Sexo feminino - 4 Sexo masculino - 11	26,67%
	10 de maio de 2019 (sexta-feira)	Sexo feminino - 4 Sexo masculino - 10	28,57%
	3 de setembro de 2019 (terça-feira)	Sexo feminino - 3 Sexo masculino - 11	27,27%

Tabela V – Alterações nos Órgãos Sociais da EDP- Renováveis S.A.

EDP Renováveis S.A.	Data do Comunicado	Género	Quota
	6 de maio de 2015 (quarta-feira)	Sexo feminino - 1 Sexo masculino - 15	6,25%
	21 de abril de 2016 (quinta-feira)	Sexo feminino - 1 Sexo masculino - 16	5,88%
	26 de setembro de 2017 (terça-feira)	Sexo feminino - 1 Sexo masculino - 16	5,88%
	28 de setembro de 2018 (sexta-feira)	Sexo feminino - 2 Sexo masculino - 12	14,28%
27 de fevereiro de 2019 (quarta-feira)	Sexo feminino - 3 Sexo masculino - 12	20,00%	

Tabela VI – Alterações nos Órgãos Sociais da Galp Energia, SGPS, S.A.

Galp Energia, SGPS, S.A.	Data do Comunicado	Género	Quota
	23 de julho de 2014 (quarta-feira)	Sexo feminino - 1 Sexo masculino - 18	5,26%
	3 de outubro de 2014 (sexta-feira)	Sexo feminino - 2 Sexo masculino - 18	10,00%
	16 de abril de 2015 (quinta-feira)	Sexo feminino - 2 Sexo masculino - 17	10,53%
	14 de outubro de 2016 (sexta-feira)	Sexo feminino - 3 Sexo masculino - 16	15,79%
	12 de abril de 2019 (sexta-feira)	Sexo feminino - 5 Sexo masculino - 14	26,31%
	12 de janeiro de 2021 (terça-feira)	Sexo feminino - 5 Sexo masculino - 14	26,31%

Tabela VII – Alterações nos Órgãos Sociais da Ibersol, SGPS, S.A.

Ibersol, SGPS, S.A.	Data do Comunicado	Género	Quota
	26 de maio de 2017 (sexta-feira)	Sexo feminino - 0 Sexo masculino - 3	0%
	18 de junho de 2021 (sexta-feira)	Sexo feminino - 2 Sexo masculino - 3	40,00%

Tabela VIII – Alterações nos Órgãos Sociais da Jerónimo Martins, SGPS, S.A.

Jerónimo Martins, SGPS, S.A.	Data do Comunicado	Género	Quota
	9 de abril de 2015 (quinta-feira)	Sexo feminino - 1 Sexo masculino - 10	9,09%
	14 de abril de 2016 (quinta-feira)	Sexo feminino - 1 Sexo masculino - 8	11,11%
	11 de abril de 2019 (quinta-feira)	Sexo feminino - 3 Sexo masculino - 7	30,00%

Tabela IX – Alterações nos Órgãos Sociais da Mota-Engil, SGPS, S.A.

Mota-Engil SGPS, S.A.	Data do Comunicado	Género	Quota
	30 de abril de 2014 (quarta-feira)	Sexo feminino - 3 Sexo masculino - 13	18,75%
	11 de maio de 2018 (sexta-feira)	Sexo feminino - 5 Sexo masculino - 16	23,80%
	13 de fevereiro de 2020 (quinta-feira)	Sexo feminino - 5 Sexo masculino - 16	23,80%

Tabela X – Alterações nos Órgãos Sociais da NOS SGPS, S.A.

NOS, SGPS, S.A.	Data do Comunicado	Género	Quota
	31 de outubro de 2014 (sexta-feira)	Sexo feminino - 5 Sexo masculino - 13	27,78%
	3 de fevereiro de 2015 (terça-feira)	Sexo feminino - 5 Sexo masculino - 11	31,25%
	6 de junho de 2016 (segunda-feira)	Sexo feminino - 4 Sexo masculino - 12	25,00%
	29 de agosto de 2016 (segunda-feira)	Sexo feminino - 4 Sexo masculino - 11	26,67%
	7 de março de 2017 (terça-feira)	Sexo feminino - 4 Sexo masculino - 12	25,00%
	29 de junho de 2017 (quinta-feira)	Sexo feminino - 4 Sexo masculino - 13	23,53%
	23 de agosto de 2017 (quarta-feira)	Sexo feminino - 4 Sexo masculino - 12	25,00%
	23 de janeiro de 2020 (quinta-feira)	Sexo feminino - 3 Sexo masculino - 11	21,43%
	25 de março de 2020 (quarta-feira)	Sexo feminino - 5 Sexo masculino - 12	29,41%
	18 de dezembro de 2020 (sexta-feira)	Sexo feminino - 4 Sexo masculino - 12	25,00%
	8 de janeiro de 2021 (sexta-feira)	Sexo feminino - 4 Sexo masculino - 11	26,67%

	18 de janeiro de 2021 (segunda-feira)	Sexo feminino - 5 Sexo masculino - 12	29,41%
--	---------------------------------------	--	--------

Tabela XI – Alterações nos Órgãos Sociais da Novabase, SGPS, S.A.

Novabase, SGPS, S.A.	Data do Comunicado	Género	Quota
	10 de maio de 2018 (quinta-feira)	Sexo feminino - 2 Sexo masculino - 6	25,00%
	27 de setembro de 2019 (sexta-feira)	Sexo feminino - 2 Sexo masculino - 7	22,22%
	25 de maio de 2021 (terça-feira)	Sexo feminino - 3 Sexo masculino - 5	37,50%

Tabela XII – Alterações nos Órgãos Sociais da REN, SGPS, S.A.

REN, SGPS, S.A.	Data do Comunicado	Género	Quota
	23 de novembro de 2018 (sexta-feira)	Sexo feminino - 2 Sexo masculino - 10	16,67%

Tabela XIII – Alterações nos Órgãos Sociais da Ramada Investimentos e Indústria, S.A.

Ramada Investimentos e Indústria, S.A.	Data do Comunicado	Género	Quota
	24 de abril de 2014 (quinta-feira)	Sexo feminino - 1 Sexo masculino - 5	16,67%
	1 de abril de 2015 (quarta-feira)	Sexo feminino - 1 Sexo masculino - 4	20,00%
	26 de abril de 2017 (quarta-feira)	Sexo feminino - 1 Sexo masculino - 4	20,00%
	21 de maio de 2020 (quinta-feira)	Sexo feminino - 2 Sexo masculino - 4	33,33%

Tabela XIV – Alterações nos Órgãos Sociais da Semapa, SGPS, S.A.

Semapa, SGPS, S.A.	Data do Comunicado	Género	Quota
	3 de fevereiro de 2014 (segunda-feira)	Sexo feminino - 0 Sexo masculino - 8	0%
	23 de maio de 2014 (sexta-feira)	Sexo feminino - 0 Sexo masculino - 10	0%
	1 de julho de 2015 (quarta-feira)	Sexo feminino - 0 Sexo masculino - 10	0%
	3 de novembro de 2015 (terça-feira)	Sexo feminino - 0 Sexo masculino - 11	0%
	24 de maio de 2018 (quinta-feira)	Sexo feminino - 3 Sexo masculino - 11	21,43%
	31 de outubro de 2018 (quarta-feira)	Sexo feminino - 3 Sexo masculino - 11	21,43%
	3 de maio de 2019 (sexta-feira)	Sexo feminino - 3 Sexo masculino - 10	23,08%
	31 de janeiro de 2020 (sexta-feira)	Sexo feminino - 3 Sexo masculino - 9	25,00%
	31 de julho de 2020 (sexta-feira)	Sexo feminino - 3 Sexo masculino - 8	27,27%

Tabela XV – Alterações nos Órgãos Sociais da Sonae - SGPS, S.A

Sonae - SGPS, S.A.	Data do Comunicado	Género	Quota
	30 de abril de 2015 (quinta-feira)	Sexo feminino - 2 Sexo masculino - 5	28,57%
6 de junho de 2018 (quarta-feira)	Sexo feminino - 3 Sexo masculino - 5	37,50%	

Tabela XVI – Alterações nos Órgãos Sociais da The Navigator Company, S.A.

The Navigator Company, S.A.	Data do Comunicado	Género	Quota
	01 de julho de 2015 (quarta-feira)	Sexo feminino - 0 Sexo masculino - 12	0%
	31 de outubro de 2018 (quarta-feira)	Sexo feminino - 0 Sexo masculino - 13	0%
	3 de maio de 2019 (sexta-feira)	Sexo feminino - 3 Sexo masculino - 10	23,08%
	10 de dezembro de 2019 (terça-feira)	Sexo feminino - 3 Sexo masculino - 11	21,43%
	31 de janeiro de 2020 (sexta-feira)	Sexo feminino - 3 Sexo masculino - 11	21,43%