

Universidade Federal da Paraíba  
Centro de Ciências Sociais Aplicadas  
Programa de Pós-Graduação em Administração  
Curso de Mestrado Acadêmico em Administração

CAMILA DE ARAÚJO FERNANDES

**CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO, DIVERSIDADE DE GÊNERO E MONITORAMENTO**

João Pessoa

2021



CAMILA DE ARAÚJO FERNANDES

**CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO, DIVERSIDADE DE GÊNERO E MONITORAMENTO**

Dissertação apresentada como requisito parcial para obtenção de título de mestre em Administração no Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Federal da Paraíba.

Área de Concentração: Administração e Sociedade.

Orientador: Prof. Dr. Márcio André Veras Machado

João Pessoa  
2021

F363c Fernandes, Camila de Araújo.

Conselho de administração, diversidade de gênero e monitoramento / Camila de Araújo Fernandes. - João Pessoa, 2021.

120 f. : il.

Orientação: Márcio André Veras Machado.

Dissertação (Mestrado) - UFPB/CCSA.

1. Gênero - diversidade. 2. Administração - Conselho. 3. Remuneração - executivos. 4. Gerenciamento - resultados. 5. Turnover - CEO. I. Machado, Márcio André Veras. II. Título.

UFPB/BC

CDU 305(043)

CAMILA DE ARAÚJO FERNANDES

**CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO, DIVERSIDADE DE GÊNERO E MONITORAMENTO**

Dissertação apresentada como requisito parcial para obtenção do título de mestre em Administração do Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Federal da Paraíba.

Área de Concentração: Administração e Sociedade.

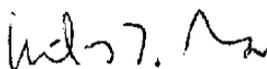
Dissertação aprovada em: 26 de fevereiro de 2021.

**BANCA EXAMINADORA**



---

Prof. Dr. Márcio André Veras Machado  
Orientador – PPGA/UFPB



---

Prof. Dr. Wilson Toshiro Nakamura  
Membro Externo – PPGA/UPM



---

Prof.<sup>ª</sup>. Dr.<sup>ª</sup>. Rosilene Marcon  
Membro Externo – PPGA/ UNIVALI

## AGRADECIMENTOS

A Deus, por tudo que tenho recebido Dele, por todas as bênçãos, toda a força para superar cada novo desafio e por colocar tantas pessoas maravilhosas em meu caminho.

Ao meu orientador, Prof. Dr. Márcio André Veras Machado, não apenas pela orientação, mas por acreditar em mim e me apoiar desde a graduação, sendo uma referência de conhecimento e comportamento ético não apenas em pesquisa, mas na vida.

Aos companheiros do Grupo de Pesquisa em Finanças e Contabilidade (GFIC) por me receberem de braços abertos, também desde a graduação, por me proporcionarem grande evolução teórico-metodológica a partir de ricas discussões coletivas ou individuais, sempre dispostos a compartilharem saberes e experiências, trazendo enormes contribuições.

Particularmente, a Lineker Passos, Leandro Wickboldt e Kléber Formiga, por todo o auxílio em diversas questões ao longo da minha jornada em pesquisa e por toda a paciência dedicada a mim.

Ao Prof. Dr. Francisco José da Costa e todo o corpo docente e técnico-administrativo do Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Federal da Paraíba (PPGA/UFPB), por também me apoiarem nesses momentos difíceis e por toda a dedicação destinada à formação dos discentes.

Aos amigos Pedro Igor Damasceno e Arlan Teodósio por dividirem comigo momentos felizes e momentos difíceis ao longo do mestrado, sendo pilares sem os quais eu não teria conseguido chegar até aqui.

À minha mãe, por sempre valorizar minha dedicação ao estudo e me incentivar a ir em busca dos meus objetivos de vida e não desistir, por mais árduos que sejam.

À minha prima Nathalia Ferraro e ao meu namorado Jociano Lins, por sempre estarem dispostos a ouvir durante horas e horas minhas frustrações e por todo o estímulo para manter o foco nessa pesquisa.

## RESUMO

Nos últimos anos, as mulheres vêm se inserindo cada vez mais em espaços tipicamente masculinos e, no cenário corporativo, uma série de esforços tem sido observados para promoção da diversidade de gênero dentro dos conselhos de administração. Surge, nesse contexto, o questionamento dos agentes de mercado quanto à atuação de mulheres como conselheiras, dados os papéis de controlar o uso de riquezas, assumir riscos, contratar, compensar e monitorar que são atribuídos. Assim, o objetivo desta pesquisa é investigar o impacto da diversidade de gênero na função de monitoramento realizada pelos conselhos de administração, observado a partir da remuneração dos executivos, qualidade das informações financeiras baseada na prática de gerenciamento de resultados e sensibilidade do *turnover* do CEO ao desempenho da firma. Para tanto, foram realizadas regressões de dados em painel com 1.287 observações de 199 empresas não financeiras listadas na B3 entre 2011 e 2018, optando-se pela estimação dos parâmetros dos modelos referentes à remuneração dos executivos e ao gerenciamento de resultados por GMM-SYS - *System Generalized Method of Moments*, dada a endogeneidade dos regressores, e regressão logística para a análise do *turnover* do CEO. Da análise constatou-se um percentual médio de 8,84% de mulheres nos conselhos, evidenciando sua baixa representatividade. Os resultados das estimações indicam que a diversidade de gênero no conselho, observada a partir do percentual de mulheres, tem efeito negativo sobre a remuneração total e sobre a remuneração variável dos executivos e a participação de pelo menos uma mulher no conselho tem efeito negativo sobre o gerenciamento de resultados. Apesar de não ter efeito direto sobre a probabilidade de *turnover* do CEO, as três *proxies* de diversidade de gênero utilizadas tiram o poder explicativo do ROA sobre essa probabilidade, ou seja, tem efeito sobre a sensibilidade do *turnover* do CEO ao desempenho da firma, de maneira condizente à expectativa adotada no estudo, de que outras informações quantitativas e qualitativas seriam consideradas no momento de decisão de substituição do CEO, além do desempenho. Entende-se, portanto, que a diversidade de gênero no conselho melhora a eficácia das três funções de monitoramento investigadas. Identificou-se, ainda, que o retorno do ativo e a presença de mulheres independentes no conselho influenciam positivamente a remuneração total e variável dos executivos e o *market-to-book* influencia positivamente a remuneração variável. A independência do conselho, o retorno anual das ações, o retorno sobre o ativo e o tamanho da firma têm efeito negativo sobre o gerenciamento de resultados, enquanto o *market-to-book* tem efeito positivo sobre a probabilidade de *turnover* do CEO. Dado o destaque atual para o monitoramento do conselho sobre a gestão, e a pouca evidência empírica sobre os efeitos da diversidade de gênero nos conselhos, espera-se que os resultados desta pesquisa possam contribuir para a ampliação do conhecimento sobre o tema, servindo de instrumento para o entendimento crítico das implicações de potenciais consequências da inserção de mulheres nesses cargos e definição de mecanismos de monitoramento mais eficazes.

**Palavras-chave:** Diversidade de gênero. Conselho de Administração. Remuneração dos executivos. Gerenciamento de resultados. Turnover do CEO.

## ABSTRACT

In recent years, women have been increasingly inserted in typically male spaces and, in the corporate scenario, a series of efforts have been observed to promote gender diversity within the boards of directors. In this context, the questioning of market agents about the role of women as advisers arises, given the roles of controlling the use of wealth, taking risks, contracting, compensating and monitoring that are attributed. Thus, this research aims to investigate the impact of gender diversity on the monitoring function performed by the boards of directors, observed from the executive remuneration, quality of financial information based on earnings management practice and sensitivity of the CEO's turnover to firm performance. For this purpose, I estimate panel data regressions with a sample of 158 non-financial companies listed on B3 between 2011 and 2018, opting for the estimation of the parameters of the models regarding to executive remuneration and earnings management by GMM-SYS - System Generalized Method of Moments, given the endogeneity of the regressors, and logistic regression for the CEO's turnover analysis. The data analysis showed an average percentage of 8.84% of women in the councils, showing their low representativeness. The results of the estimates indicate that gender diversity on the board, observed from the percentage of women, has a negative effect on the total and variable remuneration of executives and the participation of at least one woman on the board has a negative effect on earnings management. Although it has no direct effect on the CEO's turnover probability, the three gender diversity proxies I used take away the explanatory power of the ROA on this probability, that is, it has an effect on the CEO's turnover sensitivity to the firm's performance, in a way consistent with the expectation adopted in the study that other quantitative and qualitative information would be considered when deciding to replace the CEO in addition to performance. It can be conclude, therefore, that gender diversity on the board improves the effectiveness of the three monitoring functions investigated. I also identified that the return on assets and the presence of independent women on the board positively influence the total and variable remuneration of the executives and the market-to-book positively influences the variable remuneration. The independence of the board, the annual return on shares, the return on assets and the size of the firm have a negative effect on earnings management, whereas the market-to-book has a positive effect on the CEO's probability of turnover. Given the current emphasis on board monitoring, and little empirical evidence on the effects of gender diversity on boards, I hope the results of this research may expand the literature, serving as an instrument for a critical understanding of the implications of potential consequences of the women insertion in these positions, as well as more effective monitoring mechanisms.

**Keywords:** Gender diversity. Boardroom. Executive compensation. Earnings management. CEO turnover.

## LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Resumo das evidências empíricas sobre remuneração dos executivos e diversidade de gênero no conselho de administração .....	30
Quadro 2 - Resumo das evidências empíricas sobre gerenciamento de resultados e diversidade de gênero no conselho de administração .....	36
Quadro 3 - Variáveis de monitoramento do conselho de administração .....	45
Quadro 4 - Variáveis de diversidade de gênero a serem utilizadas no modelo de remuneração dos executivos.....	49
Quadro 5 - Variáveis de diversidade de gênero a serem utilizadas no modelo de gerenciamento de resultados.....	50
Quadro 6 - Variáveis de diversidade de gênero a serem utilizadas no modelo de turnover do CEO .....	51
Quadro 7 - Variáveis de controle sobre a remuneração dos executivos.....	54
Quadro 8 - Variáveis de controle sobre o gerenciamento de resultados .....	57
Quadro 9 - Variáveis de controle sobre o turnover do CEO .....	59
Quadro 10 – Quantidade de estudos identificados na revisão sistemática de literatura .....	115
Quadro 11 - Lista de periódicos e indexação .....	116

## LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Modelo de pesquisa .....	43
Figura 2 - Percentual de mulheres no conselho entre 2011 e 2018 .....	68

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Estatística descritiva das variáveis .....	66
Tabela 2 - Mulheres no conselho de administração .....	69
Tabela 3 - Mulheres no conselho de administração por setor .....	70
Tabela 4 - Matriz de correlação entre as variáveis .....	72
Tabela 5 - Estimções GMM-Sys para remuneração total dos executivos .....	74
Tabela 6 - Estimções GMM-Sys para remuneração total dos executivos com proxies de governança.....	77
Tabela 7 - Estimções GMM-Sys para remuneração variável dos executivos.....	80
Tabela 8- Estimções GMM-Sys para remuneração variável dos executivos com proxies de governança.....	83
Tabela 9 - Estimções GMM-Sys para remuneração dos executivos com intervalos percentuais de mulheres no conselho .....	85
Tabela 10 - Estimções GMM-Sys para gerenciamento de resultados .....	87
Tabela 11 - Estimções GMM-Sys para gerenciamento de resultados com inclusão de variáveis de governança.....	90
Tabela 12 - Estimções GMM-Sys para gerenciamento de resultados com intervalos percentuais de mulheres no conselho .....	92
Tabela 13 - Estimções logit para probabilidade de turnover do CEO .....	94
Tabela 14 - Estimções logit para probabilidade de turnover do CEO com intervalos percentuais de mulheres no conselho .....	96
Tabela 15 - Estimções logit para probabilidade de turnover do CEO com retorno das ações como medida de desempenho.....	98
Tabela 16 - Síntese de resultados .....	99
Tabela 17 - Teste de raiz unitária para dados em painel – Augmented Dickey-Fuller .....	119
Tabela 18 - Teste de endogeneidade dos regressores da Equação 3, variável dependente RT .....	120
Tabela 19 - Testes de endogeneidade dos regressores da Equação 3, variável dependente RV .....	120
Tabela 20 - Testes de endogeneidade dos regressores da Equação 4.....	120
Tabela 21 - VIF das variáveis da Equação 5 .....	121
Tabela 22 - VIF das variáveis da Equação 5, com intervalos percentuais .....	121

Tabela 23 - VIF das variáveis da Equação 5, com retorno das ações como medida de desempenho .....	121
---	-----

## SUMÁRIO

<b>1 INTRODUÇÃO</b>	13
1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO E PROBLEMA DE PESQUISA	13
1.2 OBJETIVOS	18
1.2.1 Objetivo geral	18
1.2.2 Objetivos específicos	19
1.3 JUSTIFICATIVA	19
1.4 ESTRUTURA DA DISSERTAÇÃO	21
<b>2 REVISÃO DE LITERATURA</b>	23
2.1 GOVERNANÇA CORPORATIVA E CONSELHOS DE ADMINISTRAÇÃO	23
2.2 MULHERES NO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO	26
2.3 EVIDÊNCIAS EMPÍRICAS	29
2.3.1 Remuneração dos executivos e diversidade de gênero no conselho	29
2.3.2 Gerenciamento de resultados e diversidade de gênero no conselho	34
2.3.3 Sensibilidade do <i>turnover</i> do CEO ao desempenho e diversidade de gênero no conselho	40
<b>3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS</b>	44
3.1 AMOSTRA E DADOS	44
3.2 DESCRIÇÃO DAS VARIÁVEIS UTILIZADAS	45
3.2.2 Variáveis de diversidade de gênero no conselho	48
3.2.3 Variáveis de controle	52
3.2.3.1 Variáveis de controle sobre a remuneração dos executivos	52
3.2.3.2 Variáveis de controle sobre o gerenciamento de resultados	55
3.2.3.3 Variáveis de controle sobre o turnover do CEO	58
3.3 MODELOS E PROCEDIMENTOS ECONÔMICOS	60
<b>4 ANÁLISE DOS RESULTADOS</b>	65
4.1 ESTATÍSTICA DESCRITIVA	65
4.2 ANÁLISE DA REMUNERAÇÃO TOTAL DOS EXECUTIVOS	73
4.3 ANÁLISE DA REMUNERAÇÃO VARIÁVEL DOS EXECUTIVOS	79
4.4 ANÁLISE DO GERENCIAMENTO DE RESULTADOS	86
4.6 ANÁLISE DA SENSIBILIDADE DO <i>TURNOVER</i> DO CEO AO DESEMPENHO DA FIRMA	93
4.7 SÍNTESE DE RESULTADOS	99
<b>5 CONCLUSÃO</b>	101
<b>REFERÊNCIAS</b>	105

<b>APÊNDICE A</b> – Protocolo de revisão sistemática de literatura.....	113
<b>APÊNDICE B</b> – Testes de raiz unitária para dados em painel.....	119
<b>APÊNDICE C</b> - Testes de endogeneidade .....	120
<b>APÊNDICE D</b> – Variance Inflation Factor (VIF).....	121

## 1 INTRODUÇÃO

Este capítulo visa expor o panorama geral a respeito do tema abordado, partindo de sua contextualização em direção ao problema de pesquisa, objetivos e justificativa do presente estudo.

### 1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO E PROBLEMA DE PESQUISA

A diversidade no conselho de administração, como diferenças de formação e experiência profissional, etnia, nacionalidade, religião e gênero, vem recebendo maior atenção global nos últimos anos, uma vez que a promoção da diversidade dentro de grupos melhora seu processo decisório (BARROS, 2018; CARTER; SIMKINS; SIMPSON, 2003; CAMPBELL; MÍNGUEZ-VERA, 2008).

Ao tratar especificamente de gênero, tem-se uma característica demográfica, mas que pode ser entendida dentro de um contexto amplo, envolvendo não somente aspectos éticos, como a defesa de promoção de oportunidade às mulheres de tomarem posições em nível de processo decisório, como também aspectos psicossociais, tornando a diversidade de gênero desejável dentro de grupos que tomam decisões.

As mulheres vêm cada vez mais se inserindo em espaços tipicamente masculinos. No cenário corporativo, nos últimos anos, vem sendo observados esforços de algumas companhias em aumentar a participação feminina em cargos de alta gestão (BUGEJA; MATOLCSY; SPIROPOULOS, 2015; BENKRAIEM *et al.*, 2017).

A XP Inc., por exemplo, anunciou recentemente seu compromisso público com a questão da inclusão de mulheres no mercado financeiro e em cargos de liderança, pretendendo ter 50% de participação feminina em todos os níveis hierárquicos da companhia até 2025 (SUTTO, 2020). A empresa Fiat também divulgou a nomeação da primeira mulher no comando de uma de suas fábricas da América Latina, a *Fiat Chrysler Automobiles* de Goiana, Pernambuco (AGÊNCIA ESTADO, 2020).

A *Cartica Management*, um fundo de alto desempenho com sede em Washington e que administra cerca de US\$ 1,2 bilhão em ativos investidos principalmente em China, Coreia do Sul e Brasil, é administrado por mulheres e vem incentivando as empresas a nomearem mulheres para o conselho de administração (BLOOMBERG BRASIL, 2020).

Dentre as recomendações de boas práticas de governança corporativa, a *Organisation for Economic Co-Operation and Development* (OECD) recomenda iniciativas não somente em nível de nação, mas também iniciativas privadas em prol do aumento da diversidade de gênero nos conselhos de administração (OECD, 2015).

No Brasil, desde 2014, o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) implementa o Programa Diversidade em Conselho, em parceria com a Brasil, Bolsa, Balcão (B3), *International Finance Corporation* (IFC) e *Spencer Stuart e Women Corporate Directors* (WCD), em busca da promoção da diversidade de gênero nos conselhos brasileiros, com projetos de mentoria, aprendizagem e debates que favoreçam a o fortalecimento de *network* e exposição das mulheres à alta gestão.

Assim, casos de sucesso empresarial de mulheres, bem como a pressão de grandes *stakeholders* e ações de órgãos normativos, impulsionam um olhar mais aprofundado quanto à diversidade de gênero, uma vez que existem barreiras invisíveis à ascensão de mulheres na carreira corporativa.

Segundo dados divulgados no *Global Gender Gap Report*, o número de mulheres em cargos seniores nos setores tanto privado quanto público vem aumentando. Com base em dados de 135 países, o relatório estima que 36% dos gerentes são do sexo feminino, sendo registrado um aumento de 2%, em 2019, em relação ao ano anterior. Apesar disso, destaca-se que apenas alguns desses países estão se aproximando da paridade de gênero (WORLD ECONOMIC FORUM, 2020).

Na última década, países como França, Holanda, Dinamarca, Finlândia, Espanha e Itália implementaram cotas para representação feminina em seus conselhos de administração, em busca de atingir a equidade de gênero. No Brasil, essa é uma discussão ainda recente em relação a outras nações, existindo baixa participação de mulheres nesses órgãos. Fitzsimmons (2012) destaca que as mulheres enfrentam estereótipos, obstáculos em formação de *network* significativo para entrada no conselho, visto como um *old boy's club*, número reduzido de candidatas qualificadas para ocupar os assentos e limitados exemplos de modelos femininos em posições de topo que possam abrir caminho para futuras candidatas.

Costa, Sampaio e Flores (2019), ao observarem 218 empresas listadas na B3, entre 2010 e 2016, identificam aproximadamente 9% de representação feminina nos conselhos. Em consonância, o *Global Gender Gap Report* aponta esse percentual em 8,4% no ano de 2019.

Além disso, 80,6% das empresas não apresentavam mulheres em cargos de alta gestão no referido ano (WORLD ECONOMIC FORUM, 2020).

Considerando o número reduzido e sua não alteração nos últimos anos, também no Brasil, foi aprovado pela Comissão de Defesa dos Direitos da Mulher da Câmara dos Deputados e segue em análise o Projeto de Lei 7179/17, que prevê um percentual mínimo 30% de participação feminina nos conselhos de administração de empresas públicas e sociedades de economia mista, subsidiárias e demais empresas que tenham a maior parte do capital social controlado pelo Estado. Segundo a proposta, o percentual seria progressivamente preenchido, até o ano de 2022.

Nessa perspectiva, a possibilidade de imposição de cotas leva ao questionamento dos agentes de mercado quanto à atuação de mulheres como conselheiras, dados os papéis de controlar o uso de riquezas, assumir riscos, contratar, compensar e monitorar que são atribuídos.

Pesquisas documentam que a diversidade de gênero no conselho melhora a informatividade dos preços de ações, sendo mais forte seu efeito quando a governança corporativa é fraca (GUL; SRINIDHI; NG, 2011), serve como moderadora para a redução da frequência de fraudes e torna menos acentuada a reação do mercado de ações à defraudação (CUMMING; LEUNG; RUI, 2015) e traz decisões mais acertadas em fusões e aquisições (LEVI; LI; ZHANG, 2014).

A governança corporativa abrange mecanismos tanto internos quanto externos. Dentre os mecanismos externos, podem ser destacados o ambiente legal, mercado para controle corporativo, auditores externos, ativismo de *stakeholders*, organizações de *rating* e a mídia. Quanto aos mecanismos internos de governança, o principal deles é o conselho de administração, além de acionistas controladores e incentivos gerenciais (AGUILERA *et al.*, 2015).

Os mecanismos internos de controle têm como função o alinhamento entre os interesses dos acionistas e dos gestores, estando nas mãos do conselho de administração o poder e a responsabilidade de implementação de mecanismos internos. Uma vez que os mecanismos atuam de maneira conjunta, o conselho de administração não opera de maneira isolada aos fatores externos, que influenciam direta e indiretamente o desempenho da firma (WALSH; SEWARD, 1990; AGUILERA *et al.*, 2015).

Diversos estudos vêm buscando analisar o impacto da presença de mulheres no conselho, concentrando-se principalmente em sua relação com o desempenho financeiro e não

apresentaram resultados consensuais quanto à sua natureza ou existência. Alguns identificaram que a diversidade de gênero no conselho afeta positivamente o desempenho da firma, observado a partir do Q de Tobin (CAMPBELL; MÍNGUEZ-VERA, 2008), retorno sobre o ativo e retorno sobre o patrimônio líquido (BENNOURI *et al.*, 2018; AHMADI; NAKAA; BOURI, 2018).

Por outro lado, outras pesquisas observam que a participação feminina nesses órgãos afeta negativamente o desempenho de mercado (ADAMS; FERREIRA, 2009; HASLAM *et al.*, 2010; SOLAL. SNELLMAN, 2019) e existem ainda os que não verificam relação significativa entre diversidade de gênero no conselho e o desempenho das companhias (CARTER *et al.*, 2010; SANAN, 2016).

Desse modo, considerando a observância tanto de resultados que corroboram quanto de resultados que não identificam potenciais efeitos positivos da maior participação feminina nos conselhos de administração, não é possível avaliar seus impactos *a priori*, pois as evidências empíricas, até o momento, se mostram ambíguas e inconclusivas.

Como possíveis causas para a inconsistência quanto aos achados empíricos identificados nas pesquisas quanto à diversidade de gênero e desempenho, Campbell e Mínguez-Vera (2008) elencam a diferença entre países e períodos de tempo em análise, dada a sensibilidade dos estudos ao fator contextual diverso econômica e culturalmente entre os mercados, bem como os diferentes métodos de estimativa empregados pelos pesquisadores, que levam a resultados condicionados também às técnicas de estimação adotadas. Quanto a essa última questão, por exemplo, Adams e Ferreira (2009) concluem que o efeito positivo da diversidade de gênero no conselho sobre o desempenho não é robusto a qualquer método que trate problemas de endogeneidade.

Além dessas razões, é relevante destacar a premissa em que se baseia o presente estudo, de que não é perfeitamente praticável a verificação da associação direta entre o conselho de administração e o desempenho da empresa, visto que existe uma série de elementos observáveis e não observáveis que impactam esse desempenho. Ou seja, essa é uma relação complexa e os possíveis benefícios da diversidade de gênero no conselho devem ser analisados dentro do contexto de boas práticas de governança corporativa. Por conseguinte, propõe-se o exame das funções do conselho, monitoramento e *advising*, que se espera terem efeitos positivos sobre os resultados da firma. Esta pesquisa concentra-se, então, no papel de monitoramento.

Shrader, Blackburn e Iles (1997) e Erhard, Werbel e Shrader (2003) defendem que a diversidade no conselho melhora a eficácia no monitoramento, diminuindo os custos de

agência. Quanto à diversidade de gênero, a partir de evidência do mercado espanhol, Pucheta-Martínez, Bel-Oms e Olcina-Sempere (2017) identificam que mulheres no conselho que representam investidores institucionais têm maior impacto sobre a governança corporativa do que membros independentes, exercendo um importante papel de monitoramento.

Eagly e Carli (2003) e Bugeja, Matolcsy e Spiropoulos (2015) argumentam que diretoras trabalham mais para alcançar uma posição no conselho, dadas suas dificuldades de acesso, tornando-as menos propensas às limitações impostas pelos jogos de poder dentro do conselho. Assim, sentem-se mais seguras e são mais ativistas, trazendo, durante as reuniões, questões as quais os diretores do sexo masculino não estão inclinados a indagar, associadas a *stakeholders*, relações interpessoais e reflexão quanto às consequências estratégicas de longo prazo (KONRAD; KRAMER; ERKUT, 2008).

O papel de monitoramento desempenhado pelo conselho de administração é relevante no contexto de países de baixa governança corporativa, em que mecanismos externos de controle são pouco desenvolvidos. Como destacam Campbell e Mínguez-Vera (2008), a participação feminina nos conselhos tem efeito sobre esse monitoramento e, dessa forma, leva também a um impacto no desempenho financeiro da empresa. Nessa perspectiva, diretores do sexo feminino podem ser vistos como monitores mais rígidos que diretores do sexo masculino, trazendo um efeito positivo no desempenho das empresas, quando sua estrutura de governança é fraca (ADAMS; FERREIRA, 2009).

Acredita-se, então, que a diversidade de gênero no conselho esteja relacionada a níveis mais eficazes de monitoramento no contexto brasileiro de baixa governança, podendo servir como mecanismo de apoio ao controle interno. Por conseguinte, considerando a não identificação de estudos brasileiros sobre a participação de mulheres no conselho com abordagens voltadas aos seus efeitos no monitoramento, a partir da revisão sistemática da literatura constante no apêndice, questiona-se **como a diversidade de gênero impacta na eficácia do monitoramento do conselho de administração?**

Espera-se que um conselho eficaz atue na proteção dos direitos das partes interessadas a partir, principalmente, do monitoramento dos executivos e da transparência de informações (AGUILERA *et al.*, 2015). Uma das responsabilidades de maior destaque do conselho é a seleção e substituição do CEO, sendo a sensibilidade do *turnover* do CEO ao desempenho da firma uma medida de teste da efetividade do monitoramento do conselho (FALEYE; HOITASH, HOITASH, 2011; LI; WAHID, 2018).

Também o desenho da remuneração é visto como um reflexo da efetividade do monitoramento do conselho, em que se busca um nível de remuneração que maximize a riqueza dos acionistas e ofereça o incentivo gerencial apropriado, considerando fatores econômicos, tais como as condições do mercado de trabalho gerencial e o desempenho da empresa (FALEYE; HOITASH, HOITASH, 2011; LI; WAHID, 2018).

Além disso, dada a assimetria informacional advinda da separação entre propriedade e controle, a produção de relatórios financeiros é requerida para informar aos acionistas sobre as atividades da empresa. Contudo, as conexões entre desempenho da empresa e remuneração criam oportunidade para problemas de agência na forma de gerenciamento de resultados. Nessa perspectiva, uma das medidas de efetividade do monitoramento do conselho é a qualidade das informações financeiras divulgadas pela empresa (FALEYE; HOITASH, HOITASH, 2011).

Portanto, entende-se que a eficiência do monitoramento realizado pelo conselho pode ser observada a partir de suas funções mais relevantes. Nesta pesquisa toma-se como principais funções de monitoramento a remuneração, a auditoria e a nomeação de CEO (FALEYE; HOITASH, HOITASH, 2011; LI; WAHID, 2018), funções a serem exploradas a partir de remuneração variável e remuneração total dos executivos, qualidade das informações financeiras baseada na prática de gerenciamento de resultados e sensibilidade do *turnover* do CEO ao desempenho da firma.

Em consonância com a literatura adotada quanto a mulheres no conselho e remuneração, espera-se que a presença de diretoras tenha efeito negativo sobre a remuneração variável dos executivos, mais atrelada ao desempenho da empresa. Além disso, dado o aporte teórico adotado, é possível hipotetizar a existência de uma menor sensibilidade do *turnover* do CEO ao desempenho da empresa e também uma diminuição do gerenciamento de resultados, a partir de participação feminina nos conselhos.

## 1.2 OBJETIVOS

### 1.2.1 Objetivo geral

Investigar o impacto da diversidade de gênero na função de monitoramento realizada pelos conselhos de administração de empresas brasileiras de capital aberto.

### 1.2.2 Objetivos específicos

- Identificar a composição de gênero nos conselhos de administração;
- Verificar o efeito da diversidade de gênero no conselho sobre a remuneração dos executivos;
- Verificar o efeito da diversidade de gênero no conselho sobre o gerenciamento de resultados das empresas.
- Verificar o efeito da diversidade de gênero no conselho sobre a sensibilidade do *turnover* do CEO ao desempenho financeiro das empresas;

### 1.3 JUSTIFICATIVA

A participação das mulheres na administração de empresas tem entrado no debate social e político nacional e internacional, sob a perspectiva de tentativa de correção da sub-representação feminina em cargos de alta gestão, dadas as barreiras invisíveis a sua ascensão, fenômeno conhecido como *glass ceiling*. Nesse contexto, tem sido inserido de maneira crescente na agenda de pesquisa em governança corporativa os potenciais efeitos da nomeação de diretoras nos conselhos de administração.

Desde a década de 1980, periódicos vêm publicando sobre diversidade de gênero no conselho, mas aproximadamente um terço dos estudos focam em sua associação com o desempenho (KIRSCH, 2018), sem considerar as próprias funções do conselho, como a de monitoramento. Desses, nos relacionados à diversidade de gênero no conselho e aspectos além do desempenho financeiro em geral, as evidências empíricas se concentram em economias desenvolvidas como Estados Unidos, Inglaterra, França, Noruega, Suécia e Austrália, e muitas delas possuem práticas de incentivo à maior participação de mulheres no conselho.

Os resultados da pesquisa de Adams e Ferreira (2009) sugerem que, quando a governança corporativa nas empresas é forte, o efeito da diversidade de gênero sobre o seu desempenho é negativo. Contudo, quando a governança corporativa é baixa, a participação de mulheres melhora a governança e tem impacto positivo sobre o desempenho das empresas. Nesse sentido, entende-se que o nível de governança é um fator relevante sobre os efeitos das mulheres no conselho e podem existir resultados diferentes em pesquisas voltadas às economias desenvolvidas e em mercados emergentes e de baixa governança corporativa e proteção ao investidor, como é o caso do Brasil.

Ao considerar as quotas femininas previstas no Projeto de Lei 7179/17, faz-se relevante analisar a participação de mulheres nos conselhos não apenas do ponto de vista ético e social, mas também os impactos dessa forma de imposição para as empresas e reações do mercado. A inserção de mulheres no conselho traz resultados positivos e valor para o acionista, se a decisão de sua nomeação não for em função de pressões sociais e éticas por igualdade de gênero, mas sim pelo reconhecimento de que a diversidade de gênero pode trazer perspectiva adicional no processo de tomada de decisão, relacionada a maior visão estratégica e de longo prazo, bem como preocupação com consequências para *stakeholders* (CAMPBELL; MÍNGUEZ-VERA, 2008).

Assim sendo, fazem-se necessárias evidências empíricas dos efeitos da participação feminina nos conselhos, que poderiam ser nomeadas não por exigências sociais ou legais, mas por meritocracia e a perspectiva de suas contribuições futuras para a melhoria da qualidade do conselho e consequente desempenho empresarial.

Ao ampliar a diversidade de gênero nos conselhos, as empresas estariam contribuindo para o alcance de resultados mais equitativos para a sociedade, contudo não se pode isentar da discussão seus potenciais impactos financeiros, uma vez que se não são selecionados candidatos capazes para o conselho existe o risco de perda de desempenho da firma (CAMPBELL; MÍNGUEZ-VERA, 2008).

Ademais, apesar das diversas contribuições potenciais da diversidade de gênero no conselho, alguns autores chamam atenção para a possibilidade de que a maior diversidade de gênero no conselho não necessariamente conduza ao melhor monitoramento da empresa, ao trazer novas perspectivas se as diretoras forem marginalizadas (CARTER *et al.*, 2010; CAMPBELL; MÍNGUEZ-VERA, 2008; KONRAD; KRAMER; ERKUT, 2008), o que pode ocorrer se sua nomeação for vista como uma imposição.

Ao buscar estudos na base SciELO que examinem a diversidade de gênero no conselho de administração no Brasil, sem restrição de ano de publicação, foram observados apenas dois estudos. Nisiyama e Nakamura (2018) identificaram que a participação feminina no conselho melhora o monitoramento sobre os executivos e aumenta o nível de endividamento das firmas. Já Costa, Sampaio e Flores (2019) verificaram que a diversidade de gênero no conselho aumenta o valor das companhias, com efeito mais fraco naquelas de controle familiar.

Entende-se, assim, que as evidências são ainda incipientes, sendo necessários mais estudos para elucidar a questão do impacto da diversidade de gênero nos conselhos de empresas

brasileiras. Empreende-se, portanto, na presente pesquisa, o foco não no desempenho, mas nas contribuições da participação de diretoras nas funções de monitoramento.

O papel de monitoramento do conselho de administração é um tema que tem estado em evidência nos últimos anos, particularmente devido aos escândalos envolvendo grandes empresas como a Enron e a WorldCom, bem como, no Brasil, a Petrobrás, e necessidade de reformas na estrutura de governança corporativa.

Como o primeiro estudo brasileiro a examinar a presença de mulheres e a eficácia da função de monitoramento sob suas três principais dimensões, busca-se então com a presente pesquisa ampliar o conhecimento sobre o efeito da diversidade no conselho, contribuindo para a definição de mecanismos de monitoramento mais eficazes, dado o contexto brasileiro, bem como para o debate sobre a inserção da mulher em posições estratégicas de companhias, ao dar ênfase ao seu papel na governança corporativa e nos conflitos de agência, algo que tem recebido pouca atenção no Brasil.

Os resultados podem servir, ainda, de instrumento auxiliar no entendimento crítico das consequências da inserção da mulher em cargos de alta gerência de empresas brasileiras, não somente pela pressão de alguns *stakeholders*, mas com base em evidências empíricas do efeito das mulheres na função de monitoramento do conselho de administração. Ademais, as empresas, a partir desses resultados, podem tomar decisões mais bem informadas em relação à nomeação de diretores para o conselho.

Por fim, é indispensável ressaltar que não se espera que a adição de mulheres no conselho de administração seja ação única ou suficiente para resolução de problemas de governança corporativa, mas sim que a consideração da questão, dada a literatura consultada, pode levar a resultados organizacionais positivos no contexto brasileiro, de ambiente legal de baixa proteção aos investidores e baixo nível de governança corporativa de maneira geral. Não se pretende defender, ainda, um conselho formado em sua totalidade ou maior proporção de mulheres, mas a promoção da diversidade de gênero como equilíbrio que potencialize as contribuições oferecidas ao processo de tomada de decisão e monitoramento.

#### 1.4 ESTRUTURA DA DISSERTAÇÃO

A presente pesquisa está estruturada em cinco capítulos, sendo o primeiro de caráter introdutório e contextual, visando expor os objetivos e possíveis contribuições do estudo, o

segundo voltado à apresentação de aporte teórico, síntese das principais evidências empíricas e desenvolvimento das hipóteses de pesquisa, o terceiro, uma descrição dos procedimentos metodológicos adotados para alcançar o objetivo proposto, o quarto de análise de resultados e o quinto de conclusão.

## 2 REVISÃO DE LITERATURA

Neste capítulo, é exposta a revisão da literatura, dando destaque para: governança corporativa, conselho de administração e sua importância no contexto dos problemas de agência, com ênfase no monitoramento, pela perspectiva de remuneração dos executivos, sensibilidade de turnover do CEO ao desempenho e qualidade das demonstrações financeiras. Por fim, com base em uma revisão sistemática de literatura, são apresentadas as evidências empíricas relacionadas ao efeito da presença de mulheres no conselho de administração, sustentando as hipóteses de pesquisa.

### 2.1 GOVERNANÇA CORPORATIVA E CONSELHOS DE ADMINISTRAÇÃO

O aporte teórico mais utilizado em pesquisas que contemplam relações entre características do conselho de administração e agregação de valor para a firma é a teoria da agência (CARTER; SIMKINS; SIMPSON, 2003). Essa prevê a separação entre os papéis de agente, que toma as decisões, e principal, que delega poder de decisão ao agente. Como argumentam Jensen e Meckling (1976), se na relação de agência ambas as partes são maximizadoras de sua própria utilidade, existirão conflitos de interesse a serem limitados com base em monitoramento e incentivos adequados ao agente, incorrendo em custos de agência.

Em todas as relações dentro da empresa, busca-se induzir determinados comportamentos, não sendo diferente com os gestores. Os proprietários do capital buscam induzir que esses se comportem de forma a maximizar o bem-estar do principal, que pode ser entendido como o aumento do retorno de seu investimento. Assim, além das ponderações quanto à necessidade de expertise técnica e a questão de gestão em si, como qualquer decisão, só faz sentido a relação de agência quando seus custos são inferiores aos benefícios trazidos.

Uma vez que uma série de problemas e contingências são difíceis de prever e descrever em contratos, é colocado nas mãos do agente significativo poder discricionário para decisões e alocação de recursos, criando margem para oportunismo gerencial, expropriação de investidores e investimentos pouco favoráveis (JENSEN; MECKLING, 1976), o que afeta negativamente o desempenho da firma e a geração de riqueza ao acionista. Ademais, como cargos de alta gestão são menos estruturados e de difícil observação, dada a natureza e

complexidade de atuação, pode-se tornar custoso e incerto o monitoramento por parte do principal.

Nesse contexto, surge a governança corporativa, que, segundo a OECD, pode ser entendida como um conjunto de aspectos legais, regulatórios, institucionais e de práticas de negócios desejáveis que auxiliam nessa relação contratual (OECD, 2015). A boa governança favorece a transparência de informações, contudo, não se pode perder de vista que não traz a solução dos problemas de agência, sendo um caminho para atenuá-los.

Partindo da premissa de que nem sempre o agente age em prol dos melhores resultados possíveis para o principal, o conselho de administração é um mecanismo interno de governança corporativa com importante papel a desempenhar na resolução de problemas de agência, controlando e monitorando as ações dos gerentes, estabelecendo remuneração dos altos executivos, substituindo gerentes quando não geram valor para os acionistas e exercendo as principais decisões corporativas em nível estratégico (JENSEN; MECKLING, 1976; FAMA; JENSEN, 1983; CAMPBELL; MÍNGUEZ-VERA, 2008). Dessa forma, espera-se que o conselho atue limitando os efeitos de conflitos entre principal e agente, buscando alinhamento de interesses entre a administração, o conselho e os acionistas controladores e minoritários.

Cabe ressaltar que existem outros papéis desempenhados pelo conselho, além de controle e monitoramento do principal, no suporte à missão da organização e proteção aos interesses dos acionistas, como prover *advising*, conexão com o ambiente externo, manutenção da competitividade e evitar/minimizar oportunidades de fraudes e outras formas de escândalos corporativos (AL AZEEZ *et al.*, 2019).

Segundo Walsh e Seward (1990), existem duas maneiras pelas quais o conselho de administração pode considerar motivar ou disciplinar os gestores, sendo opções de mecanismos de controle interno que estão a sua disposição. A primeira delas é o ajuste da estrutura de incentivos, adequada para quando o conselho entende que é relevante monitorar a resposta dos executivos a essa alteração e avaliar sua competência. Tal decisão parte da premissa de que foi realizado um rigoroso processo de seleção e a falta de capacidade gerencial é pouco provável.

Entretanto, se o conselho conclui que os executivos possuem baixa capacidade, a segunda maneira é a sua substituição. Walsh e Seward (1990) destacam que monitorar o comportamento de altos executivos não é uma tarefa fácil e atribuir a responsabilidade pelo desempenho da firma ao CEO é algo complexo, dada a necessidade de separação entre o que é advindo de incompetência gerencial e o que é do ambiente. Ademais, o *turnover* do CEO em si não

melhora o desempenho corporativo, mas as habilidades e competências de um CEO são necessárias para alcançar os objetivos de desempenho.

De acordo com Al Azeez *et al.* (2019), para entender as funções do conselho, esse deve ser reconhecido como um time de indivíduos que integram entre si habilidades e competências que formam o capital social coletivo e que leva ao desempenho de um papel na governança. É com base nessa perspectiva que, além da teoria da agência, que descreve e explica mecanismos de governança corporativa, e identifica o conselho como agente de redução de conflitos de agência, diversas pesquisas que dão ênfase às características do conselho, como a diversidade, fundamentam-se também na teoria da dependência de recursos.

Essa teoria descreve o papel significativo de recursos necessários à sobrevivência da empresa e a importância do controle desses recursos (PFEFFER; SALANCIK, 1978). Assim, os diretores do conselho permitem à firma o acesso a recursos dos quais depende para alcançar o bom desempenho, adaptando-se ao ambiente. Espera-se que esses agentes em conjunto apresentem características que sejam um reflexo da sociedade em que operam para um adequado gerenciamento de recursos externos.

Parte da eficiência do conselho de administração está associada à quantidade e natureza das informações das quais os seus membros dispõem. A reunião de um grupo diverso de indivíduos leva ao acesso a um conjunto mais amplo de informações e habilidades (PFEFFER; SALANCIK, 1978), gerando benefícios advindos do capital social.

Diferentes competências e habilidades que compõem o capital social do conselho de administração podem ser vistas como recursos que melhoram sua eficácia. Sob as lentes da teoria da dependência de recursos, cada diretor pode ser considerado um agente estratégico que conecta a firma a recursos externos essenciais à continuidade do negócio e à proteção aos acionistas e demais partes interessadas.

Por conseguinte, a teoria da agência e a teoria da dependência de recursos são complementares na compreensão de como diretores atuam na governança corporativa. De acordo com Kim, Kuan e Qing (2020), qualidades do conselho como colaboração, perseverança e diligência facilitam monitoramento e *advising* e aumentam o valor da firma.

Dessa forma, uma das principais questões de governança atualmente é a composição do conselho, assumindo um perfil público em imprensa popular e declarações políticas de grandes investidores institucionais (CARTER; SIMKINS; SIMPSON, 2003). A discussão passa então a fazer parte da agenda das corporações e também de pesquisadores, supondo que um conselho

diverso estaria menos sujeito ao poder de influência da gestão e traria maiores benefícios aos acionistas. Tal diversidade pode ser observada pela perspectiva de gênero, etnia, idade, formação e experiências anteriores, dentre outras características da diretoria.

Nesse sentido, espera-se que um conselho diverso seja mais eficaz no monitoramento e mais propenso a tomar decisões, visando a geração de riqueza e melhores resultados para a companhia no longo prazo. Além disso, de acordo com Carter, Simkins e Simpson (2003), heterogeneidade na alta gestão da empresa pode levar a uma visão mais ampla, melhor compreensão da complexidade do ambiente e melhores decisões.

A diversidade de gênero, mais especificamente a participação de mulheres no conselho de administração, vem ganhando destaque no cenário internacional nos últimos anos e mais recentemente no Brasil, dadas as dimensões ética e político-legal que envolvem a sub-representação feminina em cargos de gestão tanto pública quanto privada.

## 2.2 MULHERES NO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

No conselho de administração, são tomadas, em grupo, as decisões mais importantes da empresa, sejam de investimentos, de financiamentos, estratégicas, dentre outras. Entretanto, Barros (2018) destaca a pouca atenção dada pela literatura em finanças quanto ao aspecto coletivo desse processo decisório, em que pequenas mudanças de contexto podem levar a consequências significativas.

A conformidade excessiva do grupo, geralmente associada à homogeneidade entre os membros, pode levar a disfunções na tomada de decisão, como o *groupthinking*, em que é comum comportamento de falhas de autocrítica, baixo compartilhamento de informações e julgamentos baseados em vieses (JANIS, 1972), bem como a maior propensão ao comportamento antiético e desonesto, dado o maior vínculo entre os membros do grupo (NIKOLOVA; LAMBERTON; COLEMAN, 2017).

Como forma de redução das disfunções e o conseqüente baixo desempenho do grupo, destaca-se a promoção da diversidade de gênero dentro do grupo (BARROS, 2018), como a diversidade de gênero. Estudos apontam traços de personalidade distintos entre homens e mulheres no processo de tomada de decisão sob condições de incerteza. Suzuki e Avellaneda (2018) demonstram que a representação feminina em conselhos locais, em esfera executiva e legislativa, está positivamente associada ao comportamento de aversão ao risco em decisões financeiras.

Um corpo crescente de pesquisas vem questionando o impacto econômico da nomeação de mais mulheres para os conselhos de administração, sob a premissa de que a diversidade leva a diferentes ideias e experiências, competências e comportamento ético que melhoram a eficácia do conselho, bem como a reputação e legitimidade da firma diante de *stakeholders* (CARTER; SIMKINS; SIMPSON, 2003; CAMPBELL; MÍNGUEZ-VERA, 2008)

O estudo de Konrad, Kramer e Erkut (2008) com 50 diretoras de empresas da *Fortune 1000* identificou como principais contribuições da representação feminina nos conselhos de administração a promoção de novas perspectivas, por meio da consideração de diferentes pontos de vista e de conhecimentos, ampliação dos conteúdos da discussão do conselho e observância de questões pertinentes à múltiplos *stakeholders*, atribuída ao olhar mais crítico sobre os recursos humanos e relações interpessoais. Além disso, segundo os autores, as mulheres possuem uma tendência a fazer questões difíceis e que conduzem à reflexão sob o olhar estratégico de longo prazo.

Em relação às contribuições advindas da existência de uma única mulher no conselho, Konrad, Kramer e Erkut (2008) destacam que tais mulheres não são eficazes por serem mulheres, mas apesar de serem mulheres. Ao adentrar nesse espaço, ainda visto como de domínio masculino, a diretora, quando única mulher no conselho, enfrenta pressões e expectativas baseadas em comportamento de gênero e representação feminina, bem como dificuldade em expressar opiniões e ser ouvida quando em situação de minoria, isolamento e marginalização.

Konrad, Kramer e Erkut (2008) observaram que três ou mais mulheres no conselho levam a uma dinâmica diferenciada nas reuniões, melhorando a comunicação entre os diretores. Dentre as possíveis causas listadas pelos autores estão que, a partir desse número de conselheiras, sua presença passa a ser vista como algo normal dentro do conselho, e sua invisibilidade e/ou os questionamentos de estereótipo de gênero antes levantados pelos demais membros começa a desvanecer. Dessa forma, mesmo que uma única mulher produza contribuições positivas, três ou mais mulheres no conselho detém maior capacidade de influenciar positivamente as discussões e levar a maiores benefícios para a empresa.

Em consonância, Fitzsimmons (2012) defende que inserir mulheres no conselho não é suficiente para que a firma se beneficie da diversidade, sendo necessário superar além das barreiras de acesso ao conselho, as barreiras à utilidade da diretora após a nomeação. Dentre essas, estão o nível de complexidade das tarefas atribuídas ao conselho, o foco em cotas que

pode diminuir a credibilidade da nomeação e levar o novo membro a ser ignorado e o tokenismo, fenômeno em que uma nova mulher é apontada para o conselho apenas como forma de manter um número mínimo de representação de diversidade.

Fant *et al.* (2019) argumentam que se existe apenas um número marginal de diretoras, como uma representação feminina simbólica dentro do conselho, isso traz isolamento e suspeita e desencoraja diretoras aos processos de interação e integração. Conforme Fitzsimmons (2012) para que a diversidade de gênero possa de fato trazer contribuições positivas para a empresa, deve ser considerada a necessidade de evitar as quotas, atingir o número crítico de mulheres no conselho, na perspectiva de Konrad, Kramer e Erkut (2008), e desenvolver uma cultura de diversidade, que eleve a qualidade e a dinâmica das reuniões.

Assim, a representação feminina no conselho não deve ser vista como um meio de cumprir requisitos, com base em imposição de quotas ou pressão político-social, mas como algo desejável em si (CAMPBELL; MÍNGUEZ-VERA, 2008), em uma nomeação voluntária, já que é do próprio interesse de firmas e acionistas a melhoria da governança corporativa. Entretanto, a nomeação de mulheres pode não ser vista de maneira positiva pelo mercado.

Usando dados em painel de 1.644 firmas nos Estados Unidos entre 1998 e 2011, Solal e Snellman (2019) demonstraram que o aumento na diversidade de gênero no conselho de administração durante um ano leva a um decréscimo no valor de mercado da firma no ano subsequente. Os autores ressaltam que a reação negativa do mercado não é pelo fato de que as empresas têm desempenho inferior por causa da nomeação de mulheres para o conselho, uma vez que permanecem tão lucrativas quanto em períodos anteriores. Uma das possíveis explicações levantadas seria a de tendência do mercado a não acreditar na competência feminina para tomada de decisão em negócios, crença que afetaria não o desempenho operacional, mas o retorno acionário.

Solal e Snellman (2019) argumentam, ainda, que a nomeação de mulheres para o conselho de administração pode ser interpretada pelos investidores como indicativo de preferência das companhias com questões de diversidade em detrimento da preocupação e do engajamento com a maximização de valor para o acionista. Nesse sentido, entendem que a nomeação de mulheres no conselho envolve não apenas o fator meritocrático, mas sinaliza preferências das empresas, que poderiam ser neutralizadas por meio de uma estrutura cuidadosa de escolha de novos diretores.

Considerando o aporte teórico apresentado até o momento, acredita-se que a diversidade de gênero no conselho de administração deve ter impacto no desempenho da firma com base em mudanças ocorridas nas reuniões, promovendo discussões mais amplas, mais informadas e de maior preocupação ética. Ademais, segundo Zalata *et al.* (2019), as mulheres possuem não somente *soft skills* que podem auxiliá-las no papel consultivo e de aconselhamento, mas também *hard skills*, como conservadorismo e aversão ao risco, que permitem com que monitorem os executivos mais intensamente.

## 2.3 EVIDÊNCIAS EMPÍRICAS

É intuito da presente pesquisa a investigação dos efeitos da diversidade de gênero no conselho sobre a eficácia do monitoramento, observado a partir das funções de desenho da remuneração dos executivos, substituição do CEO e qualidade das informações financeiras divulgadas, que, segundo Faleye, Hoitash e Hoitash (2011) e Li e Wahid (2018), são as principais funções de monitoramento do conselho. Quanto mais eficaz esse monitoramento, menores serão os custos de agência incorridos e, conseqüentemente, maior será o benefício aos acionistas. A presente subseção traz uma síntese das evidências empíricas identificadas com base em revisão sistemática de literatura.

Buscando identificar pesquisas que associam as funções de monitoramento à diversidade de gênero no conselho de administração, para compor as evidências empíricas desta pesquisa, foi realizada busca nas bases Scopus, SciELO e Web of Science, assumindo-se que essas plataformas reúnem um vasto conjunto de periódicos de destaque e adequados à revisão da literatura a qual aqui se propõe. Detalhes quanto aos procedimentos adotados para sua realização são apresentados no Apêndice A.

### 2.3.1 Remuneração dos executivos e diversidade de gênero no conselho

Um dos instrumentos utilizados como forma de alinhar os interesses de gestores aos da organização é a remuneração dos executivos, geralmente composta de uma parcela fixa e uma variável, baseada em desempenho, composta por bônus, opções e programas de ações. A remuneração por desempenho do *staff* busca motivar os esforços individuais de acordo com os objetivos de desempenho da firma. Sob as lentes da teoria da agência, uma bem projetada remuneração atrai e retém ao menor custo os executivos certos, bem como os encoraja a

tomarem ações com pensamento de longo prazo e que levem ao aumento da riqueza dos acionistas (JENSEN, 2003; JENSEN; MURPHY; WRUCK, 2004).

A remuneração de executivos é decisão de alto impacto na tomada de risco por parte da empresa. Além disso, o próprio CEO, por exemplo, pode exercer considerável influência sobre estrutura, nível e crescimento de sua própria remuneração, não justificada por desempenho e crescimento da firma. Um mix de remuneração inadequado pode alterar a atitude do gestor em relação ao risco, em desalinhamento de interesses entre principal e agente. Para reduzir o problema, as companhias tendem a adotar uma parcela de remuneração variável, incorporando elementos baseados em desempenho (GARCÍA-IZQUIERDO; FERNÁNDEZ-MÉNDEZ; ARRONDO-GARCÍA, 2018).

Em revisão sistemática de literatura que abrange pesquisas publicadas nos últimos cinco anos, buscando detectar os artigos que associassem remuneração dos executivos e diversidade de gênero no conselho de administração, foram identificados 15 artigos, cujos resultados foram compilados. O Quadro 1 sintetiza as evidências empíricas dos estudos quanto à diversidade de gênero no conselho de administração e a remuneração dos executivos identificados.

**Quadro 1** - Resumo das evidências empíricas sobre remuneração dos executivos e diversidade de gênero no conselho de administração

ESTUDOS	PAÍS	EVIDÊNCIAS
Bugeja, Matolcsy e Spiropoulos (2016)	EUA	A diversidade de gênero no comitê de remuneração tem efeito negativo sobre a remuneração de CEOs
Strobl, Rama e Mishra (2016)	EUA	Não é verificada relação entre mulheres no comitê de remuneração e o pagamento de CEOs
Baixauli-Soler <i>et al.</i> (2016)	Espanha	Relação positiva entre diretoras independentes no conselho e a remuneração variável dos executivos
Pucheta-Martínez, Bel-Oms e Olcina-Sempere (2017)	Espanha	Relação negativa entre a participação de diretoras nomeadas por instituições e a remuneração do CEO
Benkraiem <i>et al.</i> (2017)	França	Relação positiva entre mulheres no conselho e a remuneração do CEO. Relação negativa entre a participação de diretoras independentes no conselho e a remuneração do CEO, com efeito acentuado em sua parcela fixa.
García-Izquierdo, Fernández-Méndez, Arrondo-García (2018)	Espanha	Relação negativa entre a presença de mulheres no comitê de remuneração e a remuneração do CEO, bem como mais baixo crescimento ao longo do tempo
Abdul <i>et al.</i> (2018)	Malásia	Relação positiva entre a presença de mulheres no conselho e a remuneração dos executivos. Resultado também identificado para a presença de 3 ou mais mulheres
Owen e Temesvary (2019)	EUA	Relação positiva entre mulheres no conselho e a remuneração fixa do CEO. Contudo, a relação não é verificada quando a participação de mulheres é maior

Alkalbani, Cuomo e Mallin (2019)	Reino Unido	A participação de mulheres no conselho torna menor a probabilidade de insatisfação dos acionistas com a remuneração dos executivos, segundo <i>say-on-pay</i>
Harakeh, El-Gammal e Matar (2019)	Reino Unido	Relação negativa entre a diversidade de gênero no conselho e a remuneração variável do CEO
Usman <i>et al.</i> (2019)	Paquistão	Relação negativa entre a diversidade de gênero no conselho e a remuneração do CEO e maior associação da remuneração ao desempenho
Sarhan, Ntim e Al-Najjar (2019)	Multipaís	Diversidade de gênero no conselho aumenta a sensibilidade da remuneração de executivos ao desempenho da firma
Almor, Bazel-Shoham e Lee (2019)	Multipaís	Relação positiva entre a diversidade de gênero no conselho e a remuneração variável de executivos
Al-Shaer e Harakeh (2020)	Reino Unido	Efeito negativo da diversidade de gênero no conselho sobre a remuneração variável dos executivos
Ullah <i>et al.</i> (2020)	China	Diversidade de gênero no conselho modera negativamente a relação entre propriedade institucional e positivamente entre propriedade do Estado e a remuneração do CEO

Fonte: elaboração própria

Apesar de Strobl, Rama e Mishra (2016) não encontrarem evidência de que mulheres no comitê de remuneração influenciam significativamente a remuneração do CEO e outros estudos observarem que a remuneração do CEO aumenta com a participação de mulheres no conselho, tal efeito não foi mais observado quando as mulheres eram membros independentes (BENKRAIEM *et al.*, 2017) ou quando existia uma maior representatividade feminina no conselho (OWEN; TEMESVARY, 2019).

Nessa perspectiva, a maior parte dos estudos identificou efeito negativo da diversidade de gênero no conselho de administração e/ou no comitê de remuneração sobre a remuneração do principal executivo da empresa, concluindo que existe menor nível de remuneração do CEO quando mulheres também participam desses órgãos (BUGEJA; MATOLCSY; SPIROPOULOS, 2016; PUCHETA-MARTÍNEZ; BEL-OMS; OLCINA-SEMPERE, 2017; GARCÍA-IZQUIERDO; FERNÁNDEZ-MÉNDEZ; ARRONDO-GARCÍA, 2018; HARAKEH; EL-GAMMAL; MATAR, 2019; USMAN *et al.*, 2019; ULLAH *et al.*, 2020).

Dentre os principais achados desse grupo de pesquisas, foi verificado que em empresas com conselho diverso em gênero havia um crescimento mais baixo da remuneração do CEO ao longo do tempo (GARCÍA-IZQUIERDO; FERNÁNDEZ-MÉNDEZ; ARRONDO-GARCÍA, 2018), e firmas com comitê de remuneração formado exclusivamente por homens e com excesso de remuneração do CEO apresentavam retorno sobre o ativo mais baixo no período subsequente, sendo um fato não observado em firmas com comitê diverso em gênero (BUGEJA; MATOLCSY; SPIROPOULOS, 2016).

São observados, ainda, indícios de relação não linear e sim curvilínea entre diversidade de gênero no conselho e remuneração do CEO, em que um número mais alto de mulheres traria efeito positivo sobre a remuneração do principal executivo da companhia (PUCHETA-MARTÍNEZ; BEL-OMS; OLCINA-SEMPERE, 2017; OWEN; TEMESVARY, 2019). Todavia, há suporte para o entendimento de que mulheres trazem maior efetividade ao monitoramento do conselho, quando atingem uma massa crítica. Segundo os autores, ter mulheres no conselho diminui a possibilidade de remuneração dos diretores abaixo do ideal e a torna mais em conformidade com as expectativas dos acionistas (ALKALBANI; CUOMO; MALLIN, 2019).

As evidências sugerem, portanto, que as mulheres no conselho são recursos valiosos para planejamento e desenho da remuneração executiva, pensam no desenvolvendo sustentável da firma e contribuem para a governança corporativa (PUCHETA-MARTÍNEZ; BEL-OMS; OLCINA-SEMPERE, 2017). Usman *et al.* (2019) destacam que a presença de mulheres torna a remuneração do CEO mais efetiva, quando em conselhos de empresas não familiares ou de menor concentração de propriedade, sendo a influência da diversidade de gênero sobre a remuneração mais forte quando superado o tokenismo e as mulheres podem de fato levar suas potenciais contribuições às reuniões do conselho. Segundo Sarhan, Ntim e Al-Najjar (2019) a diversidade de gênero aumenta a sensibilidade da remuneração ao desempenho e a promoção da diversidade não tem em si apenas o valor moral, mas considerações de custo-benefício para as companhias.

Da mesma forma que existem alguns estudos com resultados que apontam para uma possível relação positiva entre a diversidade de gênero no conselho e a remuneração do CEO, existem os que identificam o mesmo tipo de relação dessa com a remuneração dos executivos (BAIXAULI-SOLER *et al.*, 2016; ABDUL *et al.*, 2018; ALMOR; BAZEL-SHOHAM; LEE, 2019) e, de acordo com Abdul *et al.* (2018), esse resultado se mantém válido também para a existência de pelo menos três mulheres atuando no conselho, na perspectiva da massa crítica. Além disso, quanto maior a concentração de propriedade em mãos de acionistas internos, menor era a associação entre a diversidade de gênero no conselho e a remuneração baseada em desempenho (BAIXAULI-SOLER *et al.*, 2016).

Nesse contexto, Baixauli-Soler *et al.* (2016), Abdul *et al.* (2018) e Almor, Bazel-Shoham e Lee (2019) veem a nomeação de mulheres como algo benéfico para as empresas, sinalizando que os executivos são valorizados por sua expertise a partir de maior remuneração, que

incentiva o comportamento inovador e em prol dos objetivos organizacionais. Apesar disso, Al-Shaer e Harakeh (2020), ao analisarem empresas do Reino Unido entre 2008 e 2015, concluíram que empresas com ao menos uma mulher no conselho apresentam menor remuneração dos executivos em relação às empresas de conselho formado exclusivamente por membros do gênero masculino.

Entende-se, portanto, que a maior parte dos estudos quanto ao efeito da diversidade de gênero sobre a remuneração voltam-se à análise da remuneração do CEO e não do quadro de executivos e não há consenso quanto à direção positiva ou negativa desse efeito. Apesar disso, há indícios de que exista associação de mulheres no conselho à remuneração do tipo variável, sendo definida em função do desempenho da firma, também não sendo clara sua direção.

Em observância não somente da teoria que prevê a possível definição de remuneração mais adequada a partir da presença de mulheres no conselho, como também as evidências empíricas apresentadas e sumarizadas no Quadro 1, acredita-se que, no contexto brasileiro, de baixa governança corporativa e estrutura de alta concentração de propriedade, a participação feminina reduz a remuneração total dos executivos. Assim, estabelece-se a primeira hipótese de pesquisa:

H<sub>1</sub>: A diversidade de gênero no conselho tem efeito negativo sobre a remuneração total dos executivos.

Apesar de a evidência internacional apontar para um possível efeito negativo da diversidade de gênero no conselho sobre a remuneração total dos executivos, o efeito sobre a remuneração variável não é claro, dada a inconsistência nos resultados. Alguns estudos sugerem relação positiva entre a diversidade de gênero no conselho e a remuneração variável dos executivos (BAIXAULI-SOLER *et al.*, 2016; ALMOR; BAZEL-SHOHAM; LEE, 2019). Por outro lado, há também indícios de que a diversidade de gênero no conselho estaria associada a uma maior sensibilidade da remuneração ao desempenho da firma (SARHAN; NTIM; AL-NAJJAR, 2019) e teria efeito negativo sobre a remuneração variável (AL-SHAER; HARAKEH, 2020).

Dessa forma, apesar de não haver consenso nas evidências empíricas, acredita-se que existe efeito negativo da diversidade de gênero no conselho sobre a remuneração variável dos executivos, uma vez que se parte da premissa de que a diversidade de gênero reduz o excesso

de remuneração do quadro executivo da companhia. Segue-se, assim, a segunda hipótese de pesquisa:

H<sub>2</sub>: A diversidade de gênero no conselho tem efeito negativo sobre a remuneração variável dos executivos.

Na presente pesquisa, ao dar ênfase à remuneração dos executivos de empresas listadas no mercado brasileiro e utilizar técnica robusta aos problemas de endogeneidade, espera-se identificar, portanto, efeito negativo da participação feminina nos conselhos sobre a remuneração variável e, conseqüentemente, a remuneração total dos executivos.

### 2.3.2 Gerenciamento de resultados e diversidade de gênero no conselho

A preocupação com a qualidade das informações financeiras reportadas tem crescido, ao entrarem em evidência diversos escândalos corporativos que envolvem relatórios divulgados pelas companhias. A maneira mais comum de se relatar incorretamente informações financeiras é por meio da manipulação dos lucros (SAONA *et al.*, 2019), amplamente utilizados por diversos agentes como medida de desempenho da firma, que auxilia na determinação de remuneração dos executivos, *covenants*, prospecção de abertura e capital, avaliação de investimento por parte de acionistas e credores, dentre outros (DECHOW, 1994).

Conforme Dechow (1994), o princípio contábil que orienta a formação dos lucros divulgados é o princípio do reconhecimento da receita e o confronto dessa receita com as despesas. Nesse contexto, a receita é reconhecida quando é realizada, independente do fluxo de caixa ser ou não gerado naquele momento. Adicionalmente, as despesas associadas às receitas são reconhecidas no mesmo período em que se reconhece a receita, independentemente de o fluxo de caixa ser ou não gerado naquele momento. Assim, existe uma inerente falta de sincronização dos lucros em relação aos fluxos de caixa.

Os gestores têm, portanto, circunstâncias para gerenciar resultados, enganando e influenciando os *stakeholders* quanto ao desempenho da companhia, a partir dos números reportados (HEALY; WAHLEN, 1999), ao utilizar de seu poder discricionário para, por exemplo, uso de *accruals*, que simbolizam ajustes do lucro do regime de competência ao regime de caixa e, de maneira oportunista, manipular lucros e mascarar os resultados da firma. A prática

de gerenciamento de resultados a partir do uso de *accruals* discricionários, portanto, pode ser vista como uma *proxy* para a qualidade das informações financeiras divulgadas pelas firmas.

Dentre os motivos que podem levar os gerentes à utilização de gerenciamento de resultados estão questões relativas ao mercado, para atender às expectativas de analistas e investidores e influenciar os preços das ações, questões contratuais, em busca de não violação de cláusulas ou obtenção de financiamento externo a baixo custo, e questões regulatórias, como a redução de impostos a pagar ou especificidades do setor de atividade da empresa (GONÇALVES; GAIO; SANTOS 2019).

A prática de gerenciamento de resultados é um problema de agência que pode ser restringido a partir de efetivo monitoramento da gestão e auditoria (ABDULLAH; ISMAIL, 2016; KOUAIB; ALMULHIM, 2019). Dessa forma, o conselho de administração, como órgão máximo de controle interno, tem papel preponderante a desempenhar na redução do gerenciamento de resultados. Em conjunto com sua estrutura auxiliar, comitê de auditoria, pode reduzir problemas de agência, a partir de redução da assimetria de informação entre os tomadores de decisão e as demais partes interessadas (FAMA; JENSEN, 1983; JENSEN; MECKLING, 1976), proporcionando maior transparência nos resultados divulgados.

Em observância de que o gerenciamento de resultados é uma questão ética e que mulheres detêm valores que as torna mais propensas a comportamentos e julgamentos éticos que homens, o que levaria a menor intenção de cometer ou corroborar com atos financeiros de alguma forma fraudulentos ou enganosos (VERMEIR; VAN KENHOVE, 2007), diversos estudos buscaram evidência de que a presença de mulheres no conselho e/ou no comitê de auditoria melhora a qualidade das informações financeiras, prevenindo comportamento oportunista de gerenciamento de resultados.

Com base na revisão sistemática de literatura, foram elencados 26 artigos referentes ao gerenciamento de resultados, a partir da perspectiva da diversidade de gênero no conselho de administração, sendo um deles o de Harakeh, El-Gammal e Matar (2019) que, ao associarem essa prática também à remuneração dos executivos, foi identificado conjuntamente na revisão sistemática referente ao tema e, por conseguinte, optou-se por apresentar seus resultados na subseção anterior. Os demais trabalhos identificados, estão aqui apresentados.

O Quadro 2 sintetiza as evidências empíricas dos estudos apresentados quanto à diversidade de gênero no conselho de administração e à prática de gerenciamento de resultados.

**Quadro 2** - Resumo das evidências empíricas sobre gerenciamento de resultados e diversidade de gênero no conselho de administração

ESTUDOS	PAÍS	EVIDÊNCIAS
Abdullah e Ismail (2016)	Malásia	Relação negativa entre a participação de mulheres no comitê de auditoria e o gerenciamento de resultados
Chen e Gavius (2016)	Israel	Mulheres com formação financeira no conselho de administração tem efeito negativo sobre o gerenciamento de resultados
Du, Lai e Pei (2016)	China	Relação não linear entre a presença de mulheres no conselho e o gerenciamento de resultados
Luo, Xiang e Huang (2017)	China	Relação negativa entre a diversidade de gênero no conselho e o gerenciamento de resultados, com maior efeito quando as diretoras detêm altos níveis de ações da firma
García Lara <i>et al.</i> (2017)	Reino Unido	Relação negativa entre a participação de mulheres como diretoras independentes no conselho e o gerenciamento de resultados
Strydom, Au Yong e Rankin (2017)	Austrália	Relação não linear entre a participação de mulheres no conselho e o gerenciamento de resultados
Elghuweel <i>et al.</i> (2017)	Omã	Não é verificada relação entre a diversidade de gênero no conselho e o gerenciamento de resultados
García-Sánchez, Martínez-Ferrero e García-Meca (2017)	Multipaís	Relação negativa entre a diversidade de gênero e o gerenciamento de resultados em bancos
Damak (2018)	França	Relação negativa entre a diversidade de gênero e o gerenciamento de resultados
Gull <i>et al.</i> (2018)	França	Relação negativa entre a diversidade de gênero e o gerenciamento de resultados e positiva quando considerando características estatutárias e demográficas das diretoras, sendo preponderante a <i>expertise</i> de negócio e a participação em comitê de auditoria na qualidade dos lucros reportados
Waweru e Prot (2018)	Quênia e da Tanzânia	Relação positiva entre a diversidade de gênero no conselho e o gerenciamento de resultados
Pavlović, Knežević e Bojičić (2018)	Sérvia	Não é verificada relação entre a diversidade de gênero no conselho e o gerenciamento de resultados
Waweru e Prot (2019)	Multipaís	Relação negativa entre a diversidade de gênero e o gerenciamento de resultados
Gonçalves, Gaio e Santos (2019)	Multipaís	Não é verificada relação entre a diversidade de gênero e o gerenciamento de resultados. Empresas com mulheres no cargo de CFO apresentam gerenciamento reduzindo lucros
Kouaib e Almulhim (2019)	Multipaís	Relação negativa entre a diversidade de gênero no conselho e o gerenciamento de resultados
Al Azeez <i>et al.</i> (2019)	Multipaís	Relação negativa entre a diversidade de gênero no conselho e o gerenciamento de resultados
Al-Absy, Ismail e Chandren (2019a)	Malásia	Relação positiva entre o fato de uma mulher ocupar o cargo de presidente do comitê de auditoria e o gerenciamento de resultados
Al-Absy, Ismail e Chandren (2019b)	Malásia	Alto nível de gerenciamento de resultados em empresas com diversidade de gênero no conselho e que não adotam política de denúncia
Sial <i>et al.</i> (2019)	China	Relação negativa entre a diversidade de gênero no conselho e o gerenciamento de resultados
Fan <i>et al.</i> (2019)	EUA	Evidência de relação não linear entre a participação de mulheres no conselho e o gerenciamento de resultados. Maior efeito quando as mulheres fazem parte dos comitês de auditoria e remuneração

Zalata <i>et al.</i> (2019)	EUA	Relação negativa entre a participação de mulheres no conselho que fazem parte dos comitês de auditoria, remuneração e nomeação e o gerenciamento de resultados
Orazalin (2019)	Cazaquistão	Relação negativa entre a diversidade de gênero no conselho e o gerenciamento de resultados
Debnath, Patnaike Satpathy (2019)	Bangladesh	Relação positiva entre a diversidade de gênero no conselho e o gerenciamento de resultados, com tendência à redução dos lucros reportados
Jalan, Badrinath e Al-Gamrh (2020)	Índia	Relação positiva entre o fato de uma mulher ocupar o cargo de presidente do comitê de auditoria e o gerenciamento de resultados
Maglio <i>et al.</i> (2020)	Itália	Relação negativa entre a diversidade de gênero no conselho e o gerenciamento de resultados, com maior efeito quando existem 3 ou mais mulheres
Ongsakul, Jiraporn e Kim (2020)	EUA	Relação negativa entre a diversidade de gênero no conselho e o gerenciamento de resultados

Fonte: elaboração própria

Três dos trabalhos identificados na revisão sistemática de literatura realizada não encontram evidências que deem suporte à existência de relação entre a diversidade de gênero no conselho e o gerenciamento de resultados (ELGHUWEEL *et al.*, 2017; GONÇALVES; GAIO; SANTOS, 2019; PAVLOVIĆ; KNEŽEVIĆ; BOJIČIĆ, 2018). Apenas para o cargo de CFO foi observada relação entre sua ocupação por alguém do sexo feminino e o nível de gerenciamento de resultados, que é menor do que quando é ocupado por integrantes do sexo masculino. Empresas que possuem mulheres CFOs gerenciam resultados reduzindo lucros reportados, indicando que mulheres são mais conservadoras que homens em decisões que afetam divulgações de informações financeiras (GONÇALVES; GAIO; SANTOS, 2019; PAVLOVIĆ; KNEŽEVIĆ; BOJIČIĆ, 2018).

Alguns estudos identificaram relação positiva entre a participação de mulheres em conselhos e/ou comitês de auditoria e a prática de gerenciamento de resultados (AL-ABSY; ISMAIL; CHANDREN, 2019a; WAWERU; PROT, 2018; DEBNATH; PATNAIK; SATPATHY, 2019; JALAN; BADRINATH; AL-GAMRH, 2020). Destaca-se quanto aos achados desse conjunto de trabalhos que quando o conselho de administração era presidido por membro da família, existia perda de efetividade na governança corporativa, com particular impacto no comitê de auditoria em restringir o gerenciamento de resultados (AL-ABSY; ISMAIL; CHANDREN, 2019a) e que não foi verificada associação entre outras características do comitê de auditoria e a qualidade dos lucros (JALAN; BADRINATH; AL-GAMRH, 2020).

Foi observado, ainda, que a estratégia de gerenciamento de resultados adotada por companhias com mulheres no conselho é defensiva e de maior propensão à redução do lucro,

em oposição às companhias de menor representação feminina nos conselhos, que tendem a inflar seus resultados financeiros. Sob essa ótica, a adição de mulheres no conselho poderia diminuir o problema de aumento dos lucros divulgados, porém não sua manipulação em si (DEBNATH; PATNAIK; SATPATHY, 2019).

A maior parte dos estudos sugere que a participação de mulheres no conselho de administração e/ou no comitê de auditoria reduz a prática de gerenciamento de resultados das companhias, tanto em estudos focados em um único país quanto em estudos multipaíses (CHEN; GAVIOUS, 2016; LUO; XIANG; HUANG, 2017; GARCÍA LARA *et al.*, 2017; GARCÍA-SÁNCHEZ; MARTÍNEZ-FERRERO; GARCÍA-MECA, 2017; DAMAK, 2018; GULL *et al.*, 2018; WAWERU; PROT, 2019; KOUAIB; ALMULHIM, 2019; AL AZEEZ *et al.*, 2019; SIAL *et al.*, 2019; ORAZALIN, 2019; MAGLIO *et al.*, 2020; ONGSAKUL; JIRAPORN; KIM, 2020; ABDULLAH; ISMAIL, 2016), demonstrando que mulheres são supervisoras que impactam positivamente na eficácia do monitoramento do conselho, sob a ótica da redução dessa forma de oportunismo gerencial.

Foi observado que a participação de mulheres no conselho de administração é capaz de reduzir a prática de gerenciamento de resultados, com efeito mais forte quando as diretoras detêm altos níveis de concentração de ações da firma (LUO; XIANG; HUANG, 2017) e a qualidade da auditoria também modera essa relação (KOUAIB; ALMULHIM, 2019). Orazalin (2019) encontrou evidência de que esse efeito negativo das mulheres sobre o gerenciamento de resultados é maior em empresas vinculadas à indústria com mais exposição ao risco de conflitos de interesse e pendências judiciais.

Independentemente de serem ou não válidos os argumentos de que mulheres no conselho são mais propensas ao comportamento ético e proveem melhor monitoramento das atividades da gestão da empresa do que diretores do sexo masculino (DAMAK, 2018), e tendem à maior precaução, menos agressividade e maior aversão ao risco (WAWERU; PROT, 2019), com base nos resultados da literatura identificada, há indícios de que a promoção de diversidade de gênero no conselho é um mecanismo de governança corporativa que reduz a manipulação de resultados e provê informação financeira de maior qualidade para as partes interessadas.

Alguns autores vincularam a redução do gerenciamento de resultados a partir da diversidade de gênero no conselho à expertise financeira das mulheres nomeadas, e concluíram que a formação financeira e/ou de negócio seriam complementares à representação feminina no conselho para melhorar a eficácia do monitoramento do comportamento de oportunismo

gerencial e conter o gerenciamento de resultados (CHEN; GAVIOUS, 2016; GARCÍA-SÁNCHEZ; MARTÍNEZ-FERRERO; GARCÍA-MECA, 2017; GULL *et al.*, 2018; FAN *et al.*, 2019). Sob essa perspectiva, a expertise fortalece a governança corporativa e a habilidade do conselho em proteger os interesses dos acionistas, não devendo ser considerado o gênero unicamente, e sim habilidades e competências necessárias ao assento no conselho no momento da nomeação.

Apesar de os resultados da pesquisa de Maglio *et al.* (2020) indicarem que a presença de três ou mais mulheres no conselho têm uma maior contribuição na qualidade das decisões em grupo, mitigando o gerenciamento de resultados, dando suporte ao argumento da massa crítica, alguns estudos sugerem a existência de relação não linear entre a participação de mulheres no conselho e o gerenciamento de resultados, que teria a forma de U invertido (DU; LAI; PEI, 2016; STRYDOM; AU YONG; RANKIN, 2017; FAN *et al.*, 2019), ou seja, existiria um número ótimo de mulheres no conselho e, a medida que esse número aumentasse, seu efeito não seria mais o esperado.

Zalata *et al.* (2019), analisando empresas dos Estados Unidos, dividiram a participação de mulheres no conselho como diretoras monitoras, que estão em pelo menos dois dos principais comitês de monitoramento (auditoria, remuneração, nomeação) e diretoras conselheiras, que não participam de nenhum comitê. O estudo trouxe evidência da contribuição da diversidade de gênero no monitoramento do conselho, que reduz o oportunismo do gestor na prática de gerenciamento de resultados. Contudo, diretoras classificadas como conselheiras não tiveram impacto sobre a qualidade das informações financeiras.

Observa-se, portanto, que, apesar de alguns estudos identificarem relação positiva ou não identificarem relação entre a diversidade de gênero e o gerenciamento de resultados, as evidências apontam a existência de uma relação negativa, em que a participação feminina nos conselhos reduz a prática de gerenciamento de resultados por parte das firmas. Algumas das evidências indicam, ainda, que essa relação pode não ser linear.

Dado o argumento de que mulheres são mais propensas a comportamentos e julgamentos éticos (VERMEIR; VAN KENHOVE, 2007) e menor intenção de atos financeiros enganosos, bem como o grande número de evidências em uma série de países quanto à restrição da manipulação de resultados, a partir da diversidade de gênero no conselho apresentadas no Quadro 2, como os estudos de Waweru e Prot (2019), Kouaib e Almulhim (2019), Al Azeez *et*

al. (2019), Sial *et al.* (2019), Orazalin (2019), Maglio *et al.* (2020) e Ongsakul, Jiraporn e Kim (2020), tem-se a terceira hipótese de pesquisa:

H<sub>3</sub>: A diversidade de gênero no conselho tem efeito negativo sobre o gerenciamento de resultados.

Seguindo tal perspectiva, nesta pesquisa, será analisado o efeito da diversidade de gênero no conselho sobre o gerenciamento de resultados em empresas listadas no mercado brasileiro, esperando-se que esse efeito seja negativo e considerando-se também a possibilidade de diferenças nos resultados, quando o número de mulheres for mais representativo. Ademais, serão levados em consideração possíveis problemas de endogeneidade na estimação dos modelos.

### 2.3.3 Sensibilidade do *turnover* do CEO ao desempenho e diversidade de gênero no conselho

Segundo Shleifer e Vishny (1997), o consumo de privilégios por parte do agente é o menor dos custos associados à agência, sendo os maiores os de investimentos não racionais e de interesse próprio. O mais prejudicial dos custos seria o de o gestor se manter na direção da empresa mesmo não sendo qualificado para tal, reduzindo os possíveis retornos do investimento dos acionistas, ao tornar a empresa menos eficiente. Nesse contexto, Volpin (2002) argumenta que analisar a sensibilidade do *turnover* de executivos ao desempenho da firma é uma maneira de avaliar a prática de governança corporativa da firma.

Conforme Coffee (1999), sistemas de governança corporativa eficientes penalizam executivos por baixo desempenho empresarial, tanto de suas ações no mercado quanto de geração de fluxo de caixa, que pode ser resultado da atuação insatisfatória dos gestores. Não associar então o *turnover* do CEO da firma ao seu desempenho seria um indicativo de estrutura inadequada de governança corporativa, com impacto no valor da empresa (COFFEE, 1999; VOLPIN, 2002).

Como órgão de nomeação e supervisão de CEOs, é papel do conselho de administração sua penalização por baixo desempenho. Contudo, Volpin (2002) ressalta que esse papel pode ser comprometido, a partir da composição do conselho, se esse for formado, por exemplo, de membros ligados ao quadro executivo. Em muitos casos, o CEO da firma é o próprio *chairman*. Adams e Ferreira (2009) identificam que, quando existe diversidade de gênero no conselho, é

observado aumento não somente dos registros de presença de diretores nas reuniões, como também maior sensibilidade do *turnover* do CEO ao desempenho.

Apesar da relevância da dependência de permanência do CEO aos resultados concretos apresentados pela firma no período em que este ocupa o cargo, outros aspectos podem ser apontados como preponderantes para o desempenho da firma. Jenter e Kanaan (2015) evidenciam que CEOs são substituídos por uma série de fatores que estão além do seu controle. Por conseguinte, fatores exógenos da indústria e choques de mercado, significativamente relacionados ao *turnover*, não devem ser ignorados pelo conselho de administração no momento de decisão de retenção ou demissão do CEO.

Ao analisarem o efeito da participação de mulheres nos conselhos sobre a governança corporativa e o desempenho de companhias estadunidenses, Adams e Ferreira (2009) observam que, além de as mulheres se mostrarem mais propensas ao engajamento em comitês de monitoramento, o *turnover* do CEO se torna mais sensível ao desempenho observado, a partir do retorno das ações da firma com mais mulheres nos conselhos.

Na revisão sistemática de literatura realizada, foram identificados apenas dois estudos que associam a sensibilidade do *turnover* do CEO ao desempenho e a diversidade de gênero no conselho de administração publicados nos últimos cinco anos, ambos de 2020.

Kim, Kuang e Qin (2020), ao investigarem 254 empresas listadas na bolsa de Moscow entre 2006 e 2015, observam relação entre a baixa sensibilidade do *turnover* do CEO ao desempenho e a presença de mulheres no conselho. Entretanto, apesar de existir redução dessa sensibilidade, é verificada maior atividade do conselho e aumento do valor da firma em período posterior, quando a decisão de retenção do CEO, mesmo após baixo desempenho, é tomada por mulheres com maior poder de decisão no conselho. A retenção do CEO em momento de baixo desempenho da firma é vista pelos autores, nessa perspectiva, como uma orientação de longo prazo do conselho, que melhora a efetividade de monitoramento e *advising*.

O argumento de Kim, Kuang e Qin (2020) para a menor sensibilidade do *turnover* do CEO ao desempenho em firmas de maior participação feminina no conselho é de que, ao invés de rescindir o contrato do CEO, as diretoras têm preferência por investigar as causas do desempenho abaixo do esperado, que podem não ser associadas ao CEO, mas sim a fatores econômicos ou mercadológicos. Por conseguinte, a avaliação de substituição da pessoa nesse cargo dependeria menos do desempenho relatado.

De maneira divergente aos achados de Kim, Kuang e Qin (2020), ao analisar mais de 3000 empresas de 15 países da Europa, Buchwald e Hottenrott (2020) evidenciam que a participação de mulheres no conselho que não fazem parte do quadro de executivos é associada a maior sensibilidade do *turnover* de executivos ao desempenho. Ademais, identificaram uma relação positiva entre a representação feminina no conselho e a quantidade de anos em que os executivos permanecem na firma.

Contudo, apesar de a duração de permanência do executivo na empresa estar associada à diversidade de gênero no conselho, não se pode afirmar que mulheres no conselho reduzem a sensibilidade do *turnover* dos executivos ao desempenho. Pelo contrário, Buchwald e Hottenrott (2020) pontuam que o monitoramento se torna mais eficaz e isso reduz o risco de saída de executivos. Assim, os autores defendem que o menor *turnover* dos executivos pode ser um teste para melhoria de desempenho futuro realizado como contribuição da diversidade de gênero no conselho, a partir da competência de análise em longo prazo e redução de risco de *turnover*.

Quanto à sensibilidade do *turnover* do CEO, sob a perspectiva da teoria da agência, entende-se que analisar a sensibilidade do *turnover* do CEO ao desempenho da firma é uma maneira eficaz de avaliar a governança corporativa, pois as ações do CEO estariam baseadas no aumento de desempenho da firma, existindo penalização se for inferior ao esperado (COFFEE, 1999; VOLPIN, 2002).

Todavia, dentre os dois estudos quanto a esse tema e diversidade de gênero no conselho identificados com base na revisão sistemática de literatura realizada, Kim, Kuang e Qin (2020) verificam baixa sensibilidade do *turnover* do CEO ao desempenho, quando há presença de mulheres no conselho, associada a um desempenho superior no período subsequente à decisão de retenção do CEO após desempenho ruim e maior diligência do conselho, com maior número de reuniões para acompanhamento. Os autores focam no entendimento de que a decisão de manter o CEO no cargo se deve a uma avaliação mais abrangente e estratégica do que apenas o desempenho em si, investigando suas causas.

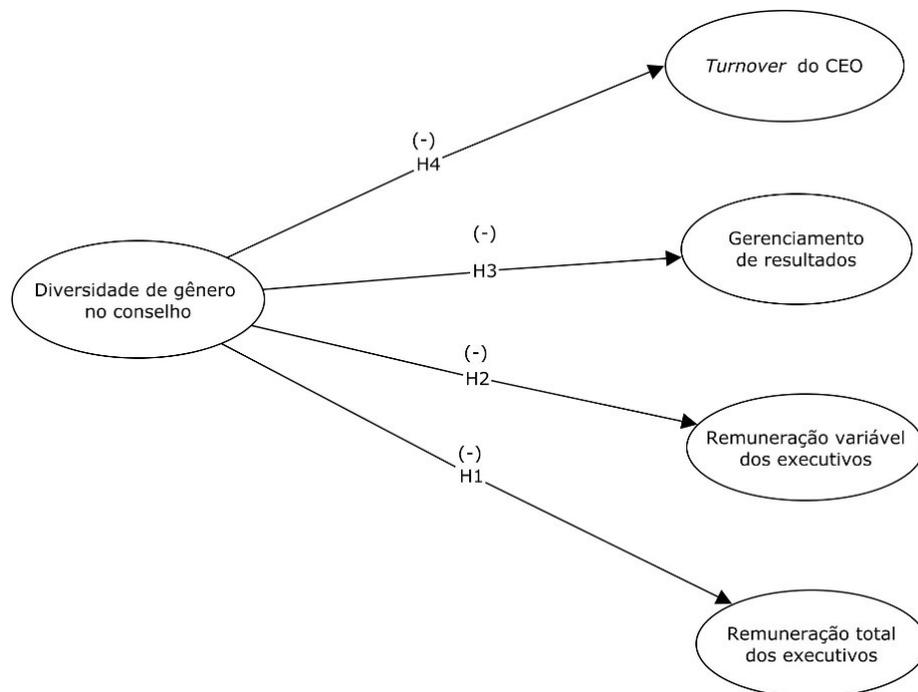
Conforme a pesquisa de Buchwald e Hottenrott (2020), não se identifica que mulheres no conselho estejam associadas à redução da sensibilidade do *turnover* do CEO ao desempenho, porém os autores compartilham do argumento de Kim, Kuang e Qin (2020), quanto à análise de longo prazo e redução do *turnover* do CEO quando existe diversidade de gênero no conselho. Em consonância com o argumento desses autores, tem-se a quarta hipótese de pesquisa:

H<sub>4</sub>: A sensibilidade do *turnover* do CEO ao desempenho da empresa reduz com maior diversidade de gênero no conselho.

Assim, esta pesquisa analisa o efeito da diversidade de gênero no conselho de administração de empresas brasileiras sobre a sensibilidade do *turnover* do CEO ao desempenho, esperando-se que esse seja negativo, pois seria um indicativo de análise mais profunda e visão estratégica e de longo prazo por parte do conselho.

A Figura 1 traz uma representação ilustrativa das funções de monitoramento do conselho de administração e suas relações esperadas, segundo as hipóteses aqui levantadas.

**Figura 1** - Modelo de pesquisa



Fonte: elaboração própria

A seguir, são apresentados os procedimentos metodológicos a serem implementados para testar as hipóteses de pesquisa aqui desenvolvidas.

### 3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Nesta seção, é descrito o caminho metodológico trilhado para conhecer o impacto da diversidade de gênero na função de monitoramento realizada pelos conselhos de administração, explorando as hipóteses construídas com base no aporte teórico e evidências empíricas. A metodologia é estruturada em três etapas, sendo a primeira de definição da amostra, a segunda de descrição das variáveis a serem utilizadas no estudo e a terceira de detalhamento dos modelos e procedimentos econométricos adotados.

#### 3.1 AMOSTRA E DADOS

A análise foi conduzida com base em amostra composta de todas as empresas listadas na Brasil, Bolsa, Balcão (B3), excluindo-se as companhias financeiras e seguradoras, dada sua particularidade em relação ao nível de endividamento e práticas contábeis específicas, bem como por estarem sob escrutínio de autoridades financeiras que podem restringir o papel do conselho de administração, foco da pesquisa.

Considerando o não cumprimento de divulgação obrigatória do salário da diretoria executiva não ser acompanhado de penalização até o ano de 2010, o período de análise compreendeu os anos de 2011 a 2018 e os dados anuais relativos à governança corporativa foram coletados via importação automática de dados contidos nos Formulários de Referência disponibilizados no website da Comissão de Valores Monetários, a partir do pacote “GetDFPData” do software R, bem como consulta direta aos formulários quando identificados dados faltantes. Os demais dados foram coletados utilizando o banco de dados Thomson Reuters Eikon<sup>®</sup>. Alguns dados faltantes no primeiro banco de dados referentes ao número de ações e preço das ações das empresas, bem como concentração de propriedade, foram obtidos a partir de coleta no Economatica<sup>®</sup>. Todos os procedimentos de análise exploratória de dados e demais técnicas estatísticas foram conduzidos utilizando o software R.

Foi realizada análise de dados em painel desbalanceado com 1.287 observações de 199 empresas, que uma vez que oferece as vantagens de controlar a heterogeneidade não observável potencialmente presente nos indivíduos, além de detectar efeitos não observados em análise de dados em corte transversal ou séries temporais de maneira isolada e de permitir a utilização de mais observações, aumentando os graus de liberdade da amostra e diminuindo a colinearidade entre as variáveis (HSIAO, 1986). Entende-se que, apesar do curto período de tempo em análise,

de sete anos, a propriedade de consistência assintótica dos parâmetros estimados é satisfeita a partir do número de indivíduos na amostra.

No intuito de mitigar potenciais problemas decorrentes da presença de outliers na amostra, foi realizada *winsorização* nos percentis 5 e 95.

### 3.2 DESCRIÇÃO DAS VARIÁVEIS UTILIZADAS

Na presente subseção, são apresentadas todas as variáveis utilizadas no estudo, sendo caracterizadas conceitual e operacionalmente e divididas segundo as funções de monitoramento do conselho de administração, que são as variáveis dependentes, as variáveis representativas da diversidade de gênero no conselho, bem como as variáveis de controle.

#### 3.2.1 Variáveis de monitoramento realizado pelo conselho

Seguindo Faleye, Hoitash e Hoitash (2011) e Li e Wahid (2018), admite-se como avaliação da eficácia do monitoramento realizado pelo conselho de administração a observância das funções de desenho da remuneração dos executivos, qualidade das informações financeiras divulgadas e substituição do CEO. Nesse sentido, utilizar-se-á como variáveis dependentes no estudo as remunerações variável e total dos executivos, o gerenciamento de resultados a partir de *accruals* discricionários como *proxy* para qualidade das informações financeiras e a sensibilidade do *turnover* do CEO ao desempenho da firma como representativa da decisão de substituição do principal executivo da companhia. As variáveis estão sumarizadas no Quadro 3.

**Quadro 3** - Variáveis de monitoramento do conselho de administração

VARIÁVEL	OPERACIONALIZAÇÃO	FONTE
Remuneração total (RT)	Remuneração total em reais no ano $t$ (fixa + variável) dividida pela receita líquida no ano $t$	Usman <i>et al.</i> (2019); Sarhan, Ntim e Al-Najjar (2019)
Remuneração variável (RV)	Remuneração variável em reais no ano $t$ (bônus, ações, opções de ações e outros benefícios) dividida pela receita líquida no ano $t$	Baixauli-Soler <i>et al.</i> (2016); Sarhan, Ntim e Al-Najjar (2019); Almor, Bazel-Shoham e Lee (2019); Al-Shaer e Harakeh (2020)
Gerenciamento de resultados (GR)	<i>Accruals</i> discricionários	Chen e Gavius (2016); García-Lara <i>et al.</i> (2017); Strydom, Yong E Rankin (2017); Damak (2018); Waweru e Prot (2018, 2019); Al

---

		Azeez <i>et al.</i> (2019); Zalata <i>et al.</i> (2019)
<i>Turnover</i> do CEO (TCEO)	<i>Dummy</i> que assume valor 1, se o CEO (ou principal executivo) deixa a empresa no ano t+1 e 0 caso contrário	Kim, Kuang e Quin (2020); Buchwald e Hottenrott (2020)

---

Quanto ao gerenciamento de resultados praticado por gestores de firmas, foram utilizados os *accruals* discricionários, conforme Dechow *et al.* (2012). Os *accruals* discricionários tem sido a medida mais comumente utilizada por pesquisadores para se mensurar efeitos induzidos pelo gerenciamento de resultados (DECHOW *et al.*, 2012). Ressalta-se que a prática de gerenciamento de resultados implica qualidade inferior das informações financeiras reportadas, uma vez que tais informações se desviam de sua função principal de refletir a performance econômica das firmas (DECHOW; GE; SCHRAND, 2010).

Para estimar os *accruals* discricionários, foi utilizado o modelo de Pae (2005). Apesar do Modelo Jones (1991) ser um dos mais difundidos na literatura (DECHOW *et al.*, 2012), Pae (2005) avança sobre o modelo Jones (1991), por incorporar a reversão dos *accruals* do período anterior e variáveis representativas do fluxo de caixa operacional.

A estimação do modelo Pae (2005) foi feita conforme Equação 1:

$$\begin{aligned}
 ACC_t = & \beta_1 + \beta_2 \left( \frac{1}{A_{t-1}} \right) + \beta_3 (\Delta R_t) + \beta_4 (PPE_t) + \beta_5 (FCO_t) \\
 & + \beta_6 (FCO_{t-1}) + \beta_7 (ACC_{t-1}) + \varepsilon_t
 \end{aligned} \tag{1}$$

Em que,

$ACC_t$  = *accruals* no período  $t$  dividido pelo ativo total no período  $t-1$ ;

$A_{t-1}$  = ativo total no final do período  $t-1$ ;

$\Delta R_t$  = variação das receitas líquidas entre o período  $t-1$  e o período, dividida pelo ativo total no final do período  $t-1$ ;

$PPE_t$  = saldo das contas do ativo imobilizado no período  $t$ , dividido pelo ativo total no período  $t-1$ ;

$FCO_t$  = fluxo de caixa operacional no período  $t$ , dividido pelo ativo total no período  $t-1$ ;

$FCO_{t-1}$  = fluxo de caixa operacional no período  $t-1$ , dividido pelo ativo total no período  $t-1$ ;

$ACC_{t-1}$  = *accruals* no período  $t$ , divididos pelo ativo total do período  $t-2$ ;

$\varepsilon_t$  = termo de erro da regressão.

A mensuração dos *accruals* do período ( $ACC_t$ ) foi realizada segundo a abordagem de fluxo de caixa, uma vez que, apesar de a abordagem de balanço patrimonial ser bem estabelecida na literatura acadêmica (DECHOW *et al.*, 2012; PAE, 2005), o segundo método pode envolver erros de estimativas (COLLINS; HRIBAR, 2000). Portanto, diante dessa possibilidade, os *accruals* foram calculados por abordagem de fluxo de caixa, seguindo Orazalin (2019), Harakeh, El-Gammal e Matar (2019) e Oradi e Izadi (2020), que consideram a diferença entre o lucro e o fluxo de caixa operacional ponderada pelo ativo total do período anterior, conforme Equação 2.

$$ACC_t = \frac{Lucro_t - FCO_t}{AT_{1-t}} \quad (2)$$

A *proxy* para gerenciamento de resultados, qual seja, aquela representativa dos *accruals* discricionários, consiste no valor absoluto dos resíduos da regressão (Equação 1), com estimativas *cross-sectional*, segregando a amostra por setor e ano, utilizando Mínimos Quadrados Ordinários, como abordagem padrão da literatura (PAE, 2005). Na hipótese de menor gerenciamento de resultados, espera-se que os resíduos sejam próximos de zero, sinalizando menor prática de gerenciamento de resultados por parte de gestores das firmas, ao passo que resíduos mais afastados de zero denotariam maior incidência da prática de gerenciamento de resultados por gestores.

### 3.2.2 Variáveis de diversidade de gênero no conselho

Como medida de diversidade de gênero no conselho, foram utilizadas três das principais variáveis utilizadas nos estudos consultados e que atendem aos objetivos propostos. As variáveis, sua forma de operacionalização e os estudos que lhes dão suporte podem ser visualizados nos Quadros 4, 5 e 6.

Na revisão sistemática da literatura, foi possível perceber a ampla utilização da variável percentual de mulheres no conselho como representativa da diversidade de gênero no conselho. Todavia, buscou-se aqui o uso de uma série de possíveis representações da diversidade de gênero. Além do percentual de mulheres no conselho de administração (PM), foi empreendida a análise da presença de pelo menos uma mulher no conselho (DM) e a presença de três ou mais mulheres no conselho (MC).

A literatura adotada costuma definir como diversidade de gênero a participação não somente de homens, mas também de mulheres no conselho de administração. Dessa forma, foram utilizadas na pesquisa medidas que identificam a participação feminina no conselho (PM e DM). Contudo, acredita-se que a baixa participação de mulheres no conselho pode não ser representativa de diversidade de gênero, refletindo o fenômeno do tokenismo, em que as mulheres são nomeadas para o conselho apenas para cumprir um mínimo simbólico.

Nesse sentido, a motivação para a utilização da variável presença de três ou mais mulheres no conselho são os estudos de Pucheta-Martínez, Bel-Oms e Olcina-Sempere (2017), Abdul *et al.* (2018), Owen e Temesvary (2019) e Alkalbani, Cuomo e Mallin (2019), que proveem evidências que suportam o argumento da “massa crítica” (KONRAD; KRAMER; ERKUT, 2008), em que, ao alcançar um número mínimo de três, as mulheres no conselho podem deixar de serem somente símbolos de uma minoria marginalizada e apresentarem reais contribuições nas reuniões do conselho quanto à remuneração dos executivos.

Considerou-se, inicialmente, a utilização de uma *dummy* para a presença de um número de mulheres no conselho superior ao da média amostral de todas as empresas observadas como uma variável representativa da diversidade de gênero no conselho. Contudo, verificada que a média do número de mulheres nos conselhos na amostra foi inferior a 1, essa variável mostrou-se idêntica à DM e, por isso, foi excluída da análise.

O Quadro 4 exhibe as variáveis utilizadas no estudo como representativas da diversidade de gênero nos conselhos de administração.

**Quadro 4** - Variáveis de diversidade de gênero a serem utilizadas no modelo de remuneração dos executivos

VARIÁVEL	OPERACIONALIZAÇÃO	FONTE	RELAÇÃO ESPERADA <sup>1</sup>
Percentual de mulheres no conselho (PM)	Número de mulheres no conselho dividido pelo número total de membros no conselho	-	-
Presença de mulheres no conselho (DM)	<i>Dummy</i> que assume valor 1, quando existe pelo menos uma mulher no conselho e 0 caso contrário	Al-Shaer e Harakeh (2020)	-
Massa crítica de mulheres no conselho (MC)	<i>Dummy</i> que assume valor 1, quando existem 3 ou mais mulheres no conselho e 0 caso contrário	-	-

Nota: <sup>1</sup> independente da variável de remuneração utilizada (RV e RT)

A maioria dos estudos que investigou o efeito da diversidade de gênero no conselho sobre a remuneração de CEOs identificou relação negativa entre a variável percentual de mulheres no conselho e a remuneração variável de CEOs (BUGEJA; MATOLCSY; SPIROPOULOS, 2016; HARAKEH; EL-GAMMAL; MATAR, 2019; USMAN *et al.*, 2019). Contudo, os que examinaram a remuneração do quadro de executivos identificaram relação positiva (BAIXAULI-SOLER *et al.*, 2016; ABDUL *et al.*, 2018; SARHAN; NTIM; AL-NAJJAR, 2019; ALMOR; BAZEL-SHOHAM; LEE, 2019). Então, apesar dos indícios de que a variável PM pode apresentar coeficiente positivo, entende-se na presente pesquisa que a relação esperada, com base na perspectiva teórica, é que esse seja negativo e significativo, e a diversidade de gênero representada por essa variável reduza a remuneração dos executivos, assim como as demais *proxies* para diversidade de gênero.

Sob a perspectiva teórica e algumas evidências empíricas identificadas, espera-se que a diversidade de gênero no conselho melhore a governança corporativa e, nesse sentido, atue reduzindo o excesso de remuneração dos executivos, com maior efeito sobre a remuneração baseada em desempenho. Dessa forma, são esperados coeficientes negativos e significativos para também para DM e MC, dando suporte para não rejeição das hipóteses de pesquisa H1 e H2.

Quanto ao gerenciamento de resultados, o Quadro 5 expõe as variáveis representativas de diversidade de gênero e suas relações esperadas com o gerenciamento de resultados.

**Quadro 5** - Variáveis de diversidade de gênero a serem utilizadas no modelo de gerenciamento de resultados

VARIÁVEL	OPERACIONALIZAÇÃO	FONTE	RELAÇÃO ESPERADA
Percentual de mulheres no conselho (PM)	Número de mulheres no conselho dividido pelo número total de membros no conselho	Gull <i>et al.</i> (2018); Kouaib e Almulhim (2019); Sial <i>et al.</i> (2019); García Lara <i>et al.</i> (2017); Luo, Xiang e Huang (2017); Harakeh, El-Gammal e Matar (2019)	-
Presença de mulheres no conselho (DM)	<i>Dummy</i> que assume valor 1, quando existe pelo menos uma mulher no conselho e 0 caso contrário	Gull <i>et al.</i> (2018); Damak (2018); Harakeh, El-Gammal e Matar (2019); Maglio <i>et al.</i> (2020); Orazalin (2019);	-
Massa crítica de mulheres no conselho (MC)	<i>Dummy</i> que assume valor 1, quando existem 3 ou mais mulheres no conselho e 0 caso contrário	Luo, Xiang e Huang (2017); Fan <i>et al.</i> (2019); Maglio <i>et al.</i> (2020)	-

Tendo em vista a perspectiva teórica que a diversidade de gênero no conselho pode restringir determinados comportamentos oportunistas de gestores e que uma série de pesquisas identificaram que a participação de mulheres no conselho reduz a prática de gerenciamento de resultados (CHEN, GAVIOUS, 2016, GARCÍA LARA *et al.*, 2017; DAMAK, 2018; ORAZALIN, 2019; MAGLIO *et al.* 2020), espera-se coeficiente negativo e significativo para as variáveis PM, DM, MC, sendo assim explicativas do gerenciamento de resultados observado a partir do uso de *accruals* discricionários e dando suporte para não rejeição da hipótese de pesquisa H3. Particularmente quanto à variável MC, espera-se resultados em consonância aos de Maglio *et al.* (2020), de maior efeito negativo sobre o gerenciamento de resultados, a partir da presença de três ou mais mulheres no conselho.

Quanto ao *turnover* do CEO, o Quadro 6 sintetiza as variáveis representativas de diversidade de gênero e suas relações esperadas com o *turnover* do CEO.

**Quadro 6** - Variáveis de diversidade de gênero a serem utilizadas no modelo de *turnover* do CEO

VARIÁVEL	OPERACIONALIZAÇÃO	FONTE	RELAÇÃO ESPERADA
Percentual de mulheres no conselho (PM)	Número de mulheres no conselho dividido pelo número total de membros no conselho	Buchwald e Hottenrott (2020); Kim, Kuang e Qin (2020)	-
Presença de mulheres no conselho (DM)	<i>Dummy</i> que assume valor 1, quando existe pelo menos uma mulher no conselho e 0 caso contrário	Kim, Kuang e Qin (2020)	-
Massa crítica de mulheres no conselho (MC)	<i>Dummy</i> que assume valor 1, quando existem 3 ou mais mulheres no conselho e 0 caso contrário	-	-
Interação entre PM e desempenho da empresa (PMxD)	Produto entre percentual de mulheres no conselho e ROA	Buchwald e Hottenrott (2020); Kim, Kuang e Qin (2020)	+
Interação entre DM e desempenho da empresa (DMxD)	Produto entre <i>dummy</i> para a presença de pelo menos 1 mulher no conselho e ROA	Buchwald e Hottenrott (2020); Kim, Kuang e Qin (2020)	+
Interação entre MC e desempenho da empresa (MCxD)	Produto entre <i>dummy</i> para presença de 3 ou mais mulheres no conselho e ROA	-	+

Conforme os estudos de Buchwald e Hottenrott (2020) e Kim, Kuang e Qin (2020), espera-se identificar relação negativa entre PM e a sensibilidade do *turnover* do CEO ao desempenho da firma, assim como para a variável DM. Apesar de não serem encontradas evidências que associem MC à sensibilidade do *turnover* do CEO ao desempenho, acredita-se que, dado o argumento de Konrad, Kramer e Erkut (2008) e as evidências em estudos referentes à remuneração dos executivos e gerenciamento de resultados, faz-se relevante sua investigação também no contexto do terceiro papel de monitoramento em foco, com a suposição de que apresente coeficiente negativo.

O efeito da diversidade de gênero no conselho sobre a sensibilidade do *turnover* do CEO ao desempenho da firma foi mensurado a partir da interação entre a variável referente à diversidade de gênero no conselho (PM, DM e MC) e a variável referente ao desempenho da firma, sendo adotado o ROA, em consonância aos estudos de Buchwald e Hottenrott (2020); Kim, Kuang e Qin (2020).

Foram utilizadas então as variáveis de interação (PMxD, DMxD e MCxD), como produtos entre as variáveis de gênero e o ROA. Se o ROA isoladamente apresentar efeito negativo e significativo sobre a probabilidade de *turnover* do CEO e as variáveis de interação apresentarem coeficiente positivo e não significativo, seria indício de que em empresas com diversidade de gênero no conselho o desempenho não teria efeito explicativo sobre o *turnover* do CEO. Espera-se, portanto, que PMxD, DMxD e MCxD apresentem coeficientes positivos e não significativos, o que sustentaria a não rejeição da hipótese de pesquisa H4, de redução da sensibilidade do *turnover* do CEO ao desempenho da firma a partir da existência de diversidade de gênero no conselho.

### 3.2.3 Variáveis de controle

Dentre os estudos identificados na revisão sistemática de literatura implementada, foram selecionadas variáveis de governança corporativa e características das firmas de maior abrangência em pesquisas e que se espera que impactem significativamente nas variáveis dependentes utilizadas nos modelos relativos tanto à remuneração quanto ao gerenciamento de resultados e a sensibilidade do *turnover* do CEO ao desempenho.

#### 3.2.3.1 Variáveis de controle sobre a remuneração dos executivos

Diversos estudos apontaram que o tamanho do conselho de administração influencia sua eficácia. Quanto maior o número de membros no conselho, menor seria sua habilidade em monitorar as ações da gestão (GARCÍA-IZQUIERDO; FERNANDEZ-MENDEZ; ARRONDO-GARCIA, 2018). Presume-se, assim, um coeficiente positivo e significativo para a variável tamanho do conselho (TC), que conduziria a uma maior remuneração dos executivos (GARCÍA-IZQUIERDO; FERNANDEZ-MENDEZ; ARRONDO-GARCIA, 2018), representando monitoramento insuficiente e/ou inadequado do conselho.

Fama e Jensen (1983) sugerem, já na década de 1980, que a presença de diretores independentes sinaliza aos agentes de mercado credibilidade e *expertise* que contribuirá na tomada de decisão. Quanto à essa questão, acredita-se que ao não possuir vínculos com a firma ou pessoais com os executivos, diretores independentes são melhores monitores (FAMA; JENSEN, 1983; YERMACK, 2004). Espera-se, portanto, que a variável independência do

conselho (IC) tenha coeficiente significativo e negativo sobre a remuneração variável e total dos executivos.

Na mesma perspectiva, mas de maneira oposta, a dualidade do CEO (DUAL), ou seja, o cargo de principal executivo da empresa e o de presidente do conselho serem ocupados pela mesma pessoa pode favorecer os conflitos de agência apontados por Jensen e Meckling (1976), em que o agente busca a maximização do seu próprio benefício. Assume-se, portanto, que a dualidade do CEO conduziria a maior remuneração dos executivos, particularmente a remuneração variável.

Segundo Baixauli-Soler *et al.* (2016), desempenho, tamanho da firma e alavancagem, são fatores que afetam a remuneração. Al-Shaer e Harakeh (2020) argumentam que a remuneração dos executivos é função do desempenho da firma. Assim, admitiu-se que quanto melhor o desempenho observado, maior será a remuneração associada, uma vez que é utilizada como incentivo para melhoria de desempenho. Para desempenho da firma, a presente pesquisa utilizou as variáveis retorno sobre o ativo (ROA) e retorno das ações (RET).

Foi utilizado o tamanho da firma (TAM) como controle para a possibilidade de efeito tamanho (GARCÍA-IZQUIERDO; FERNANDEZ-MENDEZ; ARRONDO-GARCIA, 2018), bem como a alavancagem, para controlar o risco (ALKALBANI; CUOMO; MALLIN, 2019; GARCÍA-IZQUIERDO; FERNANDEZ-MENDEZ; ARRONDO-GARCIA, 2018). Da mesma forma, espera-se que o tamanho tenha impacto positivo e significativo sobre a remuneração, dado o maior nível de responsabilidade assumido pelo executivo de empresas maiores, e que a alavancagem (LEV) tivesse impacto positivo, pois os executivos exigiriam maior compensação para atuarem em empresas de maior risco.

Tomando como *proxy* de criação de valor a medida *market-to-book* (MB), enseja-se relação positiva dessa com a remuneração variável e, conseqüentemente, a remuneração total dos executivos, em que, quanto melhor o desempenho desse indicador, maiores seriam as recompensas monetárias alcançadas pela alta gerência da firma.

Entende-se que o conselho monitora de perto a gerência em nome dos acionistas, dada a dificuldade desses em exercer o controle e o alto gasto que seria despendido com monitoramento advindo da dispersão de propriedade das ações. Desse modo, entendeu-se pertinente a inclusão da variável concentração de propriedade (CP), identificando o percentual controlado pelos três maiores acionistas da firma e acreditando-se que, quanto maior esse percentual, melhor será o monitoramento exercido sobre os executivos a partir de maior poder

dos acionistas e, conseqüentemente, menor será a remuneração a eles concedida, conforme os achados de Baixauli-Soler *et al.* (2016).

Uma vez que Benkraiem *et al.* (2017) destacam o status de independência das mulheres no conselho para um comportamento de monitoramento mais eficaz e melhoria do processo decisório, assume-se que a variável mulheres independentes no conselho (MIC) apresente relação negativa com as variáveis de remuneração dos executivos.

Considerando o contexto brasileiro de baixa governança corporativa, seria válida a inclusão de uma variável para presença de um comitê de remuneração. Contudo, tornou-se inviável a coleta de dados referente a essa variável, uma vez que tal informação não consta de maneira clara e objetiva nos formulários de referência e muitas empresas listam seus comitês apenas como “Outros comitês”, sem maiores especificações.

O Quadro 7 sumariza a operacionalização das variáveis a serem utilizadas e as relações esperadas com as variáveis associadas à remuneração dos executivos.

**Quadro 7 - Variáveis de controle sobre a remuneração dos executivos**

VARIÁVEL	OPERACIONALIZAÇÃO	FONTE	RELAÇÃO ESPERADA <sup>1</sup>
Tamanho do conselho (TC)	Número total de membros no conselho	Baixauli-Soler <i>et al.</i> (2016); Sarhan, Ntim e Al-Najjar (2019); Al-Shaer e Harakeh (2020)	+
Dualidade do CEO (DUAL)	<i>Dummy</i> que assume valor 1 quando o cargo de CEO e <i>chairman</i> são ocupados pela mesma pessoa e 0 caso contrário	Baixauli-Soler <i>et al.</i> (2016); Abdul <i>et al.</i> (2018); Al-Shaer e Harakeh (2020)	+
Independência do conselho (IC)	Percentual de membros independentes no conselho	Baixauli-Soler <i>et al.</i> (2016); Al-Shaer e Harakeh (2020)	-
Retorno sobre o ativo (ROA)	(Lucro Líquido dividido pelo ativo total) x 100	Baixauli-Soler <i>et al.</i> (2016)	+
Retorno das ações (RET)	Logaritmo natural da divisão entre o preço da ação ajustado por proventos no período <i>t</i> e o preço no período <i>t-1</i>	-	+
Alavancagem (LEV)	Proporção da dívida em relação ao total de ativos	Baixauli-Soler <i>et al.</i> (2016); Sarhan, Ntim e Al-Najjar (2019); Al-Shaer e Harakeh (2020);	+
Tamanho da firma (TAM)	Logaritmo natural do ativo total da firma	Baixauli-Soler <i>et al.</i> (2016); Sarhan, Ntim e Al-Najjar (2019); Al-Shaer e Harakeh (2020)	+

<i>Market-to-book</i> (MB)	Valor de mercado do patrimônio líquido dividido pelo valor contábil do patrimônio líquido	-	+
Concentração de propriedade (CP)	Somatório do percentual de ações controladas pelos cinco maiores acionistas	Baixauli-Soler <i>et al.</i> (2016)	-
Mulheres Independentes no conselho (MIC)	<i>Dummy</i> que assume valor 1 se existir pelo menos uma mulher como membro independente do conselho e 0 caso contrário	-	-

Nota: <sup>1</sup> independente da variável de remuneração utilizada (RV e RT)

Além dessas variáveis, diversos autores afirmam que a remuneração dos executivos pode ser afetada pelo período considerado em análise (BENKRAIEM *et al.*, 2017; USMAN *et al.*, 2018; GARCÍA-IZQUIERDO; FERNÁNDEZ-MÉNDEZ; ARRONDO-GARCÍA, 2018; SARHAN; NTIM; AL-NAJJAR, 2019; ULLAH *et al.*, 2020). Nesse sentido, foram acrescentadas ao modelo *dummies* para ano. Não foram incluídas *dummies* de setor, pois entende-se que, mesmo dentro de um mesmo setor a remuneração dos executivos apresenta alta variação, o que pode trazer problemas nas estimações.

### 3.2.3.2 Variáveis de controle sobre o gerenciamento de resultados

As mesmas premissas de que as variáveis referentes à governança corporativa melhoram a eficácia de monitoramento do conselho destacadas na subseção anterior são válidas para a análise do gerenciamento de resultados. Quanto maior o conselho de administração, menor seria sua capacidade de monitoramento das ações da gestão, esperando-se que um maior número de membros no conselho conduza à maior prática de gerenciamento de resultados, a exemplo dos achados de Gull *et al.* (2018) e Damak (2018).

Apesar de estudos não identificarem coeficiente significativo para variável DUAL (DAMAK, 2018; GULL *et al.*, 2018; AL AZEEZ *et al.*, 2019), seguindo a premissa teórica, espera-se que essa variável apresente efeito positivo sobre o gerenciamento de resultados, dado o maior poder concedido ao CEO ao ocupar o cargo de presidente do conselho e limitando a capacidade desse órgão de monitorar as ações do CEO.

Dado o argumento de que diretores independentes são melhores monitores (FAMA; JENSEN, 1983; YERMACK, 2004), acredita-se que IC possa reduzir a prática de gerenciamento de resultados, apresentando, portanto, coeficiente negativo.

Seguindo os achados de estudos como os de Kouaib e Almulhim (2019) e Maglio *et al.* (2020), ensejou-se relação positiva entre a alavancagem financeira e o gerenciamento de resultados, partindo-se da suposição de que gestores de empresas mais endividadas são mais propensos a optarem por escolhas contábeis que demonstrem o maior lucro possível.

Quanto ao tamanho da firma, foi pressuposto coeficiente negativo para a variável TAM, como identificado por Damak (2018) e Waweru e Prot (2018, 2019), entendendo-se que empresas maiores se utilizariam menos de gerenciamento de resultados baseado em *accruals* discricionários.

A análise do efeito do desempenho da firma sobre o gerenciamento de resultados se mostrou contraditória, com base nas evidências empíricas identificadas. Quando observado a partir da variável ROA, foi visto efeito negativo (DAMAK, 2018; ZALATA *et al.*, 2019) e, a partir do retorno das ações, o efeito se mostrou positivo (HARAKEH; EL-GAMMAL; MATAR, 2019). Espera-se a identificação das mesmas relações nesta pesquisa, negativa para o ROA e positiva para o retorno das ações, admitindo-se que o mercado tende a reagir de maneira positiva aos maiores lucros reportados.

Considerando que para manter favorável para si a relação entre o seu valor de mercado e seu valor contábil a empresa precisa apresentar resultados que indiquem boa geração futura de fluxos de caixa, entende-se que os executivos buscarão atender às expectativas do mercado a partir de manipulação dos lucros. Logo, presume-se a existência de relação negativa entre a variável *market-to-book* e o gerenciamento de resultados baseado em *accruals* discricionários.

Embora os resultados identificados por Al-Absy, Ismail e Chandren (2019a) não tenham se mostrado estatisticamente significativos, estima-se que a variável CP apresente relação negativa com a prática de gerenciamento de resultados, uma vez que a concentração de propriedade levaria ao melhor monitoramento.

Seguindo os achados de Fan *et al.* (2019), espera-se relação negativa entre a participação de mulheres independentes no conselho e o gerenciamento de resultados, partindo-se da premissa de que a independência leva ao melhor monitoramento.

A maioria dos estudos parte da premissa de que existe um comitê de auditoria como estrutura auxiliar do conselho de administração. Considerando a particularidade do caso

brasileiro de baixa governança corporativa, acreditou-se relevante analisar não o tamanho do comitê de auditoria, como em tais estudos, mas a própria existência de um comitê de auditoria dentro das companhias, assim como fizeram Waweru e Prot (2018), ao analisar os conselhos no Quênia e na Tanzânia. Contudo, dada a inviabilidade de coleta de dados referentes a comitês, já relatada na subseção anterior, a variável não foi incluída nos modelos.

O Quadro 8 apresenta as variáveis de controle a serem utilizadas sobre o gerenciamento de resultados, sua operacionalização, estudos que lhes fornecem suporte e as relações esperadas.

**Quadro 8 - Variáveis de controle sobre o gerenciamento de resultados**

VARIÁVEL	OPERACIONALIZAÇÃO	FONTE	RELAÇÃO ESPERADA
Tamanho do conselho (TC)	Número total de membros no conselho	Gull <i>et al.</i> (2018); Damak (2018); Orazalin (2019); Strydom, Au Yong e Rankin (2017)	+
Dualidade do CEO (DUAL)	<i>Dummy</i> que assume valor 1 quando o cargo de CEO e <i>chairman</i> são ocupados pela mesma pessoa e 0 caso contrário	-	+
Independência do conselho (IC)	Percentual de membros independentes no conselho	Gull <i>et al.</i> (2018); García Lara <i>et al.</i> (2017)	-
Alavancagem (LEV)	Proporção da dívida em relação ao total de ativos	Abdullah e Ismail (2016); Debnath, Patnaik e Satpathy (2019); Maglio <i>et al.</i> (2020); Al-Absy, Ismail e Chandren (2019a); Waweru e Prot (2019); Kouaib e Almulhim (2019)	+
Tamanho da firma (TAM)	Logaritmo natural do ativo total da firma	Damak (2018); Waweru e Prot (2018, 2019)	-
Retorno sobre ativo (ROA)	(Lucro Líquido dividido pelo ativo total) x 100	Zalata <i>et al.</i> (2019); Luo, Xiang e Huang (2017); Abdullah e Ismail (2016); Orazalin (2019); García Lara <i>et al.</i> (2017); Damak (2018)	-
Retorno das ações (RET)	Logaritmo natural da divisão entre o preço da ação ajustado por proventos no período <i>t</i> e o preço no período <i>t-1</i>	Harakeh, El-Gammal e Matar (2019)	+
<i>Market-to-book</i> (MB)	Valor de mercado do patrimônio líquido dividido pelo valor contábil do patrimônio líquido	Fan <i>et al.</i> (2019); Luo, Xiang e Huang (2017)	-
Concentração de propriedade (CP)	Somatório do percentual de ações controladas pelos três maiores acionistas	Al-Absy, Ismail e Chandren (2019a)	-

Mulheres Independentes no conselho (MIC)	<i>Dummy</i> que assume valor 1 se existir pelo menos uma mulher como membro independente do conselho e 0 caso contrário	Fan <i>et al.</i> (2019)	-
--	--	--------------------------	---

Ademais, empresas de diferentes setores têm diferentes pressões e incentivos para o gerenciamento de resultados, e os achados por setor podem ser diferentes (CHEN; GAVIOUS, 2016). Diversos autores afirmam que o gerenciamento de resultados pode ser afetado não somente pelo setor de atuação da companhia, mas também o período considerado em análise (LUO; XIANG; HUANG, 2017; DU; LAI; PEI, 2016; ELGHUWEEL *et al.*, 2017; KOUAIB; ALMULHIM, 2019; GONÇALVES; GAIO; SANTOS, 2019). Contudo, não foram incluídas no modelo *dummies* de setor e ano por considerar que os seus efeitos já foram retirados durante a estimação dos *accruals* ao segregar a amostra por setor e ano.

### 3.2.3.3 Variáveis de controle sobre o *turnover* do CEO

Partindo novamente das premissas referentes às variáveis de governança corporativa atuando na melhoria da eficácia do conselho de administração, entende-se que quanto maior o número de membros no conselho, menor será sua capacidade de monitoramento refletida no maior *turnover* do CEO. Tal relação positiva esperada entre TC e TCEO é pautada no argumento de Kim, Kuang e Qin (2020) e Buchwald e Hottenrott (2020) de que a decisão de retenção do CEO após baixo desempenho se daria com base em avaliação mais profunda, investigando as causas do desempenho observado, implicando em maior efetividade do monitoramento.

No tocante à variável DUAL, entende-se que, ao presidir o conselho de administração, o CEO detém maior poder de decisão sobre a substituição ou não do agente no cargo que o próprio já ocupa e, como maximizador de sua própria utilidade, tomará decisões para sua permanência. Assim, espera-se coeficiente negativo para essa variável.

Diretores independentes no conselho são vistos como melhores monitores (FAMA; JENSEN, 1983; YERMACK, 2004). Nesse sentido, pautando-se no argumento de Kim, Kuang e Qin (2020) e Buchwald e Hottenrott (2020), de que melhor monitoramento implica maior investigação quanto às causas do baixo desempenho antes da decisão de substituição do CEO, em visão de longo prazo, admite-se a possibilidade de que a variável IC apresente efeito

negativo sobre o *turnover* do CEO (TCEO). Sob o mesmo argumento, espera-se que a variável mulheres independentes no conselho apresente efeito negativo sobre TCEO, conforme identificado por Buchwald e Hottenrott (2020).

Quanto ao tamanho da firma, seguindo os achados de Kim, Kuang e Qin (2020), espera-se que a variável TAM tenha efeito negativo sobre o TCEO, ou seja, quanto maior a companhia, menos propensa essa é à substituição do CEO. A variável referente ao desempenho da empresa foi o retorno sobre o ativo, de maneira consistente com estudos anteriores sobre mulheres no conselho e a sensibilidade do *turnover* do CEO ao desempenho (KIM; KUANG; QIN, 2020; BUCHWALD; HOTTENROTT, 2020).

Uma vez que o índice *market-to-book* é visto como representativo de oportunidade de crescimento e expectativa de fluxos de caixa futuros, quanto maior essa medida, menor seria a necessidade de substituição do CEO, dada sinalização de gestão adequada e bom desempenho atual e futuro. Nessa perspectiva, espera-se relação negativa entre o MB e a probabilidade de *turnover* do CEO.

Ao considerar que a concentração de propriedade levaria a um melhor monitoramento sobre o CEO, e que na presente pesquisa o melhor monitoramento segue o entendimento de Kim, Kuang e Quin (2020) e Buchwald e Hottenrott (2020), espera-se que a maior concentração de propriedade esteja relacionada a menores níveis de *turnover* do CEO, conforme identificado por Buchwald e Hottenrott (2020).

O Quadro 9 sumariza as variáveis de controle sobre o *turnover* do CEO, operacionalização e relações esperadas.

**Quadro 9** - Variáveis de controle sobre o *turnover* do CEO

VARIÁVEL	OPERACIONALIZAÇÃO	FONTE	RELAÇÃO ESPERADA
Tamanho do conselho (TC)	Número total de membros no conselho	-	+
Dualidade do CEO (DUAL)	<i>Dummy</i> que assume valor 1 quando o cargo de CEO e <i>chairman</i> são ocupados pela mesma pessoa e 0 caso contrário	-	-
Independência do conselho (IC)	Percentual de membros independentes no conselho	-	-

Tamanho da firma (TAM)	Logaritmo natural do ativo total da firma	Kim, Kuang e Quin (2020)	-
Retorno sobre o ativo (ROA)	(Lucro Líquido dividido pelo ativo total) x 100	Kim, Kuang e Quin (2020); Buchwald e Hottenrott (2020)	-
<i>Market-to-book</i> (MB)	Valor de mercado do patrimônio líquido dividido pelo valor contábil do patrimônio líquido	-	-
Concentração de propriedade (CP)	Somatório do percentual de ações controladas pelos três maiores acionistas	Buchwald e Hottenrott (2020)	-
Mulheres Independentes no conselho (MIC)	<i>Dummy</i> que assume valor 1 se existir pelo menos uma mulher como membro independente do conselho e 0 caso contrário	Buchwald e Hottenrott (2020)	-

Além das variáveis apresentadas no Quadro 9, considerando que o setor em que a companhia atua e o período em análise podem afetar o *turnover* do CEO, foram incluídas *dummies* para setor e ano.

### 3.3 MODELOS E PROCEDIMENTOS ECONOMETRICOS

Nesta etapa, com base no objetivo de investigar o impacto da diversidade de gênero da eficácia do monitoramento, são apresentados os modelos e os procedimentos econométricos adotados para o seu alcance.

Para analisar a hipótese de pesquisa H1, de que a diversidade de gênero no conselho tem efeito negativo sobre a remuneração total dos executivos, e a hipótese de pesquisa H2, de que a diversidade de gênero no conselho tem efeito negativo sobre a remuneração variável dos executivos do que sobre a remuneração total, fez-se o uso da Equação 3:

$$R_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 R_{t-1} + \beta_2 M_{i,t} + \sum_{j=3}^n \beta_j \text{Controles}_{i,t} + \varepsilon_t \quad (3)$$

Em que,

$R_{i,t}$  = variável referente à remuneração dos executivos da empresa  $i$  no ano  $t$ , assumindo-se as variáveis remuneração total dos executivos (RT) ou remuneração variável dos executivos (RV);

$R_{t-1}$  = variável referente à remuneração dos executivos da empresa  $i$  no ano  $t-1$ , assumindo-se as variáveis  $RT_{t-1}$  ou  $RV_{t-1}$ ;

$M_{i,t}$  = participação de mulheres no conselho de administração da empresa  $i$  no ano  $t$ , assumindo-se as variáveis PM, DM ou MC;

$Controles_{i,t}$  = variáveis referentes à governança corporativa e às características da empresa  $i$  no ano  $t$ , além de *dummies* para ano;

$\varepsilon_t$  = termo de erro da regressão.

Para analisar a hipótese de pesquisa H3, de que a diversidade de gênero no conselho tem efeito negativo sobre o gerenciamento de resultados, fez-se uso da Equação 4:

$$GR_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 GR_{t-1} + \beta_2 M_{i,t} + \sum_{j=3}^n \beta_j Controles_{i,t} + \varepsilon_t \quad (4)$$

Em que,

$GR_{i,t}$  = variável referente ao gerenciamento de resultados da empresa  $i$  no ano  $t$ , mensurado pelos *accruals* discricionários;

$GR_{t-1}$  = variável referente ao gerenciamento de resultados da empresa  $i$  no ano  $t-1$ , mensurado pelos *accruals* discricionários;

$M_{i,t}$  = participação de mulheres no conselho de administração da empresa  $i$  no ano  $t$ , assumindo-se as variáveis PM, DM ou MC;

$Controles_{i,t}$  = variáveis referentes à governança corporativa e às características da empresa  $i$  no ano  $t$ .

$\varepsilon_t$  = termo de erro da regressão.

Para analisar a hipótese de pesquisa H4, de que a sensibilidade do *turnover* do CEO ao desempenho da empresa reduz com maior diversidade de gênero no conselho, fez-se uso da Equação 5:

$$\ln\left(\frac{p_{i,t}}{1-p_{i,t}}\right) = \alpha_0 + \beta_1 M_{i,t} + \beta_2 D_{i,t} + \beta_3 M_{i,t} \times D_{i,t} + \sum_{j=4}^n \beta_j \text{Controles}_{i,t} + u_t \quad (5)$$

Em que,

$p_{i,t}$  = representa a probabilidade condicional de ocorrência de *turnover* do CEO no ano  $t+1$ ;

$M_{i,t}$  = participação de mulheres no conselho de administração da empresa  $i$  no ano  $t$ , assumindo-se as variáveis PM, DM ou MC;

$D_{i,t}$  = desempenho da empresa  $i$  no ano  $t$ , observado a partir de ROA;

$\text{Controles}_{i,t}$  = variáveis referentes à governança corporativa e às características da empresa  $i$  no ano  $t$ , além de *dummies* para setor e ano;

$u_t$  = termo de erro da regressão.

Uma vez que muitos estudos (STRYDOM; AU YONG; RANKIN, 2017; WAWERU; PROT, 2019; GULL *et al.*, 2018; SIAL *et al.*, 2019; ZALATA, *et al.*, 2019) relatam problemas de heterogeneidade e endogeneidade, ao investigar o efeito da diversidade de gênero no conselho de administração por variáveis omitidas no modelo e a possibilidade de causalidade reversa, admitiu-se, na presente pesquisa, a perspectiva de que fatores que afetam a nomeação de mulheres para o conselho podem também afetar a remuneração dos executivos, bem como o gerenciamento de resultados, o *turnover* do CEO e o desempenho da firma. Se o regressor for endógeno, as estimativas obtidas por Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) poderão sofrer de vieses e inconsistências.

Nessa direção, apesar de ser possível a definição de endogeneidade por parte do pesquisador por suposição baseada nas relações teóricas entre as variáveis, foi realizado o teste Wu-Hausman (1974) de endogeneidade nos modelos representados pelas equações 3 e 4,

para detectar a presença de tal problema. Uma vez confirmada a hipótese de endogeneidade, os parâmetros dos modelos foram estimados por GMM-SYS - *System Generalized Method of Moments*, pois, ao considerar problemas não somente de heterogeneidade, mas também de endogeneidade dentro do modelo, o GMM-SYS apresenta estimação mais eficiente em relação a outros métodos.

Como informam Baixauli-Soler *et al.* (2016) e Barros *et al.* (2020), a estimação para painel baseada em GMM-Sys, além de permitir controlar a heterogeneidade dos indivíduos e efeitos macroeconômicos na variável dependente utilizando *dummies* de tempo, elimina o problema de endogeneidade, aplicando a transformação de Primeira Diferença aos regressores, proporcionando maior eficiência, dada a robustez diante não apenas de endogeneidade, como também de correlação serial, ao utilizar variáveis instrumentais sequencialmente exógenas.

Para analisar os efeitos da diversidade de gênero no conselho sobre a sensibilidade do *turnover* do CEO ao desempenho, foi utilizada regressão logística, que permite estimar a probabilidade de ocorrência de um evento em função de outras variáveis conhecidas, utilizando o método da máxima verossimilhança. Dentre as vantagens do uso da regressão logística estão, além do reduzido número de suposições envolvido, o alto grau de confiabilidade, sendo assim, apesar de mais genérica, mais robusta em uma grande variedade de situações (WOOLDRIDGE, 2005).

Ademais, para avaliar possíveis violações dos pressupostos dos modelos, indicadas por Wooldridge (2005), foram implementados diagnósticos de ausência de correlação entre os termos de erro e colinearidade entre as variáveis, bem como exogeneidade dos regressores, ou seja, ausência de correlação entre as variáveis explicativas e os resíduos. Dessa forma, foram empregados os testes estatísticos para verificar, autocorrelação serial dos resíduos e multicolinearidade.

Foi realizado, ainda, o teste Dickey-Fuller Aumentado para raiz unitária de dados em painel, para verificar se existe tendência ao longo da série temporal do painel e, nesse caso, comprometer os resultados obtidos, levando a uma regressão espúria, ou seja, sem significado econômico, disponível no Apêndice B. A partir desse teste, aplicado individualmente a todas as variáveis utilizadas na pesquisa, com exceção das *dummies*, pode-se afirmar que as séries contidas nos painéis podem ser consideradas estacionárias, ou seja, não apresentam raiz unitária.

Os testes iniciais permitiram, portanto, prosseguir com as análises da amostra coletada, cujos resultados são apresentados a seguir.

## 4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

A presente seção apresenta estatística descritiva dos dados coletados e análise de resultados dos testes empreendidos, visando investigar o impacto da diversidade de gênero na função de monitoramento realizada pelos conselhos de administração de empresas brasileiras de capital aberto. Uma vez que o monitoramento é observado a partir do desenho da remuneração dos executivos, da prática de gerenciamento de resultados e da sensibilidade do *turnover* do CEO ao desempenho da empresa, além da estatística descritiva, são apresentadas três outras subseções, expondo os resultados da análise de cada função de monitoramento investigada e uma subseção de síntese de resultados e discussão geral.

### 4.1 ESTATÍSTICA DESCRITIVA

A Tabela 1 evidencia as estatísticas descritivas do conjunto de variáveis utilizadas no estudo. Observa-se que tanto o logaritmo natural da remuneração total quanto da remuneração variável dos executivos, apresentam considerável diferença entre mediana, mínimo e máximo, demonstrando a distinção no desenho e no nível da remuneração praticada entre as empresas da amostra. Da mesma forma, do logaritmo natural dos *accruals* discricionários, percebe-se que, existe grande variação no nível de gerenciamento de resultados por parte das companhias, influenciado por uma série de fatores que as leva a optar por escolhas contábeis que inflam ou reduzam os lucros reportados, a depender do que é mais favorável em dado momento.

A média de *turnover* do CEO na amostra é de 20,28%, todavia, em mediana é 0. Uma análise da frequência de mudança de CEO ao longo dos anos, revelou que o percentual de *turnover* tem se mantido estável no período de amostragem, também em torno de 20%. A média de *turnover* do CEO de empresas brasileiras se mostra bastante similar a média de empresas russas, de 20,8% (KIM, KUAN, QIN, 2020).

O número médio de assentos nos conselhos de administração de empresas brasileiras é de 8,6, com mediana de 7. Contudo, verifica-se que existem conselhos de até 30 membros. Ressalta-se que conselhos maiores foram observados na amostra em empresas em recuperação judicial, o que pode ser explicado pelo grande número de interessados nas decisões estratégicas da empresa e na participação ativa no monitoramento para restauração da saúde financeira dessas companhias.

Observa-se que, em 14,14% da amostra, os cargos de presidente do conselho e de CEO são ocupados pela mesma pessoa. Quanto à independência do conselho, expressa pelos membros que não exercem atividade executiva e não possuem vínculos diretos com a empresa, que teriam papel relevante no monitoramento da gestão a partir de um olhar externo, identifica-se que seu percentual médio é de 20,86%, com mediana de 18,18%. Ressalta-se, ainda, que existe na amostra empresas que não contam com membros independentes no conselho.

**Tabela 1** - Estatística descritiva das variáveis

Variável	Média	Mediana	Desv. Padrão	Mínimo	Máximo
RT	15,6385	15,7806	1,2537	13,2358	17,7290
RV	15,0193	15,2437	1,6287	6,9976	17,1629
GR	-3,8850	-3,6860	1,1988	-10,3080	-1,2740
TCEO	0,2028	0,0000	0,4022	0,0000	1,0000
PM	0,0884	0,0000	0,1129	0,0000	0,3333
DM	0,4678	0,0000	0,4992	0,0000	1,0000
MC	0,0948	0,0000	0,2930	0,0000	1,0000
TC	8,6045	7,0000	4,9257	1,0000	30,0000
DUAL	0,1414	0,0000	0,3486	0,0000	1,0000
IC	0,2086	0,1818	0,2035	0,0000	0,6000
MIC	0,1018	0,0000	0,3025	0,0000	1,0000
CP	0,6443	0,6450	0,1825	0,3237	0,9725
ROA	6,1301	6,2558	7,1609	-9,4545	19,4483
RET	-0,0017	0,0083	0,1827	-0,3842	0,3251
TAM	22,2151	22,8987	1,0345	20,6008	23,0134
MB	15,3800	11,0000	14,1358	1,6678	56,2195
LEV	0,3291	0,3199	0,2216	0,0007	0,8043

Nota: RT: logaritmo natural da remuneração total dos executivos; RV: logaritmo natural da remuneração variável dos executivos; GR: logaritmo natural dos *accruals* discricionários como *proxy* para o gerenciamento de resultados; TCEO: probabilidade de ocorrência do *turnover* do CEO no ano  $t+1$ ; PM: percentual de mulheres no conselho; DM: *dummy* que assume valor 1 se existir pelo menos 1 mulher no conselho; MC: *dummy* que assume valor 1 se existir 3 ou mais mulheres no conselho; TC: número de membros no conselho; DUAL: dualidade do CEO; IC: percentual de membros independentes no conselho; MIC: *dummy* que assume valor 1 se existir pelo menos 1 mulher como membro independente no conselho; ROA: Retorno do Ativo; RET: retorno anual da ação mais líquida da empresa; LEV: alavancagem; TAM: logaritmo natural do ativo total, representando o tamanho da empresa; MB: *market-to-book*; CP: percentual de ações nas mãos dos cinco maiores acionistas da empresa.

O percentual médio de ações concentradas nas mãos dos cinco principais acionistas de empresas brasileiras é de 64,43%, relevando a alta concentração de propriedade, característica do mercado brasileiro. Em comparação a outros mercados, esse percentual é de 54,6% na

Malásia (AL-ABSY, ISMAIL. CHANDREN, 2019a), 45,4% na Espanha (BAIXAULI-SOLER *et al.*, 2016) e 35% em uma média de países europeus (BUCHWALD; HOTTENROTT, 2020). Entende-se que a alta concentração de propriedade no país atua como um mecanismo interno de governança corporativa que pode auxiliar na redução de conflitos de agência, dada, por exemplo, a baixa participação de membros independentes que representem os interesses dos acionistas nos conselhos e o cenário brasileiro de baixa proteção legal aos investidores.

Na análise descritiva do retorno sobre o ativo, apesar da média amostral de 6,13, é vista uma clara diferença na capacidade de geração de valor, a partir de seus recursos entre as empresas da amostra, que varia de -9,45 a 19,44, ou seja, variando muito em desempenho financeiro. Essa diferença também é notória no desempenho de mercado, a partir do retorno das ações, de média negativa e próxima de 0, porém variando entre -38,42% e 32,51%.

A média e a mediana do logaritmo natural do ativo total, representando o tamanho da firma são muito próximas, em torno de 22. O índice *market-to-book* apresenta alta variabilidade na amostra, porém com média positiva, e a alavancagem, indicativo do endividamento das firmas, está em torno de 35%.

Verifica-se que o número de mulheres membros independentes no conselho de administração é baixo. Em média, apenas em 10,18% da amostra existe pelo menos uma mulher no conselho que não tem vínculos com a companhia. Abdullah e Ismail (2016) destacam que existe uma tendência de que as mulheres nomeadas para conselhos de administração sejam membros da família controladora da companhia ou tenham relação familiar com diretores no conselho. Assim, o fator preponderante em sua nomeação não seria apenas mérito profissional e sim formas de relação que facilitam suas entradas nos conselhos.

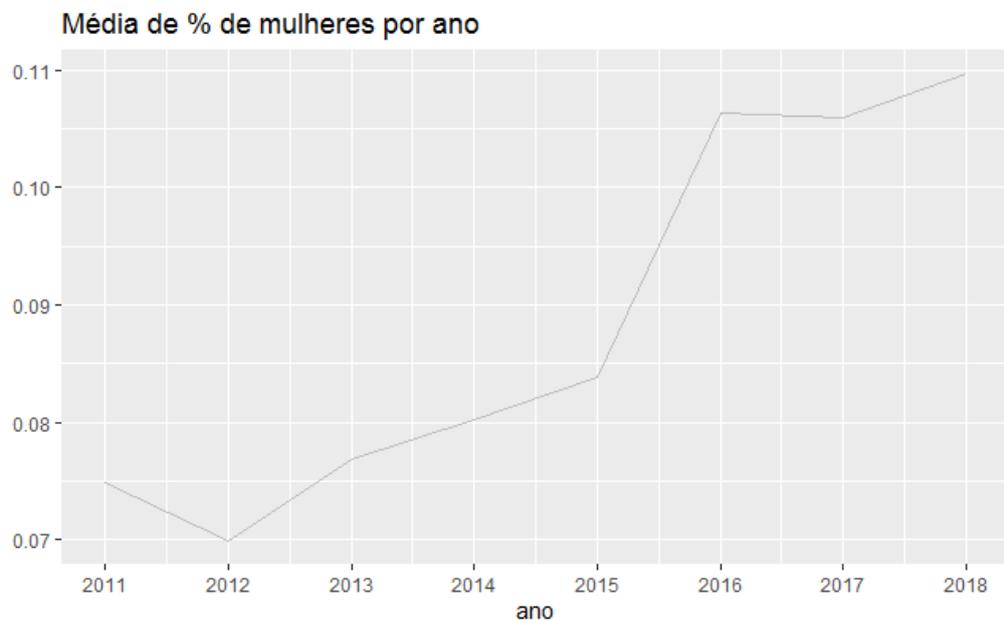
Partindo para a análise das variáveis de interesse, referentes à diversidade de gênero no conselho de administração de empresas brasileiras, em consonância com Costa, Sampaio e Flores (2019), identifica-se que, apesar de um percentual máximo de 33%, o percentual médio de mulheres ocupando cargo nos conselhos entre 2011 e 2018 é de 8,84%. Esse percentual é mais baixo, quando comparado a países como China (15,5%), Rússia (11,4%) e Quênia e Tanzânia (9,2%), por exemplo (ULLAH *et al.*, 2020; KIM, KUAN, QIN, 2020, WAWERU; PROT, 2018), países nitidamente de baixa representação feminina na alta gestão.

Conforme o *World Economic Forum* (2020), o Brasil ocupa a 89ª posição em termos de país com menor *gap* de gênero em participação econômica e oportunidade, embora ocupe a 1ª posição, ao considerar matrículas no ensino superior. Quanto a esse último, 31,99% das

mulheres optam pelas áreas de administração/negócios e direito, comparativamente a 35,8% dos homens. Apesar disso, apenas 19,4% das empresas brasileiras apresentam mulheres como gerentes de topo.

Com base nos dados da presente pesquisa, a partir da Figura 2, percebe-se que o percentual de mulheres nos conselhos das empresas da amostra apresenta tendência crescente, a partir do ano 2013, chegando a 11% em 2018. É possível que esse aumento da presença de mulheres no conselho esteja relacionado aos esforços implementados por órgãos normativos, como o Programa Diversidade em Conselho, iniciado em 2014 pelo IBGC, recomendações de inserção de mulheres nos conselhos como boa prática de governança corporativa e pressões de partes interessadas, como grandes investidores.

**Figura 2** - Percentual de mulheres no conselho entre 2011 e 2018



Contudo, apesar do percentual de 11% no ano de 2018, segundo dados mais recentes divulgados pelo *World Economic Forum* (2020), o percentual de mulheres no conselho de administração de empresas brasileiras é de 8,4%, convergindo para número próximo da média amostral, que é de 8,84%. Comparativamente a outros países, a representação de mulheres nos conselhos é de 43,4% na França, 36,3% na Suécia, 27,2% no Reino Unido, 22% na Espanha e 21,7% nos Estados Unidos. Destaca-se que é do contexto desses países que provém a maior

parte das evidências empíricas sobre os efeitos da diversidade de gênero nos conselhos de administração.

Em análise mais detalhada do cenário brasileiro, a partir da Tabela 2, entende-se que, em 685 das 1.287 observações (53,22%), não há mulheres nos conselhos e em 78,01% há, no máximo, 1 mulher, dentro de uma média de 8 assentos nos conselhos de empresas brasileiras. Verifica-se que 90,52% conta com no máximo duas mulheres no conselho, o que pode restringir a análise da variável MC, pois a presença de três ou mais mulheres é observada em menos de 10% da amostra. Os dados demonstram, portanto, que ainda é baixa a representatividade feminina nesses cargos, apesar dos recentes incentivos normativos, sociais e ético-políticos para promoção de maior diversidade de gênero na esfera da alta gestão corporativa.

**Tabela 2** - Mulheres no conselho de administração

Mulheres	Frequência	Percentual	Acumulado
0	685	53,22	53,22
1	319	24,79	78,01
2	161	12,51	90,52
3	56	4,35	94,87
4	34	2,64	97,51
5	20	1,55	99,06
6	8	0,62	99,68
7	3	0,23	99,91
8	1	0,09	100
Total	1.287	100	

A dificuldade de acesso de mulheres ao conselho de administração é apontada também por Fitzsimmons (2012), ao associar o reduzido número de mulheres nos conselhos não apenas a quantidade limitada de candidatas qualificadas, mas também aos estereótipos de gênero e dificuldade em construção de *network* que facilite a entrada nessa esfera. Além disso, o número de mulheres que atua em altos cargos de gestão também é baixo, atenuando as dificuldades e formando uma lacuna de exemplos femininos na gestão de topo que sirvam de modelo e abram caminho para outras mulheres.

Dessa forma, ao analisar o baixo número de mulheres nos conselhos de administração de empresas brasileiras, não se pode perder de vista o contexto prévio, de reduzida participação de mulheres como executivas, que pode ser um dos motivos da existência de poucas mulheres nos conselhos. Nessa perspectiva, além do Programa Diversidade em Conselho, por exemplo, ações que favoreçam a inserção de mulheres em cargos executivos de maneira geral, poderiam aumentar o número de potenciais candidatas qualificadas para ocupar assentos nos conselhos, de maneira meritocrática.

Estreitando ainda mais a análise, a Tabela 3 fornece uma visualização do número e do percentual de mulheres nos conselhos de administração distribuídas por setor de atividade das companhias.

**Tabela 3** - Mulheres no conselho de administração por setor

Setor	Nº de obs.	Nº médio de mulheres	% de mulheres
Consumo Não-cíclico	189	0,63	6,25
Consumo Cíclico	308	0,70	8,89
Educação	17	1,05	10,42
Energia	47	0,40	2,79
Indústria	234	0,93	9,94
Materiais Básicos	143	1,20	12,26
Saúde	46	0,52	5,90
Tecnologia	50	0,72	5,83
Utilidades	253	1,17	9,89

Com base na Tabela 3, identifica-se que os setores de maior participação feminina no conselho são os de materiais básicos e educação, com 12,26% e 10,42%, respectivamente. De maneira oposta, os setores de menor participação são os de energia e tecnologia, com 2,79% e 5,83%, respectivamente. Observa-se, assim, uma tendência de setores específicos nomearem menos mulheres para assentos em seus conselhos, possivelmente por limitação em número de executivas qualificadas na área específica.

A correlação de Pearson entre as variáveis é visualizada na Tabela 3. Grande parte das correlações é considerada muito fraca, sugerindo que não há problema de multicolinearidade nos dados. Diferente do esperado, a relação entre as variáveis referentes à diversidade de gênero

no conselho de administração e as variáveis de monitoramento do conselho é também muito fraca e apenas a de MC e RT ( $\rho = -0,09$ ) é significativa e apresenta o sinal esperado, dando indícios de que a presença de mulheres no conselho não influencia ou influencia fracamente as funções de monitoramento.

Destacam-se a correlação negativa entre a remuneração total dos executivos com o tamanho da firma ( $\rho = 0,31$ ), sugerindo que quanto maior a empresa, maior a remuneração dos executivos, bem como a correlação entre a remuneração variável e o tamanho da firma ( $\rho = 0,21$ ), sinalizando um maior efeito do tamanho na parcela fixa da remuneração.

Nota-se que o gerenciamento de resultados, com base no uso de *accruals* discricionários, está mais associado ao desempenho financeiro das firmas, observado a partir do retorno sobre o ativo ( $\rho = 0,38$ ), do que ao desempenho de mercado, observado a partir do retorno das ações ( $\rho = 0,18$ ).

Tabela 4 - Matriz de correlação entre as variáveis

	RT	RV	GR	TCEO	PM	DM	MC	TC	DUAL	IC	MIC	CP	ROA	RET	TAM	MB	LEV
RT	1																
RV	0,74***	1															
GR	0,13***	0,04	1														
TCEO	0,06**	0,02	-0,04	1													
PM	-0,01	-0,05*	0,00	-0,01	1												
DM	0,14***	0,09***	-0,04	0,02	0,83***	1											
MC	0,10***	0,06**	-0,03	0,02	0,47***	0,34***	1										
TC	0,41***	0,35***	-0,07**	0,12***	0,14***	0,38***	0,49***	1									
DUAL	-0,25***	-0,25***	0,03	-0,04	0,04	-0,05**	-0,04*	-0,25***	1								
IC	0,38***	0,37***	-0,02	0,04*	-0,11***	-0,05**	-0,09***	-0,02	-0,22***	1							
MIC	0,25***	0,16***	0,00	0,03	0,29***	0,33***	0,10***	0,04*	-0,06***	0,39	1						
CP	-0,26***	-0,16***	0,00	-0,01	0,02	-0,06**	0,00	-0,12***	0,07***	-0,34***	-0,23***	1					
ROA	0,27***	0,26***	-0,09***	-0,06**	0,11***	0,16***	0,11***	0,20***	-0,05*	0,01***	0,10***	-0,01	1				
RET	0,10***	0,11***	-0,10***	-0,07***	0,07***	0,07***	0,07**	0,06**	-0,02	0,02	0,02	0,06**	0,35***	1			
TAM	-0,30***	-0,18***	0,03	-0,05*	0,05*	-0,08***	-0,02	-0,27***	0,09***	-0,14***	-0,06**	0,12***	-0,06**	-0,05**	1		
MB	0,07**	0,06**	0,00	0,09***	0,08	0,09***	0,11***	0,11***	-0,06**	0,00	0,07**	0,01	-0,03	0,07**	0,00	1	
LEV	0,22***	0,19***	0,06**	0,01	-0,05**	0,01	0,02	0,14***	-0,10***	0,19***	0,04*	-0,04	0,04	-0,05**	-0,18***	-0,02	1

Nota: RT: logaritmo natural da remuneração total dos executivos; RV: logaritmo natural da remuneração variável dos executivos; GR: logaritmo natural dos *accruals* discricionários como *proxy* para o gerenciamento de resultados; TCEO: probabilidade de ocorrência do *turnover* do CEO no ano  $t+1$ ; PM: percentual de mulheres no conselho; DM: *dummy* que assume valor 1 se existir pelo menos 1 mulher no conselho; MC: *dummy* que assume valor 1 se existir 3 ou mais mulheres no conselho; TC: número de membros no conselho; DUAL: dualidade do CEO; IC: percentual de membros independentes no conselho; MIC: *dummy* que assume valor 1 se existir pelo menos 1 mulher como membro independente no conselho; CP: percentual de ações nas mãos dos cinco maiores acionistas da empresa; ROA: Retorno do Ativo; RET: retorno anual da ação mais líquida da empresa; TAM: logaritmo natural do ativo total, representando o tamanho da empresa; MB: *market-to-book*; LEV: alavancagem; \* significativo a 10%; \*\* significativo a 5%; \*\*\* significativo a 1%.

Uma vez realizada a análise preliminar e descritiva dos dados e identificado que não há problemas evidentes nos dados, as estimações para verificar o efeito da diversidade de gênero no conselho de administração nas funções de monitoramento são apresentadas nas próximas subseções.

#### 4.2 ANÁLISE DA REMUNERAÇÃO TOTAL DOS EXECUTIVOS

Parte-se da premissa, com base em evidências internacionais coletadas, que, no contexto de baixa governança corporativa, como é o caso brasileiro, a diversidade de gênero no conselho de administração reduziria a remuneração total dos executivos e a tornaria mais aderente ao desempenho da firma.

Para verificar esse possível efeito da diversidade de gênero no conselho sobre a remuneração total dos executivos, em resposta à hipótese de pesquisa H1, de que a diversidade de gênero no conselho tem efeito negativo sobre a remuneração total dos executivos, foram realizadas estimações do Modelo 3, utilizando GMM-Sys, uma vez detectados indícios de endogeneidade, conforme o teste de Wu-Hausman (WU, 1974), reportado no Apêndice C, Tabela 18.

Todas as estimações foram realizadas em *Two-Step*, assintoticamente mais eficiente que a opção *One-Step*, e para minimizar o viés dos erros para pequenas amostras foi utilizada correção de erros-padrão para amostra finita de Windmeijer (2005), tornando a estimação *Two-Step* GMM-Sys mais robusta. As variáveis ROA, alavancagem, tamanho da firma e *market-to-book* foram consideradas endógenas e utilizadas como instrumentos dentro dos modelos.

Os testes de sobreidentificação de Hansen e de autocorrelação de Arellano e Bond de primeira e segunda ordem fornecem indícios para não rejeição das hipóteses de exogeneidade dos instrumentos utilizados e não autocorrelação entre os resíduos, sugerindo que são atendidos os pressupostos requeridos. Apesar de o teste de Arellano e Bond de segunda ordem apresentar significância ao nível de 10%, não se considera que seja um problema para a estimação dos modelos, pois a significância é fraca.

As estimações para análise do efeito da diversidade de gênero no conselho, observada por percentual de mulheres no conselho (PM), presença de pelo menos uma mulher no conselho

(DM) e presença de três ou mais mulheres no conselho (MC) sobre a remuneração total dos executivos são expostas na Tabela 5.

**Tabela 5** - Estimações GMM-Sys para remuneração total dos executivos

$$R_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 R_{t-1} + \beta_2 M_{i,t} + \sum_{j=3}^n \beta_j \text{Controles}_{i,t} + \varepsilon_t$$

Nota: R: variável referente à remuneração dos executivos, que assume RT (logaritmo natural da remuneração total dos executivos); M: variável referente à diversidade de gênero no conselho de administração, que assume PM (percentual de mulheres no conselho), DM (*dummy* que assume valor 1 se existir pelo menos 1 mulher no conselho) e MC (*dummy* que assume valor 1 se existir 3 ou mais mulheres no conselho); RET: retorno anual da ação mais líquida da empresa; ROA: Retorno do Ativo; LEV: alavancagem; TAM: logaritmo natural do ativo total, representando o tamanho da empresa; MB: *market-to-book*; MIC: *dummy* que assume valor 1 se existir pelo menos 1 mulher como membro independente no conselho; \* significativo a 10%; \*\* significativo a 5%; \*\*\* significativo a 1%. Entre parênteses são apresentados erros-padrão; termo de defasagem da variável dependente omitido da tabela. Modelo estimado em *Two-Step*, com correção de erros-padrão de Windmeijer (2005).

	PM	DM	MC
	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3
RT <sub>t-1</sub>	0,798*** (0,041)	0,796*** (0,040)	0,791*** (0,041)
M	-0,302* (0,162)	-0,015 (0,044)	-0,014 (0,060)
RET	0,157 (0,136)	0,158 (0,134)	0,147 (0,135)
ROA	0,023*** (0,006)	0,023*** (0,006)	0,023*** (0,006)
LEV	0,128 (0,220)	0,107 (0,222)	0,087 (0,216)
TAM	-0,090 (0,058)	-0,082 (0,054)	-0,095* (0,055)
MB	0,003 (0,004)	0,004 (0,004)	0,004 (0,004)
MIC	0,175*** (0,064)	0,158** (0,066)	0,153** (0,064)
Intercepto	4,984*** (1,658)	4,809*** (1,547)	5,202*** (1,556)
<i>Dummy</i> de Setor / Ano	Não / Sim	Não / Sim	Não / Sim
Número de Observações	1.287	1.287	1.287
Número de Grupos	199	199	199
Número de Instrumentos	148	148	148
Estat. Wald	1888,576***	1683,679***	1694,76***
Teste de Hansen	136,081	139,002	136,566
AR(1)	-5,072***	-5,083***	-5,015***
AR(2)	1,729*	1,718*	1,717*

Quanto à diversidade de gênero no conselho, representada pelas variáveis PM, DM e MC, apesar de apresentarem o sinal esperado, apenas o coeficiente o percentual de mulheres no conselho é significativo, ao nível de 10%. Assim, os resultados sugerem que a diversidade de

gênero, representada pelo percentual de mulheres no conselho, influencia negativamente a remuneração total dos executivos. Nesse sentido, a evidência suporta a hipótese de pesquisa H1.

Uma possível explicação para a relação sem significância estatística entre DM e MC com a remuneração seria devido à baixa representação feminina nos conselhos de administração brasileiros, de apenas 8,84% no período amostral, ressaltando-se que, em 53,22% da amostra, não há mulheres no conselho, em 78,01% há, no máximo, uma e em 90,52% há, no máximo, duas mulheres e em menos de 10% há 3 ou mais mulheres. Denota-se, ainda, que, das mulheres representadas pela variável DM (46,78% da amostra), 24,79% das mulheres, ou seja, mais da metade, são apenas uma em cada conselho.

Nesse sentido, diferente do que pode ser observado em outros países com maior participação de mulheres no conselho, a análise a partir dessas variáveis reflete a não diversidade de gênero nos conselhos no Brasil, ao invés de refletirem a diversidade que se busca investigar neste estudo, particularmente a variável MC. Adicionalmente, a não significância estatística das *dummies* para presença de mulheres e presença de pelo menos 3 mulheres no conselho pode também estar relacionada ao tokenismo, sendo essas mulheres nomeadas para representação de uma minoria e não para promoção da diversidade e seus possíveis benefícios para decisões em grupo e supervisão da gestão.

Acredita-se, então, que a baixa representatividade não permite que as poucas mulheres presentes no conselho desempenhem um papel ativo na decisão quanto ao nível de remuneração dos diretores executivos. Como apontam Konrad, Kramer e Erkut (2008), seria a maior participação feminina que levaria a uma maior capacidade de influenciar decisões que conduzam ao benefício da companhia, com ampliação de visão quanto às temáticas em discussão, olhar crítico e pensamento estratégico de longo prazo. Cabe ressaltar também o que preconiza a teoria da agência, pois, ao considerar que os executivos são agentes maximizadores de sua própria utilidade (JENSEN; MECKLING, 1976) e que parte do conselho é formada por diretores, esses não teriam interesse em reduzir sua remuneração sem uma considerável pressão para que essa ação seja realizada.

Apesar disso, o efeito negativo esperado é observado, considerando o percentual de mulheres no conselho, possivelmente uma medida mais ajustada para representar a baixa diversidade de gênero no contexto dos conselhos de administração brasileiros. O resultado encontrado nesta pesquisa corrobora a perspectiva teórica adotada e evidências empíricas

internacionais que associam mulheres na alta gestão à remuneração total de gestores (BUGEJA; MATOLCSY; SPIROPOULOS, 2016; PUCHETA-MARTÍNEZ; BEL-OMS; OLCINA-SEMPERE, 2017; GARCÍA-IZQUIERDO; FERNÁNDEZ-MÉNDEZ; ARRONDO-GARCÍA, 2018), que observaram relação negativa. Porém, ressalta-se que não foi identificado, com base na revisão sistemática de literatura realizada, nenhum estudo que tenha associado diversidade de gênero no conselho à remuneração total dos executivos, sendo em sua maioria com mulheres no comitê de remuneração e/ou com a remuneração total apenas do CEO.

Quanto às variáveis de controle, observa-se efeito positivo e significativo do retorno do ativo sobre a remuneração total dos executivos nos três modelos. Dessa forma, há indícios de que quanto maior o desempenho financeiro da firma, maior é a remuneração associada aos seus executivos, que pode estar vinculada à maior parcela variável, uma vez que bônus monetários e em forma de ações ou opções de ações são implementados a partir de políticas de incentivo ao bom desempenho e alcance de metas, sendo uma das métricas o ROA. Esse achado está em linha com a perspectiva dos estudos de Baixauli-Soler *et al.* (2016) e Al-Shaer e Harakeh (2020), que argumentam que a remuneração pode ser vista como instrumento de melhoria de desempenho.

De maneira oposta ao esperado, a variável referente à presença de pelo menos uma mulher como membro independente no conselho de administração apresenta coeficiente positivo, sugerindo que aumentaria a remuneração total dos executivos. É possível que esse resultado também esteja associado à baixa representatividade de mulheres independentes nas empresas da amostra, conforme argumento já reportado para as variáveis representativas de participação de mulheres no conselho. Ou seja, pode existir um viés causado pela baixa representação de mulheres como membros independentes no conselho, presentes em apenas 10,18% da amostra. Ressalte-se que as demais variáveis de controle (RET, LEV, TAM e MB) não se mostraram significativas na explicação da variação da remuneração total dos executivos.

Em busca de maior análise do efeito da participação de mulheres no conselho sobre a remuneração, foram realizados os mesmos passos da estimação apresentada na Tabela 5, utilizando GMM-Sys em *TwoStep* e correção de Windmeijer (2005) e acrescentando na Equação 3 como variáveis de controle algumas *proxies* de governança corporativa, sendo essas o tamanho do conselho, a dualidade do CEO, a independência do conselho e a concentração de propriedade. Os resultados das estimações são apresentados na Tabela 6.

**Tabela 6 - Estimações GMM-Sys para remuneração total dos executivos com *proxies* de governança**

$$R_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 R_{t-1} + \beta_2 M_{i,t} + \sum_{j=3}^n \beta_j \text{Controles}_{i,t} + \varepsilon_t$$

Nota: R: variável referente à remuneração dos executivos, que assume RT (logaritmo natural da remuneração total dos executivos); M: variável referente à diversidade de gênero no conselho de administração, que assume PM (percentual de mulheres no conselho), DM (*dummy* que assume valor 1 se existir pelo menos 1 mulher no conselho) e MC (*dummy* que assume valor 1 se existir 3 ou mais mulheres no conselho); TC: número de membros no conselho; DUAL: *dummy* que assume valor 1 se o cargo de CEO e presidente do conselho são ocupados pelo mesmo indivíduo; IC: percentual de membros independentes no conselho; CP: percentual de ações concentradas nas mãos dos cinco principais acionistas; RET: retorno anual da ação mais líquida da empresa; ROA: Retorno do Ativo; LEV: alavancagem; TAM: logaritmo natural do ativo total, representando o tamanho da empresa; MB: *market-to-book*; MIC: *dummy* que assume valor 1 se existir pelo menos 1 mulher como membro independente no conselho; \* significativo a 10%; \*\* significativo a 5%; \*\*\* significativo a 1%. Entre parênteses são apresentados erros-padrão; termo de defasagem da variável dependente omitido da tabela. Modelo estimado em *Two-Step*, com correção de erros-padrão de Windmeijer (2005).

	PM	DM	MC
	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3
RT <sub>t-1</sub>	0,755*** (0,046)	0,753*** (0,045)	0,746*** (0,045)
M	-0,150 (0,165)	-0,027 (0,046)	-0,051 (0,067)
TC	0,015** (0,007)	0,016** (0,007)	0,016** (0,008)
DUAL	-0,067 (0,058)	-0,075 (0,059)	-0,060 (0,059)
IC	0,475*** (0,157)	0,498*** (0,154)	0,497*** (0,157)
CP	-0,135 (0,143)	-0,130 (0,143)	-0,156 (0,138)
RET	0,176 (0,138)	0,194 (0,136)	0,157 (0,135)
ROA	0,022*** (0,005)	0,022*** (0,005)	0,023*** (0,005)
LEV	0,033 (0,187)	0,016 (0,185)	0,010 (0,185)
TAM	-0,092* (0,053)	-0,093* (0,052)	-0,097* (0,053)
MB	0,003 (0,003)	0,003 (0,003)	0,003 (0,003)
MIC	0,049 (0,070)	0,047 (0,072)	0,037 (0,064)
Intercepto	5,624*** (1,659)	5,659*** (1,601)	5,861*** (1,596)
<i>Dummy</i> de Setor / Ano	Não / Sim	Não / Sim	Não / Sim
Número de Observações	1.287	1.287	1.287
Número de Grupos	199	199	199
Número de Instrumentos	156	156	156
Estat. Wald	2380,288***	2412,341***	2248,299***
Teste de Hansen	137,234	137,6398	135,152
AR(1)	-5,261***	-5,329***	-5,187***
AR(2)	1,621	1,611	1,591

Apesar da verificação de efeito negativo da diversidade de gênero no conselho sobre a remuneração total dos executivos, percebe-se, com base nos resultados da Tabela 6, que, ao considerar outras variáveis relacionadas à governança corporativa no modelo, já consolidadas na literatura, o percentual de mulheres no conselho perde sua significância estatística e, nesse caso, nenhuma variável de diversidade de gênero apresenta poder explicativo sobre a remuneração total dos executivos. Assim, há indícios de que, embora a diversidade de gênero no conselho reduza a remuneração, esse efeito é sobrepujado por outras variáveis de governança.

Uma possível explicação para esse fato é a de que, conforme destacam Adams e Ferreira (2009), a diversidade de gênero no conselho é valiosa para a companhia, quando sua estrutura de governança corporativa é fraca. Partindo desse argumento, infere-se que, quando outros instrumentos de governança são escassos ou insuficientes, a diversidade de gênero no conselho é capaz de atuar de maneira mais forte no monitoramento realizado pelo conselho.

O tamanho e a independência do conselho aumentam a remuneração total dos executivos, com efeito mais forte da independência do conselho. Nesse sentido, o mais alto número de membros no conselho e o maior percentual de membros independentes levam a mais altos níveis de remuneração total. A evidência então corrobora a premissa teórica de que quanto maior o número de membros no conselho, menor seria sua habilidade em monitorar as ações da gestão (GARCÍA-IZQUIERDO; FERNANDEZ-MENDEZ; ARRONDO-GARCIA, 2018) e os achados de alguns estudos envolvendo remuneração dos executivos (BAIXAULI-SOLER *et al.*, 2016; SARHAN; NTIM; AL-NAJJAR, 2019; AL-SHAER; HARAKEH, 2020).

Contudo, de maneira inesperada, a independência do conselho segue de maneira oposta à expectativa teórica aqui adotada, de que diretores independentes são melhores monitores (FAMA; JENSEN, 1983; YERMACK, 2004), sendo o melhor monitoramento a atuação na redução do excesso de remuneração dos executivos, e de maneira oposta também ao identificado por Baixauli-Soler *et al.* (2016) e Al-Shaer e Harakeh (2020).

Da análise, entende-se que a diversidade de gênero no conselho influencia a remuneração total dos executivos, ao ser encontrada evidência estatística de que o percentual de mulheres no conselho de administração a reduz, não se rejeitando H1. Apesar disso, quando consideradas outras *proxies* representativas de governança corporativa, o efeito da diversidade de gênero sobre a remuneração acaba sendo sobrepujado por essas *proxies*, perdendo sua importância.

### 4.3 ANÁLISE DA REMUNERAÇÃO VARIÁVEL DOS EXECUTIVOS

Com base na premissa de que empresas com maior remuneração por desempenho são melhor monitoradas, por buscarem direcionar o comportamento gerencial às decisões que levem ao maior desempenho empresarial e, conseqüentemente, ao aumento da riqueza dos acionistas, e que a diversidade no conselho poderia melhorar as funções de monitoramento, busca-se, nesta seção, verificar se a diversidade de gênero no conselho tem efeito negativo sobre a remuneração variável dos executivos, conforme preconizado pela hipótese de pesquisa H2.

Para verificar esse possível efeito, foram realizadas estimações da Equação 3 via GMM-Sys, tendo como variável dependente a remuneração variável dos executivos. Assim como na estimação da remuneração total, as variáveis ROA, alavancagem, tamanho da firma e *market-to-book* foram consideradas endógenas e utilizadas como instrumentos dentro dos modelos.

Os resultados do teste Wu-Hausman (WU,1974), reportados no Apêndice C, Tabela 19, dão indícios de endogeneidade no modelo e, assim como as estimações para a remuneração total, as estimações para remuneração variável dos executivos foram em *Two-Step*, com correção de erros-padrão para amostra finita de Windmeijer (2005).

Os testes de sobreidentificação de Hansen e os testes de Arellano e Bond de primeira e segunda ordem para autocorrelação sugerem a validade dos instrumentos utilizados e que não há problemas de autocorrelação entre os resíduos da equação em nível e, conseqüentemente, da equação em diferenças. Os resultados dos testes e estimações para verificar o efeito da diversidade de gênero no conselho, observada a partir do percentual de mulheres no conselho (PM), presença de pelo menos uma mulher no conselho (DM) e presença de três ou mais mulheres no conselho (MC) sobre a remuneração variável dos executivos são expostos na Tabela 7.

Das 1.287 observações, em 962 (74,74% da amostra) foi informado pagamento de remuneração por desempenho por parte das companhias, uma vez que parte delas informa no Formulário de Referência essa remuneração como 0 e algumas relatam, ainda, não incluir em sua política de remuneração componente variável temporária ou permanentemente. Assim, foram consideradas nas estimações apenas as empresas que relataram valores acima de 0 para seu quadro executivo.

**Tabela 7** - Estimacões GMM-Sys para remuneração variável dos executivos
$$R_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 R_{t-1} + \beta_2 M_{i,t} + \sum_{j=3}^n \beta_j \text{Controles}_{i,t} + \varepsilon_t$$

Nota: R: variável referente à remuneração dos executivos, que assume RV (logaritmo natural da remuneração variável dos executivos); M: variável referente à diversidade de gênero no conselho de administração, que assume PM (percentual de mulheres no conselho), DM (*dummy* que assume valor 1 se existir pelo menos 1 mulher no conselho) e MC (*dummy* que assume valor 1 se existir 3 ou mais mulheres no conselho); RET: retorno anual da aao mais liquida da empresa; ROA: Retorno do Ativo; LEV: alavancagem; TAM: logaritmo natural do ativo total, representando o tamanho da empresa; MB: *market-to-book*; MIC: *dummy* que assume valor 1 se existir pelo menos 1 mulher como membro independente no conselho; \* significativo a 10%; \*\* significativo a 5%; \*\*\* significativo a 1%. Entre parênteses são apresentados erros-padrão; termo de defasagem da variável dependente omitido da tabela. Modelo estimado em *Two-Step*, com correção de erros-padrão de Windmeijer (2005).

	PM	DM	MC
	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3
RV <sub>t-1</sub>	0,643*** (0,092)	0,652*** (0,089)	0,647*** (0,092)
M	-1,042** (0,488)	-0,153 (0,100)	-0,089 (0,125)
RET	-0,130 (0,248)	-0,165 (0,234)	-0,174 (0,240)
ROA	0,036*** (0,011)	0,036*** (0,011)	0,036*** (0,011)
LEV	0,481 (0,360)	0,533 (0,346)	0,483 (0,366)
TAM	-0,130 (0,082)	-0,113 (0,081)	-0,123* (0,072)
MB	0,010* (0,006)	0,010* (0,006)	0,010* (0,006)
MIC	0,330** (0,143)	0,303** (0,142)	0,233** (0,113)
Intercepto	7,538** (2,521)	6,976** (2,429)	7,265** (2,221)
<i>Dummy</i> de Setor / Ano	Não / Sim	Não / Sim	Não / Sim
Número de Observaoes	962	962	962
Número de Grupos	163	163	163
Número de Instrumentos	148	148	148
Estat. Wald	246,358***	189,857***	201,721***
Teste de Hansen	137,430	141,001	133,889
AR(1)	-4,409**	-4,971***	-4,512***
AR(2)	-0,437	-0,438	-0,473

De maneira bem semelhante às estimacões para a remuneração total dos executivos, o percentual de mulheres no conselho tem efeito negativo e significativo sobre a remuneração variável. Embora DM e MC apresentem coeficientes com sinal esperado, não apresentam significância estatística. Portanto, da análise do percentual de mulheres no conselho, não se rejeita a hipótese de pesquisa H2, de que a diversidade de gênero no conselho tem efeito negativo sobre a remuneração variável dos executivos.

Embora o estudo de Almor, Bazel-Shoham e Lee (2019) com dados de 44 países tenha identificado que a participação de pelo menos uma mulher no conselho e o percentual de mulheres no conselho têm efeito positivo sobre a remuneração variável do conselho, não é o que sugere a evidência empírica na presente pesquisa, em que não se verifica tal relação com a participação de pelo menos uma mulher no conselho e se observa que a associação entre o percentual de mulheres no conselho e a compensação baseada em desempenho é negativa.

Os achados da presente pesquisa são então condizentes aos de Al-Shaer e Harakeh (2020), que observaram que a diversidade de gênero no conselho reduz a compensação baseada em desempenho de executivos no Reino Unido. Também no Reino Unido, Harakeh, El-Gammal e Matar (2019) verificaram relação negativa entre a diversidade de gênero no conselho e a remuneração variável do CEO.

Sob a perspectiva teórica aqui adotada, a diversidade de gênero no conselho conduz a decisões gerenciais que busquem a redução do excesso de remuneração dos executivos, para que esses busquem o melhor desempenho da firma e sejam recompensados a partir de bônus, ações, opções de ações e outros benefícios variáveis. Segundo Al-Shaer e Harakeh (2020), uma explicação para o efeito negativo da diversidade de gênero sobre a remuneração variável seria a de que a presença de mulheres no conselho de administração torna mais acentuado o conservadorismo condicional em seus relatórios financeiros. Partindo desse argumento, existiria então menor tendência da gestão em inflar lucros, visando recebimento de maior compensação associada ao desempenho e alcance de metas.

Quanto às variáveis de controle, o ROA apresenta efeito positivo sobre a remuneração variável. Seguindo o esperado, a remuneração por desempenho é maior, à medida que o desempenho financeiro da empresa aumenta. Contudo, apesar do efeito do desempenho mensurado pelo ROA ser significativo, o mesmo não é observado para o desempenho de mercado, mensurado pelo retorno das ações, de coeficiente não significativo. Esse fato sugere que os gestores não são recompensados nem penalizados em sua remuneração variável pelo alto ou baixo desempenho de mercado da firma. Uma possível explicação é que o retorno das ações é menos sensível às suas decisões, estando menos sob o controle do gestor do que o ROA.

Apesar disso, representando uma medida de expectativa de crescimento e expectativa de fluxos de caixa futuros, também o *market-to-book* demonstrou influenciar positivamente a parcela variável da remuneração dos executivos. Logo, o *market-to-book* segue a direção

esperada, de que quanto melhor o desempenho desse indicador, maiores seriam as recompensas monetárias alcançadas pela alta gerência da firma.

Assim como nos modelos referentes à remuneração total dos executivos, de maneira oposta ao esperado, a variável representativa de pelo menos uma mulher como membro independente no conselho de administração apresenta coeficiente positivo, sugerindo que aumenta a remuneração variável dos executivos. Contudo, ressalta-se novamente que esse resultado pode ser viesado pela baixa representatividade de mulheres independentes na amostra.

Buscando maior análise do efeito da diversidade de gênero no conselho sobre a remuneração variável, foram realizados os mesmos passos das estimações apresentadas na Tabela 7, utilizando GMM-Sys em *TwoStep* e correção de Windmeijer (2005) e acrescentando como variáveis de controle na estimação as *proxies* de governança corporativa tamanho do conselho, dualidade do CEO, independência do conselho e concentração de propriedade. Os resultados são expostos na Tabela 8.

Assim como identificado na Tabela 7, apesar de se observar efeito negativo e significativo da diversidade de gênero no conselho sobre a remuneração variável dos executivos, a análise da Tabela 8 revela que, ao considerar outras *proxies* de governança corporativa, nenhuma variável representativa de participação de mulheres no conselho tem efeito significativo sobre essa forma de remuneração.

Assim, *proxies* de governança corporativa potencialmente mais fortes retiram o poder explicativo da diversidade de gênero sobre a remuneração variável do quadro executivo das companhias, que passam a ter seu efeito encoberto pelas demais *proxies*, da mesma forma que o detectado para a remuneração total dos executivos anteriormente. Desse modo, entende-se que também é válida para a remuneração variável a premissa de que a diversidade de gênero no conselho de administração tem efeito quando a governança corporativa é fraca, sendo outros instrumentos de governança escassos ou insuficientes.

Identifica-se que a independência do conselho influencia positivamente a remuneração variável dos executivos, ou seja, quanto maior o percentual de membros no conselho sem vínculos aparentes com a firma, maior é a parcela variável destinada à compensação por desempenho de executivos, indo contra a perspectiva teórica adotada.

**Tabela 8-** Estimacões GMM-Sys para remuneração variável dos executivos com *proxies* de governança

$$R_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 R_{t-1} + \beta_2 M_{i,t} + \sum_{j=3}^n \beta_j \text{Controles}_{i,t} + \varepsilon_t$$

Nota: R: variável referente à remuneração dos executivos, que assume RV (logaritmo natural da remuneração variável dos executivos); M: variável referente à diversidade de gênero no conselho de administração, que assume PM (percentual de mulheres no conselho), DM (*dummy* que assume valor 1 se existir pelo menos 1 mulher no conselho) e MC (*dummy* que assume valor 1 se existir 3 ou mais mulheres no conselho); TC: número de membros no conselho; DUAL: *dummy* que assume valor 1 se o cargo de CEO e presidente do conselho são ocupados pelo mesmo indivíduo; IC: percentual de membros independentes no conselho; CP: percentual de aoes concentradas nas mãos dos cinco principais acionistas; RET: retorno anual da aao mais líquida da empresa; ROA: Retorno do Ativo; LEV: alavancagem; TAM: logaritmo natural do ativo total, representando o tamanho da empresa; MB: *market-to-book*; MIC: *dummy* que assume valor 1 se existir pelo menos 1 mulher como membro independente no conselho; \* significativo a 10%; \*\* significativo a 5%; \*\*\* significativo a 1%. Entre parêntese são apresentados erros-padrão; termo de defasagem da variável dependente omitido da tabela. Modelo estimado em *Two-Step*, com correção de erros-padrão de Windmeijer (2005).

	PM	DM	MC
	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3
RV <sub>t-1</sub>	0,601*** (0,082)	0,612*** (0,082)	0,600*** (0,087)
M	-0,726 (0,520)	-0,177 (0,115)	-0,056 (0,141)
TC	0,006 (0,011)	0,011 (0,012)	0,006 (0,013)
DUAL	-0,173 (0,187)	-0,182 (0,204)	-0,183 (0,189)
IC	0,468 (0,293)	0,489* (0,291)	0,573* (0,300)
CP	-0,445 (0,302)	-0,467* (0,276)	-0,495 (0,304)
RET	-0,168 (0,243)	-0,178 (0,249)	-0,190 (0,239)
ROA	0,036*** (0,012)	0,037*** (0,012)	0,036*** (0,012)
LEV	0,466 (0,403)	0,454 (0,415)	0,378 (0,377)
TAM	-0,161* (0,089)	-0,156* (0,089)	-0,145* (0,088)
MB	0,010* (0,006)	0,009 (0,006)	0,009 (0,006)
MIC	0,134 (0,157)	0,137 (0,148)	0,046 (0,128)
Intercepto	8,999*** (2,504)	8,730*** (2,539)	8,679*** (2,425)
<i>Dummy</i> de Setor / Ano	Não / Sim	Não / Sim	Não / Sim
Número de Observaoes	962	962	962
Número de Grupos	163	163	163
Número de Instrumentos	156	156	156
Estat. Wald	305,692***	293,399***	249,487***
Teste de Hansen	136,482	140,166	135,251
AR(1)	-4,325***	-4,264***	-3,956***
AR(2)	-0,522	-0,557	-0,547

Entretanto, há indícios de que a concentração de propriedade tem efeito negativo sobre essa forma de remuneração, corroborando os achados de Baixauli-Soler *et al.* (2016) no mercado Espanhol e sob a perspectiva de que maior monitoramento sobre a companhia reduz a compensação excessiva dos gestores. Uma vez que o monitoramento da gestão é mais custoso quando a propriedade da companhia é dispersa, quanto maior a concentração de ações nas mãos de poucos acionistas, maior será a capacidade e interesse em exercer esse monitoramento e menor será a remuneração variável concedida aos executivos.

Adicionalmente, a variável tamanho da firma, diferente do que se esperava inicialmente, mostra-se negativa e significativa nos três modelos, relevando que quanto maior o tamanho da empresa, menor é a parcela variável da remuneração dos executivos. Uma possível explicação para esse achado seria a de que empresas maiores são mais monitoradas por agentes do mercado e têm maior incentivo à proteção dos interesses dos acionistas por meio da remuneração dos executivos mais comedida. O tamanho, nesse sentido, estaria refletindo o nível de monitoramento externo que é direcionado à companhia. Das demais variáveis de controle, o ROA permanece significativo na explicação do nível de remuneração variável, mas o *market-to-book* perde sua significância em dois dos três modelos.

Da análise da remuneração variável, conclui-se, portanto, que a diversidade de gênero no conselho a influencia negativamente, encontrando-se evidência de que o percentual de mulheres no conselho de administração reduz a remuneração por desempenho, não se rejeitando H2. Contudo, ao considerar outras proxies de governança corporativa, o efeito da diversidade de gênero sobre a remuneração variável acaba sendo sobrepujado por essas *proxies*, perdendo sua importância.

Buscando maior detalhamento do efeito da variável percentual de mulheres no conselho sobre a remuneração, foram realizadas estimações com intervalos percentuais, visando identificar possíveis diferenças no impacto sobre a remuneração total e variável dos executivos, a partir de diferentes níveis de mulheres nos conselhos. Os resultados são apresentados na Tabela 9.

As variáveis PM\_20, PM\_30 e PM\_20 são *dummies* indicativas de intervalo percentual de 11% a 20%, de 21% a 30% e acima de 30% de mulheres no conselho, respectivamente, sendo o Modelo 1 com variável dependente a remuneração total dos executivos e o Modelo 2 com a variável dependente a remuneração variável dos executivos.

**Tabela 9** - Estimacões GMM-Sys para remuneração dos executivos com intervalos percentuais de mulheres no conselho

$$R_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 R_{t-1} + \beta_2 M_{i,t} + \sum_{j=3}^n \beta_j \text{Controles}_{i,t} + \varepsilon_t$$

Nota: R: variável referente à remuneração dos executivos, que assume RT (logaritmo natural da remuneração total dos executivos) ou RV (logaritmo natural da remuneração variável dos executivos); M: variável referente à participação de mulheres no conselho, que assume PM\_20 (*dummy* para o percentual de mulheres no conselho entre 11% e 20%), PM\_30 (*dummy* para o percentual de mulheres no conselho entre 21% e 30%), PM\_40 (*dummy* para o percentual de mulheres no conselho acima de 30%); RET: retorno anual da ao mais luida da empresa; ROA: Retorno do Ativo; LEV: alavancagem; TAM: logaritmo natural do ativo total, representando o tamanho da empresa; MB: *market-to-book*; MIC: *dummy* que assume valor 1 se existir pelo menos 1 mulher como membro independente no conselho; \* significativo a 10%; \*\* significativo a 5%; \*\*\* significativo a 1%. Entre parênteses são apresentados erros-padrão; termo de defasagem da variável dependente omitido da tabela. Modelo estimado em *Two-Step*, com correção de erros-padrão de Windmeijer (2005).

	RT	RV
	Modelo 1	Modelo 2
R <sub>t-1</sub>	0,791*** (0,044)	0,652*** (0,094)
PM_20	0,068 (0,055)	0,056 (0,107)
PM_30	0,028 (0,066)	-0,079 (0,140)
PM_40	-0,138* (0,073)	-0,407 (0,258)
RET	0,173 (0,139)	-0,147 (0,261)
ROA	0,022*** (0,006)	0,034*** (0,011)
LEV	0,167 (0,223)	0,501 (0,337)
TAM	-0,101* (0,060)	-0,126 (0,084)
MB	0,003 (0,004)	0,008 (0,005)
MIC	0,126** (0,063)	0,216* (0,126)
Intercepto	5,330*** (1,728)	7,302 (2,578)
<i>Dummy</i> de Setor / Ano	Não / Sim	Não / Sim
Número de Observacões	1.287	962
Número de Grupos	199	163
Número de Instrumentos	152	152
Estat. Wald	2124,942***	265,476***
Teste de Hansen	139,535	135,953
AR(1)	-5,222***	-5,893***
AR(2)	1,854*	-0,196

Observa-se que o nível acima de 30% de mulheres no conselho é negativo e significativo ao nível de 10% no Modelo 1, indicando que a maior diversidade de gênero no conselho tem efeito sobre a remuneração total dos executivos. Já para a remuneração variável, nenhuma das *dummies* apresenta significância estatística, apesar de os intervalos entre 11% e 20% e acima de 30% mostrarem sinal negativo.

O efeito verificado em maior participação feminina nos conselhos encontra suporte no argumento da massa crítica apontado por Konrad, Kramer e Erkut (2008), em que a dinâmica do conselho é afetada a partir do número de três ou mais mulheres no conselho, pois, ao superar visões de estereótipo e ter sua presença vista como algo normal, as mulheres podem trazer contribuições e influenciar positivamente discussões e levantar questionamentos e reflexões com olhar de longo prazo. Por outro lado, quando a representatividade é baixa, existiria maior dificuldade em conselheiras apresentarem contribuições significativas, pois podem ser apenas uma representação simbólica de uma minoria, refletindo o fenômeno do tokenismo.

Das variáveis de controle, como identificado previamente, ROA, tamanho da firma e presença de mulheres independentes no conselho apresentam poder explicativo sobre a remuneração dos executivos, sendo o efeito do tamanho observado apenas na remuneração total.

#### 4.4 ANÁLISE DO GERENCIAMENTO DE RESULTADOS

A presente pesquisa adotou os *accruals* discricionários como *proxy* para a prática de gerenciamento de resultados por parte das empresas, representando função de monitoramento do conselho sobre a qualidade das informações financeiras divulgadas pelos gestores, uma vez que estaria associada à maior transparência. Os *accruals* totais foram calculados conforme Equação 2 e a estimação dos *accruals* discricionários foi realizada a partir do Modelo Pae (2005), Equação 1, em *cross-sectional* por setor e ano, seguindo abordagem estabelecida na literatura (GULL *et al.*, 2018; SAONA *et al.*, 2019; MAGLIO *et al.*, 2019; ZALATA *et al.*, 2019). Dada a distribuição do valor absoluto dos *accruals* discricionários, a qual assume apenas valores positivos, optou-se por aplicar transformação na referida variável, de modo a possibilitar sua estimação em modelos lineares, calculando-se seu logaritmo natural.

Nessa direção, sob a hipótese de pesquisa H3, espera-se que a diversidade de gênero no conselho tenha efeito negativo sobre o gerenciamento de resultados. Para analisar esse possível efeito, estimou-se a Equação 4, cujos resultados obtidos são apresentados na Tabela 10.

**Tabela 10** - Estimações GMM-Sys para gerenciamento de resultados

$$GR_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 GR_{t-1} + \beta_2 M_{i,t} + \sum_{j=3}^n \beta_j \text{Controles}_{i,t} + \varepsilon_t$$

Nota: GR: logaritmo natural dos *accruals* discricionários como *proxy* para o gerenciamento de resultados; M: variável referente à diversidade de gênero no conselho de administração, que assume PM (percentual de mulheres no conselho), DM (*dummy* que assume valor 1 se existir pelo menos 1 mulher no conselho) e MC (*dummy* que assume valor 1 se existir 3 ou mais mulheres no conselho); IC: percentual de membros independentes no conselho; RET: retorno anual da ação mais líquida da empresa; ROA: Retorno do Ativo; LEV: alavancagem; TAM: logaritmo natural do ativo total, representando o tamanho da empresa; MB: *market-to-book*; CP: percentual de ações nas mãos dos três maiores acionistas da empresa; MIC: *dummy* que assume valor 1 se existir pelo menos 1 mulher como membro independente no conselho; \* significativo a 10%; \*\* significativo a 5%; \*\*\* significativo a 1%. Entre parênteses são apresentados erros-padrão. Modelo estimado em *Two-Step*, com correção de erros-padrão de Windmeijer (2005).

	PM Modelo 1	DM Modelo 2	MC Modelo 3
GR <sub>t-1</sub>	0,069 (0,078)	0,066 (0,076)	0,062 (0,079)
M	-0,280 (0,493)	-0,273** (0,128)	-0,216 (0,185)
IC	-0,724** (0,300)	-0,822*** (0,287)	-0,708** (0,298)
CP	-0,145 (0,324)	-0,115 (0,320)	-0,228 (0,317)
RET	-0,475* (0,243)	-0,465* (0,240)	-0,476* (0,250)
ROA	-0,015* (0,008)	-0,013 (0,008)	-0,013 (0,008)
LEV	0,020 (0,303)	0,046 (0,291)	0,039 (0,312)
TAM	-0,142*** (0,018)	-0,139*** (0,017)	-0,142*** (0,017)
MB	-0,001 (0,004)	-0,001 (0,004)	-0,001 (0,004)
MIC	0,094 (0,157)	0,246 (0,167)	0,077 (0,139)
Número de Observações	870	870	870
Número de Grupos	144	144	144
Número de Instrumentos	45	45	45
Estat. Wald	5010,376***	5029,628***	4918,409***
Teste de Hansen	37,158	36,848	39,997
AR(1)	-3,657***	-3,651***	-3,638***
AR(2)	1,156	1,117	1,160

As estimações foram realizadas por GMM-Sys, uma vez identificada a endogeneidade por meio do teste de Wu-Hausman (WU, 1974), reportados no Apêndice C, Tabela 20.

Foi utilizado o método *Two-Step* e o viés dos erros para pequenas amostras foi corrigido a partir de erros-padrão para amostra finita de Windmeijer (2005), da mesma forma que as estimações realizadas para a remuneração dos executivos, no sentido de se alcançar maior robustez. Ressalta-se que a variável *accruals* discricionários defasados foi tratada como endógena dentro dos modelos e utilizada como instrumento na equação em nível.

Os testes de sobreidentificação de Hansen e de autocorrelação de Arellano e Bond de primeira e segunda ordem não rejeitam as hipóteses de exogeneidade dos instrumentos e de não autocorrelação entre os resíduos, o que fornece indícios de que os modelos atendem aos pressupostos requeridos.

Conforme a Tabela 10, constata-se que a variável *dummy* para presença de pelo menos uma mulher no conselho se mostrou significativa em afetar a prática de gerenciamento de resultados, ao nível de 5%. Nesse sentido, a evidência fornece subsídios que suportam o argumento de que mulheres no conselho reduzam a prática de gerenciamento de resultados e, dessa forma, não se pode rejeitar a hipótese de pesquisa H3.

Então, a evidência sugere que a diversidade de gênero no conselho é um recurso que permite maior restrição do gerenciamento de resultados por parte das companhias, a partir do uso de *accruals* discricionários e, conseqüentemente, melhor qualidade das informações financeiras divulgadas, levando maior transparência aos acionistas e outras partes interessadas na informação contábil.

Convém ressaltar que as evidências internacionais não são consensuais quanto à relação entre a diversidade de gênero no conselho e o gerenciamento de resultados, uma vez que as evidências apontam tanto para relação negativa quanto para relação inexistente, conforme estudos na revisão sistemática de literatura adotada. Contudo, os achados da presente pesquisa se alinham às evidências empíricas internacionais que identificaram a existência de relação negativa entre diversidade de gênero no conselho e gerenciamento de resultados (LUO, XIANG; HUANG, 2017; GARCÍA-SÁNCHEZ, MARTÍNEZ-FERRERO; GARCÍA-MECA, 2017; DAMAK, 2018; WAWERU; PROT, 2019; KOUAIB; ALMULHIM, 2019; AL AZEEZ *et al.*, 2019; SIAL *et al.*, 2019; MAGLIO *et al.*, 2020; ONGSAKUL, JIRAPORN; KIM, 2020).

Quanto às variáveis de controle, seguindo a expectativa e conforme identificado nos estudos de Gull *et al.* (2018) e García Lara *et al.* (2017), encontra-se evidência de que a independência do conselho reduz a prática de gerenciamento de resultados, uma vez que diretores sem vínculos com a companhia seriam melhores monitores (FAMA; JENSEN, 1983;

YERMACK, 2004), representando os interesses dos acionistas e buscando maior transparência nas informações financeiras divulgadas. Então, entende-se que a *proxy* de governança corporativa referente à independência do conselho tem mais importância sobre a prática de gerenciamento de resultados do que a concentração de propriedade, em que não foi verificado poder explicativo sobre o uso de *accruals* discricionários.

Diversas pesquisas identificaram relação positiva entre o desempenho observado a partir do retorno sobre o ativo e a prática de gerenciamento de resultados (ZALATA *et al.*, 2019; LUO; XIANG; HUANG, 2017; ABDULLAH; ISMAIL, 2016; ORAZALIN, 2019; GARCÍA LARA *et al.*, 2017; DAMAK, 2018). Entretanto, a evidência encontrada aponta que o desempenho influencia negativamente o gerenciamento de resultados, observado a partir do retorno das ações. Esse achado é oposto ao identificado por Harakeh, El-Gammal e Matar (2019), porém entende-se que o baixo desempenho de mercado é um incentivo para que as empresas gerenciem seus resultados, em busca de sinalizar boas expectativas de fluxos de caixa futuros. Há, ainda, indícios de influência também negativa do ROA sobre a prática de gerenciamento de resultados.

Em todos os modelos, o tamanho da firma se mostra explicativo do gerenciamento de resultados, entendendo-se que empresas maiores se utilizariam menos de gerenciamento de resultados baseado em *accruals* discricionários, assim como identificado por Damak (2018) e Waweru e Prot (2018). Esse fato pode estar associado ao maior nível de monitoramento externo, a partir de agentes de mercado, direcionado a empresas maiores, que optariam por reduzir o uso de *accruals* discricionários.

Visando mais abrangente análise do efeito da diversidade de gênero no conselho sobre a prática de gerenciamento de resultados, foram realizadas as mesmas estimações visualizadas na Tabela 10, com GMM-Sys e correção de erros-padrão de Windmeijer (2005), com inclusão das variáveis de governança tamanho do conselho e dualidade do CEO. Os resultados são apresentados na Tabela 11.

Com base na Tabela 11, verifica-se que, assim como na análise da remuneração dos executivos, ao considerar outras *proxies* de governança corporativa, não é mais identificado estatisticamente o efeito de nenhuma variável representativa de participação de mulheres no conselho sobre o gerenciamento de resultados. Assim, a evidência observada corrobora a perspectiva de que a diversidade de gênero no conselho de administração tem efeito quando

outros instrumentos de governança corporativa são escassos ou insuficientes, sendo o efeito observado quando a governança é fraca.

**Tabela 11** - Estimções GMM-Sys para gerenciamento de resultados com inclusão de variáveis de governança

$$GR_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 GR_{t-1} + \beta_2 M_{i,t} + \sum_{j=3}^n \beta_j \text{Controles}_{i,t} + \varepsilon_t$$

Nota: GR: logaritmo natural dos *accruals* discricionários como *proxy* para o gerenciamento de resultados; M: variável referente à diversidade de gênero no conselho de administração, que assume PM (percentual de mulheres no conselho), DM (*dummy* que assume valor 1 se existir pelo menos 1 mulher no conselho) e MC (*dummy* que assume valor 1 se existir 3 ou mais mulheres no conselho); TC: número de membros no conselho; DUAL: *dummy* que assume valor 1 se o cargo de CEO e presidente do conselho são ocupados pelo mesmo indivíduo; IC: percentual de membros independentes no conselho; CP: percentual de ações nas mãos dos três maiores acionistas da empresa; RET: retorno anual da ação mais líquida da empresa; ROA: Retorno do Ativo; LEV: alavancagem; TAM: logaritmo natural do ativo total, representando o tamanho da empresa; MB: *market-to-book*; MIC: *dummy* que assume valor 1 se existir pelo menos 1 mulher como membro independente no conselho; \* significativo a 10%; \*\* significativo a 5%; \*\*\* significativo a 1%. Entre parênteses são apresentados erros-padrão. Modelo estimado em *Two-Step*, com correção de erros-padrão de Windmeijer (2005).

	PM Modelo 1	DM Modelo 2	MC Modelo 3
GR <sub>t-1</sub>	0,055 (0,077)	0,058 (0,076)	0,049 (0,077)
M	-0,123 (0,470)	-0,197 (0,134)	-0,0002 (0,188)
TC	-0,028** (0,012)	-0,021* (0,012)	-0,026** (0,012)
DUAL	-0,116 (0,175)	-0,116 (0,172)	-0,126 (0,180)
IC	-0,773** (0,307)	-0,855*** (0,297)	-0,744** (0,293)
CP	-0,210 (0,315)	-0,176 (0,315)	-0,250 (0,311)
RET	-0,424* (0,246)	-0,423* (0,244)	-0,428* (0,249)
ROA	-0,011 (0,008)	-0,011 (0,008)	-0,012 (0,008)
LEV	0,257 (0,297)	0,239 (0,287)	0,244 (0,300)
TAM	-0,137*** (0,017)	-0,135*** (0,017)	-0,138*** (0,017)
MB	-0,001 (0,004)	-0,0002 (0,004)	-0,001 (0,004)
MIC	0,089 (0,146)	0,213 (0,158)	0,063 (0,138)
Número de Observações	870	870	870
Número de Grupos	144	144	144
Número de Instrumentos	47	47	47
Estat. Wald	5766,204***	5508,670***	5259,606***
Teste de Hansen	39,525	39,004	40,397
AR(1)	-3,651***	-3,637***	-3,626***
AR(2)	1,150	1,127	1,122

Percebe-se que o tamanho do conselho afeta negativamente o gerenciamento de resultados, de maneira oposta à perspectiva de que conselhos maiores estariam associados à menor capacidade de monitoramento sobre a gestão (GARCÍA-IZQUIERDO; FERNANDEZ-MENDEZ; ARRONDO-GARCIA, 2018). Adicionalmente, a independência do conselho permanece com efeito negativo e estatisticamente significativo, reduzindo o gerenciamento de resultados. Das demais *proxies* de governança, não é verificado efeito da dualidade do CEO e da concentração de propriedade sobre o uso de *accruals* discricionários. Assim, os elementos de governança mais relevantes no monitoramento sobre essa prática são o número de membros no conselho e o percentual de membros independentes.

Quanto às variáveis de controle, retorno das ações e tamanho da firma permanecem afetando negativamente o gerenciamento de resultados, mesmo após a inclusão de novas *proxies* de governança, sugerindo que essas variáveis influenciam mais o efeito de outras *proxies* de governança do que o efeito de demais características da firma.

Em busca de análise mais detalhada do efeito do percentual de mulheres no conselho sobre a prática de gerenciamento de resultados, foram realizadas também as mesmas estimações observadas na Tabela 10, porém com variáveis de interesse relacionadas à diversidade de gênero apenas intervalos percentuais, sendo essas PM\_10, PM\_20 e PM\_30, representando de 11% a 20%, de 21% a 30% e acima de 30% de mulheres no conselho, respectivamente. Os resultados são apresentados na Tabela 12.

Observa-se que o nível entre 11% e 20% de mulheres no conselho é negativo e significativo ao nível de 5%, dando indícios que essa menor proporção de mulheres no conselho reduz a prática de gerenciamento de resultados. Todavia, destaca-se que, nesse intervalo percentual, se concentra a maior parte da amostra com mulheres no conselho, o que pode explicar a não verificação do efeito negativo também nos intervalos de maior percentual. Então, a ausência da relação entre a presença de mais mulheres no conselho e o gerenciamento de resultados deve-se à baixa representação feminina na amostra, refletindo o contexto brasileiro. Adicionalmente, permanecem os mesmos resultados para as variáveis de controle independência do conselho, retorno sobre o ativo, retorno das ações e tamanho da firma.

**Tabela 12** - Estimações GMM-Sys para gerenciamento de resultados com intervalos percentuais de mulheres no conselho

$$GR_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 GR_{t-1} + \beta_2 M_{i,t} + \sum_{j=3}^n \beta_j \text{Controles}_{i,t} + \varepsilon_t$$

Nota: GR: logaritmo natural dos *accruals* discricionários como *proxy* para o gerenciamento de resultados; M: variável referente à participação de mulheres no conselho, que assume PM\_20 (*dummy* para o percentual de mulheres no conselho entre 11% e 20%), PM\_30 (*dummy* para o percentual de mulheres no conselho entre 21% e 30%), PM\_30 (*dummy* para o percentual de mulheres no conselho acima de 30%); IC: percentual de membros independentes no conselho; RET: retorno anual da ação mais líquida da empresa; ROA: Retorno do Ativo; LEV: alavancagem; TAM: logaritmo natural do ativo total, representando o tamanho da empresa; MB: *market-to-book*; CP: percentual de ações nas mãos dos três maiores acionistas da empresa; MIC: *dummy* que assume valor 1 se existir pelo menos 1 mulher como membro independente no conselho; \* significativo a 10%; \*\* significativo a 5%; \*\*\* significativo a 1%. Entre parênteses são apresentados erros-padrão. Modelo estimado em *Two-Step*, com correção de erros-padrão de Windmeijer (2005).

GR <sub>t-1</sub>	0,064 (0,078)
PM_10	-0,337** (0,158)
PM_20	0,026 (0,176)
PM_30	0,072 (0,155)
IC	-0,586** (0,291)
RET	-0,485* (0,250)
ROA	-0,015* (0,008)
LEV	0,150 (0,295)
TAM	-0,143*** (0,017)
MB	-0,0004 (0,004)
CP	-0,259 (0,313)
MIC	0,114 (0,171)
Número de Observações	870
Número de Grupos	144
Número de Instrumentos	49
Estat. Wald	5376,17***
Teste de Hansen	39,767
AR(1)	-3,634***
AR(2)	1,139

Portanto, pode-se concluir que a diversidade de gênero no conselho influencia a prática de gerenciamento de resultados, encontrando-se evidência de que o percentual de mulheres no conselho tem efeito negativo e significativo sobre esse, dando suporte à hipótese de pesquisa H3. Apesar disso, ao considerar outras *proxies* de governança corporativa, como o tamanho do conselho, esse efeito acaba sendo sobrepujado por essas *proxies*, perdendo sua importância.

#### 4.6 ANÁLISE DA SENSIBILIDADE DO *TURNOVER* DO CEO AO DESEMPENHO DA FIRMA

Na hipótese de pesquisa H4, espera-se que a diversidade de gênero no conselho esteja associada à redução da sensibilidade do *turnover* do CEO ao desempenho da firma. Em consonância aos demais estudos sobre o tema, foi adotado o ROA como medida de desempenho. Para testar a hipótese, as estimações para a Equação 5 foram realizadas com regressão logística, tendo como variável dependente a probabilidade de *turnover* do CEO no ano  $t+1$ .

Na Tabela 13, são apresentadas as estimações dos modelos para o percentual de mulheres no conselho (PM) e *dummies* para presença de pelo menos uma mulher (DM) e para pelo menos três mulheres no conselho (MC). A significância da estatística Wald sugere que a rejeição a 1% de significância a hipótese de que todos os coeficientes dos modelos de regressão Logit implementados sejam iguais a zero e o VIF inferior a 5 em todos os modelos, não sendo então detectados indícios de multicolinearidade nos dados. A estatística VIF para cada variável pode ser observada no Apêndice D, Tabela 21.

Uma vez significativa nos três modelos, o retorno sobre o ativo tem efeito negativo, indicando que a probabilidade de *turnover* do CEO no ano  $t+1$  aumenta a partir do menor ROA no ano  $t$ . Ou seja, se o desempenho da firma é ruim, as chances de que o principal executivo seja substituído no ano subsequente aumentam, de maneira condizente ao verificado por Kim, Kuang e Qin (2020) e Buchwald e Hottenrott (2020).

No modelo, a interação da variável referente à diversidade de gênero no conselho e a variável de desempenho ROA representa a sensibilidade do *turnover* do CEO em razão da participação de mulheres no conselho e é a variável de interesse para testar a hipótese de pesquisa H4, em que se espera que a diversidade de gênero no conselho esteja associada à baixa sensibilidade do *turnover* do CEO ao desempenho.

**Tabela 13** - Estimacões logit para probabilidade de *turnover* do CEO

$$\ln\left(\frac{p_{i,t}}{1-p_{i,t}}\right) = \alpha_0 + \beta_1 M_{i,t} + \beta_2 D_{i,t} + \beta_3 M_{i,t} \times D_{i,t} + \sum_{j=4}^n \beta_j \text{Controles}_{i,t} + u_t$$

Nota:  $p_{i,t}$ : probabilidade de ocorrência do *turnover* do CEO no ano  $t+1$ ; M: variável referente à diversidade de gênero no conselho de administração, que assume PM (percentual de mulheres no conselho), DM (*dummy* que assume valor 1 se existir pelo menos 1 mulher no conselho) e MC (*dummy* que assume valor 1 se existir 3 ou mais mulheres no conselho); D: desempenho da empresa, que assume ROA (Retorno do Ativo); IC: percentual de membros independentes no conselho; TAM: logaritmo natural do ativo total, representando o tamanho da empresa; MB: *market-to-book*; \* significativo a 10%; \*\* significativo a 5%; \*\*\* significativo a 1%. Entre parênteses são apresentados erros-padrão. Modelo de regressão logística. VIF de cada variável disponível no Apêndice D, Tabela 21.

	PM Modelo 1	DM Modelo 2	MC Modelo 3
M	-0,722 (0,899)	0,004 (0,198)	-0,657 (0,513)
D	-0,037*** (0,013)	-0,028* (0,014)	-0,035*** (0,011)
M x D	0,043 (0,094)	-0,012 (0,021)	0,037 (0,048)
TC	0,060*** (0,016)	0,061*** (0,017)	0,071*** (0,019)
DUAL	0,152 (0,243)	0,160 (0,243)	0,175 (0,243)
IC	0,595 (0,409)	0,596 (0,410)	0,599 (0,409)
CP	-0,055 (0,465)	-0,071 (0,466)	-0,007 (0,467)
TAM	0,009 (0,074)	0,007 (0,074)	0,014 (0,074)
MB	0,009* (0,005)	0,009* (0,005)	0,009* (0,005)
Intercepto	-1,549 (1,739)	-1,556 (1,737)	-1,799 (1,755)
<i>Dummy</i> de Setor / Ano	Sim / Sim	Sim / Sim	Sim / Sim
VIF médio	2,079	2,119	2,262
Número de Observações	1.287	1.287	1.287
Estat. Wald	51,3 ***	51,3 ***	52,6 ***
Pseudo-R <sup>2</sup>	0,051	0,051	0,053

A análise dos coeficientes de interação nos modelos sugere a não rejeição da hipótese H4, uma vez que as interações se mostram positivas e não significativas, trazendo evidência de que, em empresas com participação de mulheres no conselho, o ROA não tem poder explicativo sobre a probabilidade de substituição do CEO. Portanto, a evidência sugere que, conforme identificado na literatura, a diversidade de gênero no conselho torna o julgamento quanto à demissão do CEO mais abrangente do que a observância apenas de uma medida de desempenho

e que mulheres no conselho estão dispostas a oferecer ao CEO a chance de mostrar melhoria de desempenho.

Esse fato pode sugerir melhor monitoramento sobre a gestão do que demitir por baixo desempenho empresarial (KIM; KUANG; QIN, 2020; BUCHWALD; HOTTENROTT, 2020), pois existe uma série de elementos que influenciam esse desempenho e que não estão sob controle do CEO. Destaca-se que, na estimação, de maneira isolada, nenhuma das variáveis de gênero utilizadas apresenta poder explicativo sobre a probabilidade de *turnover* do CEO.

Das variáveis de governança utilizadas como controle, apenas o tamanho do conselho apresentou poder explicativo sobre a probabilidade do *turnover* do CEO no período subsequente. De maneira esperada, tal relação identificada foi positiva, em que à medida que se aumenta o número de membros no conselho, maior é a substituição do CEO, uma vez que conselhos maiores estariam associados à menor capacidade de monitoramento, estando mais propenso a substituir o CEO com base em medida de desempenho da companhia, sem investigação de outras causas para o desempenho e abrangência maior no julgamento.

Em relação às demais variáveis de controle utilizadas, verifica-se que o *market-to-book*, representativo de oportunidades de crescimento e expectativas de fluxo de caixa futuros, é positivo e significativo, de maneira oposta à expectativa inicial adotada na pesquisa, de que sinalização de bons resultados futuros levariam à melhor probabilidade de substituição do CEO.

Ressalta-se que, nesta pesquisa, não é feita distinção entre *turnover* voluntário ou forçado. Logo, é possível que quanto maior for a expectativa de crescimento da companhia, menos a gestão confia, maior é a possibilidade que o principal executivo opte pelo *turnover* voluntário no período subsequente em busca de posições em outras companhias, dado seu próprio bom desempenho em gestão, melhoria de seu sucesso empresarial no currículo e sua maior visibilidade por parte de concorrentes e agentes *headhunters*, por exemplo.

Seguindo análises anteriores realizadas nesta pesquisa, de detalhamento do possível efeito da variável percentual de mulheres no conselho, foi realizada estimação com intervalos percentuais, em busca de identificar diferenças no impacto sobre o *turnover* do CEO a partir de diferentes níveis de mulheres nos conselhos. Os resultados são apresentados na Tabela 14.

**Tabela 14** - Estimações logit para probabilidade de *turnover* do CEO com intervalos percentuais de mulheres no conselho

$$\ln\left(\frac{p_{i,t}}{1-p_{i,t}}\right) = \alpha_0 + \beta_1 M_{i,t} + \beta_2 D_{i,t} + \beta_3 M_{i,t} \times D_{i,t} + \sum_{j=4}^n \beta_j \text{Controles}_{i,t} + u_t$$

Nota:  $p_{i,t}$ : probabilidade de ocorrência do *turnover* do CEO no ano  $t+1$ ; M: variável referente à participação de mulheres no conselho, que assume PM\_20 (*dummy* para o percentual de mulheres no conselho entre 11% e 20%), PM\_30 (*dummy* para o percentual de mulheres no conselho entre 21% e 30%), PM\_40 (*dummy* para o percentual de mulheres no conselho acima de 30%); D: desempenho da empresa, que assume ROA (Retorno do Ativo); IC: percentual de membros independentes no conselho; TAM: logaritmo natural do ativo total, representando o tamanho da empresa; MB: *market-to-book*; \* significativo a 10%; \*\* significativo a 5%; \*\*\* significativo a 1%. Entre parênteses são apresentados erros-padrão. Modelo de regressão logística. VIF de cada variável disponível no Apêndice D, Tabela 22.

D	-0,033*** (0,012)
PM_20	0,065 (0,277)
PM_30	-0,595 (0,500)
PM_40	-0,355 (0,394)
PM_20 x D	-0,038 (0,031)
PM_30 x D	0,032 (0,049)
PM_40 x D	0,041 (0,040)
TC	0,060*** (0,017)
DUAL	0,151 (0,245)
IC	0,590 (0,414)
CP	-0,174 (0,471)
TAM	0,007 (0,075)
MB	0,009* (0,005)
Intercepto	-1,389 (1,759)
<i>Dummy</i> de Setor / Ano	Sim / Sim
VIF médio	2,153
Número de Observações	1.287
Estat. Wald	65,5***
Pseudo-R <sup>2</sup>	0,055

Verifica-se, com base na Tabela 14, que o desempenho representado a partir do ROA é estatisticamente significativo, ou seja, tem poder explicativo sobre a probabilidade de *turnover* do CEO. Entretanto, observando as variáveis de interação entre o desempenho e os intervalos percentuais de mulheres no conselho, verifica-se que, em intervalos menores, de até 20% de mulheres no conselho, o coeficiente é negativo, e para de 21% a 30% de mulheres e acima de 30% de mulheres no conselho, o coeficiente é positivo e não significativo.

Portanto, pode-se inferir que, em empresas com maior percentual de mulheres no conselho, o retorno do ativo não tem mais poder explicativo sobre a probabilidade de *turnover* do CEO, sendo assim a decisão de substituição do principal executivo é menos sensível ao desempenho da firma. Nessa direção, entende-se que as mulheres podem estar desempenhando um papel ativo na decisão quanto à permanência ou não do CEO em momento de baixo desempenho da companhia.

Em busca de verificar se a diversidade de gênero no conselho reduz a sensibilidade do *turnover* do CEO a outras medidas de desempenho, foram realizadas estimações também utilizando interações entre as variáveis referentes à participação de mulheres no conselho de administração e o desempenho de mercado da firma, observado a partir do retorno anual das ações. Os resultados são apresentados na Tabela 15.

Com base na Tabela 15, verifica-se semelhança aos achados que envolvem o retorno sobre o ativo. O melhor desempenho, ou seja, o maior retorno das ações reduz a probabilidade de *turnover* do CEO no ano  $t+1$ , uma vez que o seu coeficiente é significativo nos três modelos.

Ao analisar o coeficiente da variável de interação entre a diversidade de gênero no conselho e o desempenho observado a partir do retorno das ações, nenhum deles é significativo e no Modelo 3 tem sinal positivo conforme o esperado. A evidência sugere, portanto, que a diversidade de gênero no conselho pode ser associada a menor sensibilidade do *turnover* do CEO ao desempenho de mercado das companhias e que, ao trazer perspectiva mais abrangente durante a tomada de decisão dentro dos conselhos, mesmo que o retorno das ações seja fraco, não necessariamente o conselho optará por demissão do principal executivo da firma no ano seguinte, estando disposto a analisar outras causas e métricas e oferecer ao CEO a chance de apresentar melhores resultados, como apontam Kuang e Qin (2020) e Buchwald e Hottenrott (2020).

**Tabela 15** - Estimações logit para probabilidade de *turnover* do CEO com retorno das ações como medida de desempenho

$$\ln\left(\frac{p_{i,t}}{1-p_{i,t}}\right) = \alpha_0 + \beta_1 M_{i,t} + \beta_2 D_{i,t} + \beta_3 M_{i,t} \times D_{i,t} + \sum_{j=4}^n \beta_j \text{Controles}_{i,t} + u_t$$

Nota:  $p_{i,t}$ : probabilidade de ocorrência do *turnover* do CEO no ano  $t+1$ ; M: variável referente à diversidade de gênero no conselho de administração, que assume PM (percentual de mulheres no conselho), DM (*dummy* que assume valor 1 se existir pelo menos 1 mulher no conselho) e MC (*dummy* que assume valor 1 se existir 3 ou mais mulheres no conselho); D: desempenho da empresa, que assume RET (retorno anual das ações); IC: percentual de membros independentes no conselho; TAM: logaritmo natural do ativo total, representando o tamanho da empresa; MB: *market-to-book*; \* significativo a 10%; \*\* significativo a 5%; \*\*\* significativo a 1%. Entre parênteses são apresentados erros-padrão. Modelo de regressão logística. VIF de cada variável disponível no Apêndice D, Tabela 23.

	PM Modelo 1	DM Modelo 2	MC Modelo 3
M	-0,614 (0,704)	-0,113 (0,162)	-0,384 (0,285)
D	-1,492*** (0,533)	-1,235** (0,573)	-1,675*** (0,454)
M x D	-0,804 (3,777)	-0,710 (0,802)	1,515 (1,452)
TC	0,054*** (0,016)	0,055*** (0,017)	0,063*** (0,018)
DUAL	0,166 (0,243)	0,160 (0,243)	0,163 (0,243)
IC	0,573 (0,409)	0,590 (0,409)	0,555 (0,410)
CP	0,012 (0,468)	-0,016 (0,469)	0,057 (0,470)
TAM	0,011 (0,074)	0,006 (0,074)	0,012 (0,075)
MB	0,012** (0,005)	0,012** (0,005)	0,011** (0,005)
Intercepto	-1,824 (1,742)	-1,737 (1,738)	-1,949 (1,760)
<i>Dummy</i> de Setor / Ano	Sim / Sim	Sim / Sim	Sim / Sim
VIF médio	2,022	2,068	2,008
Número de Observações	1.287	1.287	1.287
Estat. Wald	51,6***	48,8***	56,0***
Pseudo-R <sup>2</sup>	0,053	0,054	0,055

Da análise da sensibilidade do *turnover* do CEO ao desempenho da firma, observa-se, então, que a diversidade de gênero no conselho reduz essa sensibilidade, de forma condizente à hipótese de pesquisa H4, encontrando-se evidências de que empresas com diversidade de gênero no conselho tiram o poder explicativo do desempenho sobre a decisão de substituição do principal executivo da empresa.

#### 4.7 SÍNTESE DE RESULTADOS

Na presente pesquisa, foi realizada análise dos possíveis impactos positivos da diversidade de gênero no conselho de administração de empresas brasileiras, com ênfase no papel de monitoramento, que é realizado por esse mecanismo interno de governança corporativa. Adotou-se como *proxies* para as principais funções de monitoramento a remuneração total e variável dos executivos, o gerenciamento de resultados a partir do uso de *accruals* discricionários e a sensibilidade do *turnover* do CEO ao desempenho da companhia.

Com base nos resultados encontrados, identifica-se que a diversidade de gênero no conselho traz contribuições nas três funções de monitoramento, seguindo a perspectiva teórica adotada de que a diversidade altera em alguma medida a dinâmica nas reuniões do conselho e promove discussões em grupo de caráter mais abrangente, reflexivo e estratégico, sendo assim de maior benefício para a firma e os acionistas. A Tabela 16 apresenta uma síntese dos resultados verificados para as variáveis de interesse no presente estudo.

**Tabela 16 - Síntese de resultados**

VARIÁVEL INDEPENDENTE	VARIÁVEL DEPENDENTE	RELAÇÃO ESPERADA	RELAÇÃO VERIFICADA
Percentual de mulheres no conselho (PM)	RT	-	-
	RV	-	-
	GR	-	Sem sig. estatística
Presença de mulheres no conselho (DM)	RT	-	Sem sig. estatística
	RV	-	Sem sig. estatística
	GR	-	-
Massa crítica de mulheres no conselho (MC)	RT	-	Sem sig. estatística
	RV	-	Sem sig. estatística
	GR	-	Sem sig. estatística
Interação entre PM e desempenho da empresa (PMxD)	TCEO	+	+ / sem sig. estatística
Interação entre DM e desempenho da empresa (DMxD)	TCEO	+	- / sem sig. estatística
Interação entre MC e desempenho da empresa (MCxD)	TCEO	+	+ / sem sig. estatística

Nota: RT: logaritmo natural da remuneração total dos executivos; RV: logaritmo natural da remuneração variável dos executivos; GR: gerenciamento de resultados; TCEO: probabilidade de turnover do CEO no ano  $t+1$ .

É possível afirmar, então, que a diversidade de gênero no conselho está associada à menor remuneração total e variável dos executivos, reduzindo o excesso de remuneração dos gestores, menor gerenciamento de resultados, levando à maior transparência de informações financeiras divulgadas às partes interessadas, e menor sensibilidade do *turnover* do CEO ao desempenho da firma, com julgamento mais amplo do que medidas de desempenho na decisão de substituir ou não o principal executivo da companhia.

Todavia, destaca-se que, quando consideradas outras *proxies* de governança corporativa, já consolidadas na literatura, como tamanho do conselho, independência do conselho, concentração de propriedade e dualidade do CEO, o efeito da diversidade de gênero sobre a remuneração dos executivos e o gerenciamento de resultados acaba sendo sobrepujado por essas *proxies*, perdendo sua importância. Uma possível explicação seria a de que a diversidade de gênero tem efeito sobre as funções de monitoramento realizadas pelo conselho apenas quando outros mecanismos de governança são fracos, insuficientes e/ou escassos.

Além disso, a massa crítica de no mínimo três, que segundo Konrad, Kramer e Erkut (2008) leva a uma maior capacidade de influenciar decisões que conduzam ao benefício da companhia, com ampliação de visão quanto às temáticas em discussão, olhar crítico e pensamento estratégico de longo prazo, que poderia levar a maiores contribuições no monitoramento é identificada em menos de 10% da amostra, sendo também uma possível explicação para os resultados identificados. As *proxies* de diversidade de gênero no conselho utilizadas podem, assim, refletir a não diversidade nos conselhos brasileiros, sendo medidas apenas de participação de mulheres, já que sua representatividade é baixa.

## 5 CONCLUSÃO

A participação de mulheres em conselhos de administração brasileiros vem crescendo ao longo dos últimos anos, porém ainda é baixa, apesar de diversos esforços em esfera privada e de agências normativas para promoção de maior diversidade de gênero nos conselhos, sob a forma de recomendação de boas práticas de governança corporativa.

Entretanto, destaca-se que o debate sobre a inserção de mulheres nos conselhos de administração envolve não apenas as dimensões ética e político-social, mas também as implicações financeiras para as empresas. Partindo do discurso de que a diversidade de gênero nesses órgãos pode melhorar a governança corporativa e reduzir custos de agência, por meio de níveis mais eficazes de monitoramento sobre a gestão, a presente pesquisa buscou verificar essa possível relação.

Dessa forma, foi investigado o impacto da diversidade de gênero na função de monitoramento realizada pelos conselhos de administração de empresas brasileiras de capital aberto, considerando como principais funções de monitoramento o desenho da remuneração dos executivos, a auditoria e a nomeação/substituição do CEO. Como *proxies* para essas funções, com base na literatura adotada, foram utilizadas a remuneração total e a remuneração variável dos executivos, os *accruals* discricionários como representativos da prática de gerenciamento de resultados e a sensibilidade do *turnover* do CEO ao desempenho da empresa.

Como *proxies* da diversidade de gênero no conselho foram adotados o percentual de mulheres no conselho, uma *dummy* para a presença de pelo menos uma mulher no conselho e uma *dummy* para a presença de 3 ou mais mulheres no conselho, partindo do princípio de que, dada a baixa representatividade do gênero feminino ocupando esses assentos e o fenômeno do tokenismo, a partir de três existiria, de fato, a diversidade e seus potenciais benefícios para decisões em grupo.

Dado o aporte teórico e as evidências empíricas internacionais identificadas com base em revisão sistemática de literatura, foi possível hipotetizar que a diversidade de gênero no conselho: 1) teria efeito negativo sobre a remuneração total; 2) teria efeito negativo sobre a remuneração variável dos executivos, reduzindo o excesso de remuneração; 3) teria efeito negativo sobre o gerenciamento de resultados, com maior transparência das informações financeiras divulgadas e; 4) tornaria o *turnover* do CEO menos sensível ao desempenho da

empresa, ao considerar questões mais abrangentes do que a observância apenas do desempenho durante a decisão de permanência ou substituição do CEO.

Para verificar o efeito da diversidade de gênero nas funções de monitoramento, com base nas hipóteses levantadas, foram realizadas regressões com dados em painel com amostra de 199 empresas não financeiras listadas na B3 entre 2011 e 2018. Optou-se pelas estimações dos parâmetros dos modelos referentes à remuneração dos executivos e ao gerenciamento de resultados por GMM-SYS - *System Generalized Method of Moments*, dada a endogeneidade dos regressores. Para a probabilidade de *turnover* do CEO, foram realizadas estimações por meio de regressão logística.

Das análises, verificou-se que, de fato, as mulheres têm baixa representatividade nos conselhos de administração brasileiros, com um percentual médio de 8,84% e em 53,22% da amostra não há presença de mulheres ocupando esses cargos. Sob a perspectiva teórica, mulheres diretoras diferem de sua contraparte masculina em algumas dimensões e que levariam a um conselho diverso em gênero com melhores decisões em grupo e maior proteção aos interesses dos acionistas mediante o melhor monitoramento da gestão.

Em consonância à perspectiva teórica adotada e evidências empíricas de outros países, foi encontrada evidência de que a diversidade de gênero nos conselhos tem efeito sobre as três funções de monitoramento investigadas, dada a significância dos coeficientes estimados nos modelos de remuneração e gerenciamento de resultados e não significância da variável de interação entre a diversidade de gênero no conselho e o desempenho da firma no modelo de probabilidade do *turnover* do CEO.

Os resultados da presente pesquisa indicam que o percentual de mulheres no conselho tem efeito negativo sobre a remuneração total e sobre a remuneração variável dos executivos, dando indícios de melhor monitoramento e redução de custos de agência a partir de redução de compensação em excesso. Foi identificado, ainda, que o retorno do ativo e a presença de mulheres independentes no conselho influenciam positivamente a remuneração total e a remuneração variável dos executivos e o *market-to-book* influencia positivamente a remuneração variável, provendo evidência de que a remuneração dos gestores é dada em função do desempenho apresentado pela companhia.

Quanto ao gerenciamento de resultados, identificou-se que a presença de pelo menos uma mulher no conselho de administração tem efeito negativo sobre essa prática, levando então à maior transparência nas informações financeiras divulgadas às partes interessadas, dado o

menor uso de *accruals* discricionários. Foi observado, ainda, que a independência do conselho, o retorno anual das ações, o retorno sobre o ativo e o tamanho da firma têm efeito negativo sobre o gerenciamento de resultados.

Ademais, foi identificado que o percentual de mulheres no conselho e a presença de três ou mais mulheres no conselho reduz a sensibilidade do *turnover* do CEO ao desempenho da firma, tornando não significativo o efeito do retorno sobre o ativo e o retorno das ações na probabilidade de mudança do principal executivo da empresa. Nesse sentido, o conselho consideraria outras informações qualitativas e quantitativas além do ROA para decisão de demissão ou não do CEO, o que, sob as lentes da presente pesquisa, indica melhor monitoramento. Foi verificado, ainda, que o *market-to-book* tem efeito positivo sobre a probabilidade de *turnover* do CEO.

O papel de monitoramento da gestão por parte do conselho de administração tem estado em evidência nos últimos anos e na agenda de pesquisa de uma série de estudiosos, principalmente após escândalos empresariais recentes e o baixo nível de governança corporativa no Brasil. Ao investigar se a diversidade de gênero nos conselhos melhora o monitoramento, os resultados desta pesquisa podem contribuir para a literatura, ao analisar essa perspectiva ainda incipiente em cenário nacional e ampliar o conhecimento sobre o tema, ao trazer evidências empíricas de que a representação de mulheres nos conselhos de administração brasileiros pode melhorar o monitoramento sobre os gestores.

Apesar disso, é relevante destacar que o efeito da diversidade de gênero no conselho sobre duas das três funções analisadas não permanecem, quando consideramos outras *proxies* de governança como independência do conselho, tamanho do conselho, concentração de propriedade e dualidade do CEO, sugerindo que a diversidade de gênero no conselho é mais valiosa para a firma quando a sua governança corporativa é fraca, conforme apontam Adams e Ferreira (2009).

Os resultados da pesquisa podem fornecer *insights* interessantes, ao trazer um ponto de vista diferente sobre a influência da representação feminina nos conselhos. Em termos de implicações práticas, esses resultados podem contribuir como instrumento para o maior entendimento crítico acerca de potenciais consequências da inserção de mulheres nos conselhos por parte de agentes econômico-financeiros, normativos, sociais e políticos, ao considerar, por exemplo, a possibilidade de implementação das quotas femininas previstas no Projeto de Lei 7179/17 e outros esforços de incentivo ao aumento da participação de mulheres nos conselhos

pautados nos efeitos da diversidade. Adicionalmente, como implicações gerenciais, os resultados podem contribuir no momento de tomada de decisão quanto à nomeação de mulheres como conselheiras e reflexão na definição de mecanismos de monitoramento mais eficazes, considerando fatores que o influenciam.

Todavia, ressalta-se a cautela necessária ao considerar os resultados deste estudo quanto à sua validade. Sob a perspectiva de limitações teóricas, aponta-se a não identificação, com base na revisão sistemática de literatura realizada, de estudos brasileiros que considerem a relação entre a diversidade de gênero no conselho a as funções de monitoramento, levando à adoção de literatura internacional para balizar a pesquisa no cenário brasileiro, de características distintas aos países dos demais estudos, principalmente por alguns terem aderido às cotas para mulheres nos conselhos.

Quanto às limitações de cunho empírico, destaca-se a falta de dados referentes à governança corporativa de empresas no Brasil, que reduziu significativamente a quantidade de observações na amostra e impossibilitou a coleta de dados para variáveis de controle potencialmente relevantes no contexto de estudo, como a presença de comitê de remuneração e de comitê de auditoria. Além disso, os dados relativos à governança corporativa, que não foram capturados pelo pacote “GetDFPData”, foram coletados manualmente, a partir dos Formulários de Referência, o que supõe possibilidade de erro humano. E, ademais, os resultados ficam restritos às *proxies* utilizadas, tanto para a diversidade de gênero no conselho, quanto para as funções de monitoramento, bem como à amostra e período em análise.

## REFERÊNCIAS

- ABDUL, W. E. A. *et al.* Board diversity and total directors' remuneration: evidence from an emerging market. **Pacific Accounting Review**, v. 30, n. 2, p. 243-272, 2018.
- ABDULLAH, S. N.; ISMAIL, K. N. I. K. Women directors, family ownership and earnings management in Malaysia. **Asian Review of Accounting**, v. 26, n. 4, p. 525-550, 2016.
- ADAMS, R. B.; FERREIRA, D. Women in the boardroom and their impact on governance and performance. **Journal of Financial Economics**, v. 94, p. 291-309, 2009.
- AGÊNCIA ESTADO. Fiat tem primeira mulher no comando de uma fábrica na América Latina. **InfoMoney**. 3 jul. 2020. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/carreira/fiat-tem-primeira-mulher-no-comando-de-uma-fabrica-na-america-latina/>. Acesso em: 22 jul. 2020.
- AGUILERA, R. V. Connecting the dots: bringing external corporate governance into the corporate governance puzzle. **Academy of Management Journal**, v. 9, n.1, p. 483-573, 2015.
- AHMADI, A.; NAKAA, N.; BOURI, A. Chief Executive Officer attributes, board structures, gender diversity and firm performance among French CAC 40 listed firms. **Research in International Business and Finance**, v. 44, p. 218-226, 2018.
- AL AZEEZ, H. A. R. *et al.* The impact of board characteristics on earnings management in the international oil and gas corporations. **Academy of Accounting and Financial Studies Journal**, v. 23, n. 1, p. 1-26, 2019.
- AL-ABSY, M. S. M.; ISMAIL, K. N. I. K.; CHANDREN, S. Audit committee chairman characteristics and earnings management. **Asia-Pacific Journal of Business Administration**, v. 11, n. 4, p. 339-370, 2019a.
- AL-ABSY, M. S. M.; ISMAIL, K. N. I. K.; CHANDREN, S. Corporate governance mechanisms, whistle-blowing policy and real earnings management. **International Journal of Financial Research**, v. 10, n. 6, p. 265-282, 2019b.
- ALKALBANI, N.; CUOMO, F.; MALLIN, C. Gender diversity and say-on-pay: Evidence from UK remuneration committees. **Corporate Governance: An International Review**, v. 27, n. 5, p. 378-400, 2019.
- ALMOR, T.; BAZEL-SHOHAM, O.; LEE, S. M. The dual effect of board gender diversity on R&D investments. **Long Range Planning**, v. 52, n. 3, p. 1-23, 2019.
- AL-SHAER, H.; HARAKEH, M. Gender differences in executive compensation on British corporate boards: The role of conditional conservatism. **The International Journal of Accounting**, v. 55, n. 1, p. 1-48, 2020.
- BAIXAULI-SOLER; J. S. *et al.* Executive director's compensation and monitoring: the influence of gender diversity on Spanish boards. **Journal of Business Economics and Management**, v. 17, n. 6, p. 1133-1154, 2016.

BARROS, L. A. B. C. Decisões corporativas em grupo: uma abordagem comportamental. **Revista de Administração de Empresas – RAE**, São Paulo, v. 58, n. 6, p. 576-580, nov./dez. 2018.

BARROS, L. A. B. C. *et al.* Endogeneidade em regressões com dados em painel: Um guia metodológico para pesquisa em finanças corporativas. **Revista Brasileira de Gestão de Negócios**, São Paulo, v. 22, n. spe, p. 437-461, 2020.

BENKRAIEM, R. *et al.* Board independence, gender diversity and CEO compensation. **Corporate Governance: The international journal of business in Society**, v. 17, n. 5, p. 845-860, 2017.

BENNOURI, M. *et al.* Female board directorship and firm performance: what really matters? **Journal of Banking and Finance**, v. 88, p. 267-291, 2018.

BLOOMBERG BRASIL. **InfoMoney**. 7 jul. 2020. Fundo liderado por mulheres aposta em reformas ESG em emergentes. 14 jul. 2020. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/onde-investir/fundo-liderado-por-mulheres-aposta-em-reformas-esg-em-emergentes/>. Acesso em: 22 jul. 2020.

BUCHWALD, A.; HOTTENROTT, H. Women on the board and executive tenure. **Managerial and Decision Economics**, v. 40, n. 7, p. 741-760, 2020.

BUGEJA, M.; MATOLCSY, Z.; SPIROPOULOS, H. The association between gender-diverse compensation committees and CEO compensation. **Journal of Business Ethics**, v. 139, n. 2, p. 375–390, 2015.

CAMPBELL, K.; MÍNGUEZ-VERA, A. Gender diversity in the boardroom and firm financial performance. **Journal of Business Ethics**, v. 83, n. 3, p. 435–451, 2008.

CARTER, D. A. *et al.* The gender and ethnic diversity of US boards and board committees and firm financial performance. **Corporate Governance: An International Review**, v. 18, n. 5, p. 396-414, 2010.

CARTER, D. A.; SIMKINS, B. J.; SIMPSON, W. G. Corporate governance, board diversity, and firm value. **Financial Review**, v. 38, n. 1, p. 33-53, 2003.

CHEN, E.; GAVIOUS, I. Complementary relationship between female directors and financial literacy in deterring earnings management: The case of high-technology firms. *Advances in Accounting, incorporating Advances in International Accounting Journal*, v. 35, p. 144-124, 2016.

COFFEE, J. The future as history: the prospects for global convergence in corporate governance and its implications. **Northwestern University Law Review**, v. 93, p. 641-708, 1999.

COLLINS, D. W.; HRIBAR, P. Earnings-based and accrual-based Market anomalies: one effect or two? **Journal of Accounting and Economics**, v. 29, n. 1, p. 101-123, 2000.

- COSTA, L.; SAMPAIO, J. O.; FLORES, E. S. Diversidade de gênero nos conselhos administrativos e sua relação com desempenho e risco financeiro nas empresas familiares. **Revista de Administração Contemporânea**, Maringá, v. 23, n. 6, p. 721-738, nov./dez. 2019.
- CUMMING, D.; LEUNG, T. Y. RUI, O. Gender diversity and securities fraud. **Academy of management Journal**, v. 58, n. 5, p. 1572-1593, 2015.
- DAMAK, S. T. Gender diverse board and earnings management: evidence from French listed companies. **Sustainability Accounting, Management and Policy Journal**, v. 9, n. 3, p. 289-312, 2018.
- DEBNATH, N.; PATNAIK, B.; SATPATHY, I. Female directorship and real earnings management in Bangladesh: Towards an analytical assessment. **Management Science Letters**, v. 9, n. 11, p. 1723-1740, 2019.
- DECHOW, P. M. Accounting earnings and cash flows as measures of firm performance: the role of accounting accruals. **Journal of Accounting and Economics**, v. 18, p. 3-42, 1994.
- DECHOW, P. M. *et al.* Detecting earnings management: A new approach. **Journal of Accounting Research**, v. 50, n. 2, p. 275-334, 2012.
- DECHOW, P.; GE, W.; SCHRAND, C. Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences. **Journal of Accounting and Economics**, v. 50, n. 2-3, p. 344-401, 2010.
- DU, X.; LAI, S.; PEI, H. Do women top managers always mitigate earnings management? Evidence from China. **China Journal of Accounting Studies**, v. 4, n. 3, p. 308-338, 2016.
- EAGLY, A. H.; CARLI, L. L. The female leadership advantage: An evaluation of the evidence. **The Leadership Quarterly**, v.14, n.6, p.807-834, 2003.
- ELGHUWEEL, M. I. Corporate governance, Islamic governance and earnings management in Oman. **Journal of Accounting in Emerging Economies**, v. 7, n. 2, p. 190-224, 2017.
- ERHARDT, N. L.; WERBEL, J. D.; SHRADER, C. B. Board of director diversity and firm financial performance. **Corporate Governance: An Internacional Review**, v. 11, n. 2, p. 102-111, 2003.
- FALEYE, O.; HOITASH, R.; HOITASH, U. The cost of intense board monitoring. **Journal of Financial Economics**, v. 101, p. 160-181, 2011.
- FAMA, E. F.; JENSEN, M. C. Agency Problems and Residual Claims. **Journal of Law & Economics**, v. 26, 1983.
- FAN, Y. *et al.* Women on boards and bank earnings management: From zero to hero. **Journal of Banking and Finance**, v. 107, p. 2-21, 2019.
- FITZSIMMONS, S. R. Women on board of directors: why skirts in seats aren't enough. **Business Horizons**, v. 55, n. 6, p. 557-566, 2012.

- FRAGA, J. B.; SILVA, V. A. B. Diversidade no conselho de administração e desempenho da empresa: uma investigação empírica. **Brazilian Business Review**, v. 9, n. Especial, p. 58-80, 2012.
- GARCÍA LARA, J. M. *et al.* The monitoring role of female directors over accounting quality. **Journal of Corporate Finance**, v. 45, p. 651-668, 2017.
- GARCÍA-IZQUIERDO, A. L.; FERNÁNDEZ-MÉNDEZ, C.; ARRONDO-GARCÍA, R. Gender diversity on boards of directors and remuneration committees: The influence on listed companies in Spain. **Frontiers in psychology**, v. 9, p. 1351, 2018.
- GARCÍA-SÁNCHEZ, I. M.; MARTÍNEZ-FERRERO, J.; GARCÍA-MECA, E. Gender diversity, financial expertise and its effects on accounting quality. **Management Decision**, v. 55, n. 2, p. 347-382, 2017.
- GONÇALVES, T.; GAIO, C.; SANTOS, T. Women on the board: Do they manage earnings? empirical evidence from european listed firms. **Revista Brasileira de Gestão de Negócios**, v. 21, n. 3, p. 582-597, 2019.
- GUL, F. A.; SRINIDHI, B.; NG, A. C. Does board gender diversity improve the informativeness of stock prices? **Journal of Accounting and Economics**, v.51, n.3, p. 314–338, 2011.
- GULL, A. A. *et al.* Beyond gender diversity: How specific attributes of female directors affect earnings management. **British Accounting Review**, v. 50, n. 3, p. 255-274, 2018.
- HARAKEH, M.; EL-GAMMAL, W.; MATAR, G. Female directors, earnings management, and CEO incentive compensation: UK evidence. **Research in International Business and Finance**, v. 50, p. 153-170, 2019.
- HASLAM, S. A. *et al.* Investing with prejudice: The relationship between women's presence on company boards and objective and subjective measures of company performance. **British Journal of Management**, v. 21, n. 2, p. 484-497, 2010.
- HAUSMAN, J. A. Specification tests in econometrics. **Econometrica**, v. 46, p. 1251-1271, 1978.
- HAZARIKA, S.; KARPOFF, J. M.; NAHATA, R. Internal corporate governance, CEO turnover, and earnings management. **Journal of Financial Economics**, v. 104, n. 1, p. 44–69, 2012.
- HEALY, P. M; WAHLEN, J. M. A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. **Accounting Horizons**, v. 13, n. 4, p. 365-383, 1999.
- HSIAO, C. **Analysis of panel data**. Cambridge: Cambridge University Press, 1986.
- JALAN, A.; BADRINATH, S. G.; AL-GAMRH, B. Women on audit committees and the relationship between related party transactions and earnings management. **Strategic Change**, v. 29, n. 3, p. 389-406, 2020.

JANIS, I. L. **Victims of groupthink**. Boston: Houghton Mifflin, 1972.

JENSEN, M. C. Paying People to Lie: The Truth about the Budgeting Process. **European Financial Management**, v. 9, n. 3, p. 379-406, 2003.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs, and Ownership Structure. **Journal of Financial Economics**, v. 22, n. 3, p. 305-360, 1976.

JENSEN, M. C.; MURPHY, K. J.; WRUCK, E. G. Remuneration: where we've been, how we got to here, what are the problems, and how to fix them. **Negotiation, Organizations and Markets Research Paper Series**, Harvard Business School NOM Research Paper No. 04-28, jul. 2004.

JENTER, D.; KANAAN, F. CEO Turnover and Relative Performance Evaluation. **The Journal of Finance**, v. 70, n. 5, p. 2155–2184, 2015.

JONES, J. J. Earnings management during import relief investigations. **Journal of Accounting Research**, v. 29, n. 2, p. 193-228, 1991.

KANAGARETNAM, K.; LIM, C.; LOBO, G. J. Effects of international institutional factors on earnings quality of banks. **Journal of Banking and Finance**, v. 39, n. 1, p. 87-106, 2014.

KIM, O.; KUANG, Y. F.; QIN, B. Female representation on boards and CEO performance induced turnover: Evidence from Russia. **Corporate Governance: An International Review**, v. 28, p. 235–260, 2020.

KIRSCH, A. The gender composition of corporate boards: a review and research agenda. **The Leadership Quarterly**, v. 29, n. 2, p. 346-364, 2018.

KITCHENHAM, B. Procedures for performing systematic reviews. **Keele, UK, Keele University**, v. 33, p. 1-26, 2004.

KONRAD, A. M.; KRAMER, V.; ERKUT, S. Critical mass: the impact of three or more women on corporate boards. **Organizational Dynamics**, v. 37, n. 2, p. 145–164, 2008.

KOUAIB, A.; ALMULHIM, A. Earnings manipulations and board's diversity: The moderating role of audit. **Journal of High Technology Management Research**, v. 30, n. 2, p. 1-13, 2019.

LEVI, M.; LI, K.; ZHANG, F. Director gender and mergers and acquisitions. **Journal of Corporate Finance**, v. 28, p.185–200, 2014.

LI, N.; WAHID, A. S. Director tenure diversity and board monitoring effectiveness. **Contemporary Accounting Research**, v. 35, n. 3, p. 1363-1394, 2018.

LUO, J.; XIANG, Y.; HUANG, Z. Female directors and real activities manipulation: Evidence from China. **China Journal of Accounting Research**, v. 10, n. 2, p. 141-166, 2017.

- MAGLIO, R. *et al.* Connecting earnings management and corporate social responsibility: A renewed perspective. **Corporate Social Responsibility and Environmental Management**, v. 27, n. 2, p. 1108-1116, 2020.
- NIKOLOVA, H.; LAMBERTON, C.; COLEMAN, N. V. Stranger danger: When and why consumer dyads behave less ethically than individuals. **Journal of Consumer Research**, v. 45, n.1, p. 90-108, 2017.
- NISIYAMA, E. K.; NAKAMURA, W. T. Diversidade do conselho de administração e a estrutura de capital. **Revista de Administração de Empresas - RAE**, São Paulo, v. 58, n. 6, p. 551-563, nov. 2018.
- OECD. **G20/OECD Principles of Corporate Governance**, OECD Publishing, Paris, 2015.
- ONGSAKUL, V.; JIRAPORN, P.; KIM, Y. S. The effect of earnings management on shareholder value and the role of board gender diversity: Evidence from terrorism. **Pacific Accounting Review**, 2020.
- ORAZALIN, N. Board gender diversity, corporate governance, and earnings management. **Gender in Management: An International Journal**, v. 35, n. 1, p. 37-60, 2019.
- OWEN, A. L.; TEMESVARY, J. CEO compensation, pay inequality, and the gender diversity of bank board of directors. **Finance Research Letters**, v. 30, p. 276-279, 2019.
- PAE, J. Expected accrual models: the impact of operating cash flows and reversals of accruals. **Review of Quantitative Finance and Accounting**, v. 24, n. 1, p. 5-22, 2005.
- PAVLOVIĆ, V.; KNEŽEVIĆ, G.; BOJIČIĆ, R. Board gender diversity and earnings management in agricultural sector - Does it have any influence? **Custos e Agronegocio**, v. 14, n. 2, P. 340-363, 2018.
- PFEFFER, J.; SALANCIK, G. R. **The external control of organizations: a resource dependence perspective**. Nova Iorque: Harper & Row, 1978.
- PUCHETA-MARTÍNEZ, M. C.; BEL-OMS, I.; OLCINA-SEMPERE, G. Is Board Gender Diversity a Driver of CEO Compensation?. Examining the Leadership Style of Institutional Women Directors. **Asian Women**, v. 33, n. 4, p. 55-80, 2017.
- SANAN, N. K. Board gender diversity, financial and social performance of indian firms. **Vision: The Journal of Business Perspective**, v. 20, n. 4, p. 361-367, 2016.
- SAONA, P. *et al.* Board os diretor's gender diversity and its impact on earnings management: an empirical analysis for select European firms. **Technological and Economic Development of Economy**, v. 25, n. 4, p. 634-663, 2019.
- SARHAN, A. A.; NTIM, C. G.; AL-NAJJAR, B. Board diversity, corporate governance, corporate performance, and executive pay. **International Journal of Finance & Economics**, v. 24, n. 2, p. 761-786, 2019.

- SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. A survey of Corporate Governance. **Journal of Finance**, v. 52, n.2, p. 737-783, 1997.
- SHRADER, C. B.; BLACKBURN, V.; ILES, P. Women In Management And Firm Financial Performance: An Exploratory Study. **Journal of Managerial Issues**, v. 9, n. 3, p. 355-372, 1997.
- SIAL, M. S. *et al.* Impact of female directors on the board and foreign institutional investors on earning manipulation of Chinese listed companies. **Asia-Pacific Journal of Business Administration**, v. 11, n. 3, p. 288-300, 2019.
- SOLAL, I.; SNELLMAN, K. Women don't mean business? Gender Penalty in board composition. **Organization Science**, v. 30, n. 9, p. 1-19, 2019.
- STROBL, S.; RAMA, D. V.; MISHRA, S. Gender diversity in compensation committees. **Journal of Accounting, Auditing & Finance**, v. 31, n. 4, p. 415-427, 2016.
- STRYDOM, M.; AU YONG, H. H.; RANKIN, M. A few g Owen ood (wo) men? Gender diversity on Australian boards. **Australian Journal of Management**, v. 42, n. 3, p. 404-427, 2017.
- SUTTO, S. XP Inc. se compromete a ter 50% de mulheres em todos os níveis hierárquicos até 2025. **InfoMoney**. 17 jul. 2020. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/carreira/xp-inc-se-compromete-a-ter-50-de-mulheres-em-seu-quadro-de-funcionarios-ate-2025/>. Acesso em: 22 jul. 2020.
- SUZUKI, K.; AVELLANEDA, C. N. Women and risk-taking behaviour in local public finance. **Public Management Review**, v. 20, n.12, p. 1741-1767, 2018.
- ULLAH, F. *et al.* Block ownership and CEO compensation: does board gender diversity matter? **Applied Economics**, v. 52, n. 6, p. 583-597, 2020.
- USMAN, M. *et al.* Gender diversity in compensation committees and CEO pay: evidence from China. **Management Decision**, v. 56, n. 5, p.1065–1087, 2018.
- VERMEIR, I.; VAN KENHOVE, P. Gender Differences in Double Standards. **Journal of Business Ethics**, v. 81, n.2, p.281–295, 2007.
- VOLPIN, P.F. Governance with poor investor protection: evidence from top turnover in Italy. **Journal of Financial Economics**, v. 64, n. 1, p. 61-90, 2002.
- WALSH, J. P.; SEWARD, J. K. On the efficiency of internal and external corporate control mechanisms. **Academy of Management Review**, v. 15, n. 3, p. 421-458, 1990.
- WAWERU, N. M.; PROT, N. P. Corporate governance compliance and accrual earnings management in eastern Africa: Evidence from Kenya and Tanzania. **Managerial Auditing Journal**, v. 33, n. 18, p. 171-191, 2018.

WAWERU, N. M.; PROT, N. P. Diversity and its impact on earnings management: An empirical analysis for select european firms. **Technological and Economic Development of Economy**, v. 25, n. 4, p. 634-663, 2019.

WINDMEIJER, F. A finite sample correction for the variance of linear efficient TwoStep GMM estimators. **Journal of econometrics**, v. 126, n. 1, p. 25-51, 2005.

WOOLDRIDGE, J. M. **Introductory econometrics: a modern approach**. 3. ed. Cincinnati: South-Western College Pub, 2005.

WORLD ECONOMIC FORUM. **Global Gender Gap Report 2020**. 2020. Disponível em: [http://www3.weforum.org/docs/WEF\\_GGGR\\_2020.pdf](http://www3.weforum.org/docs/WEF_GGGR_2020.pdf). Acesso em: 21 maio 2020.

WU, D. M. Alternative tests of independence between stochastic regressors and disturbances: Finite sample results. **Econometrica**, v. 42, n. 3, p. 529-546, 1974.

YERMACK, D. Remuneration, retention, and reputation incentives for outsiders directors. **The Journal of Finance**, v. 59, n. 5, p. 2281- 2308, 2004.

ZALATA, A. M. *et al.* Female directors and managerial opportunism: Monitoring versus advisory female directors. **Leadership Quarterly**, v. 30, n. 5, p. 1-16, 2019.

## APÊNDICE A – Protocolo de revisão sistemática de literatura

Buscando identificar, avaliar, interpretar e sintetizar estudos relevantes, de maneira estruturada, que associam diversidade de gênero no conselho de administração à remuneração dos executivos, gerenciamento de resultados e sensibilidade do *turnover* do CEO ao desempenho, foi realizada revisão sistemática de literatura para compor as evidências empíricas desta pesquisa.

De acordo com Kitchenham (2004), as principais fases de uma revisão sistemática de literatura são: a) o planejamento da revisão, que envolve a identificação da necessidade de resumir toda informação existente sobre o tema e o desenvolvimento do protocolo a ser seguido, que reduz o viés do pesquisador e auxilia na integridade da revisão; b) a condução da revisão, referente à seleção dos estudos primários, avaliação da qualidade desses estudos, extração, monitoramento e síntese dos dados e; c) relatório de revisão.

Entende-se que a realização de uma revisão sistemática de literatura satisfaz a necessidade de complicação e entendimento do estado da arte quanto à diversidade de gênero no conselho de administração e seus efeitos sobre o monitoramento. Nessa direção, optou-se por se delimitar o período de busca nos últimos cinco anos, ou seja, artigos publicados entre 2016 e 2020. Foram utilizadas as bases Web of Science, Scopus, SciELO. A escolha dessas bases se deu em virtude de essas plataformas reunirem um vasto conjunto de periódicos de destaque no cenário mundial e considerados adequados à revisão bibliográfica a qual aqui se propõe.

Foram implementados como parâmetros de busca, além da restrição por “artigos” e data de publicação nos últimos 5 anos, que as *strings* utilizadas estivessem presentes no título, no resumo ou nas palavras-chave.

Para o tema diversidade de gênero e remuneração dos executivos, foram detectados 43 artigos em 13 áreas de conhecimento no Web of Science, 32 artigos em 7 áreas de conhecimento no Scopus e 0 no SciELO, utilizando nas três plataformas as *strings*:

*"remuneration" and "woman on board" OR "remuneration" and "female on board" OR "compensation" and "woman on board" OR "compensation" and "female on board" OR "remuneration" and "board" and "gender diversity" OR "compensation" and "board" and "gender diversity"*

Para o tema diversidade de gênero e gerenciamento de resultados, foram detectados 60 artigos em 30 categorias de conhecimento no Web of Science, 55 artigos em 10 áreas de conhecimento no Scopus e 0 no SciELO, utilizando nas três bases as *strings*:

*"earnings management" and gender diversity on board OR "earnings management" and woman on board OR "earnings management" and female on board AND "discretionary accruals"*

Para o tema diversidade de gênero e sensibilidade do *turnover* do CEO ao desempenho, foram detectados 14 artigos em 7 áreas de conhecimento no Web of Science, 4 artigos em 2 áreas de conhecimento no Scopus e 0 no SciELO, utilizando nas três bases as *strings*:

*turnover CEO and gender diversity on board OR turnover CEO and woman on board OR turnover CEO and female on board*

Destaca-se que, na base SciELO, as mesmas *strings* foram utilizadas também em português e obteve-se novamente 0 resultados nas buscas.

Foram considerados como critérios de inclusão na revisão sistemática de literatura:

1. Que o objetivo principal ou resultados identificados no artigo tivessem aderência aos temas em foco na revisão, observado a partir de leitura de título e resumo;
2. que se tratasse de um artigo empírico e revisado por pares;
3. que o artigo fosse escrito em inglês, espanhol ou português.

Como critérios de exclusão dos estudos, foram considerados:

1. que o artigo estivesse fora do escopo das funções de monitoramento em foco;
2. que o artigo fosse de natureza teórica ou de revisão sistemática de literatura;
3. que o artigo fosse duplicado, tendo sido identificado anteriormente em outra base consultada ou indexado mais de uma vez na mesma base, publicado em mais de um periódico, mas apresentando os mesmos dados e os mesmos resultados.

Considerando-se os critérios elencados acima, os artigos identificados passaram então por leitura inicial de título e resumo, para seleção de quais teriam realizada leitura integral e potencial inclusão na revisão final. Dado que a primeira busca foi feita na plataforma Web of Science (WS), boa parte dos artigos detectados na Scopus se mostrou duplicada, reduzindo significativamente os estudos excluídos, após leitura do resumo na segunda busca.

Uma síntese da quantidade de estudos por função de monitoramento identificada em cada plataforma está apresentada no Quadro 10.

**Quadro 10** – Quantidade de estudos identificados na revisão sistemática de literatura

Diversidade de gênero e remuneração dos executivos				
Base	Artigos incluídos	Excluídos após leitura do resumo	Duplicados	Total
WS	12	31	0	43
Scopus	3	16	13	32
SciELO	0	0	0	0
<b>Total</b>	<b>15</b>	<b>47</b>	<b>13</b>	<b>75</b>
Diversidade de gênero e gerenciamento de resultados				
Base	Artigos incluídos	Excluídos após leitura do resumo	Duplicados	Total
WS	18	42	0	60
Scopus	8	28	19	55
SciELO	0	0	0	0
<b>Total</b>	<b>26</b>	<b>70</b>	<b>19</b>	<b>115</b>
Diversidade de gênero e sensibilidade do <i>turnover</i> do CEO ao desempenho				
Base	Artigos incluídos	Excluídos após leitura do resumo	Duplicados	Total
WS	2	12	0	14
Scopus	0	2	2	4
SciELO	0	0	0	0
<b>Total</b>	<b>2</b>	<b>14</b>	<b>2</b>	<b>18</b>

Ressalta-se que a avaliação da qualidade dos estudos identificados foi feita de maneira qualitativa, conforme citado por Kitchenham (2004), a partir da avaliação do método utilizado, existência de declaração concisa dos objetivos, descrição da amostra, aderência das técnicas aos objetivos, transparência metodológica, rigor na análise dos dados e descrição clara dos resultados. Entende-se, a partir da leitura integral dos artigos, que todos atenderam aos critérios mínimos de qualidade elencados.

A extração e síntese dos resultados foi realizada a partir de leitura integral dos estudos selecionados, bem como a partir da compilação das informações em uma planilha que, dentre outros fatores, destacou objetivos, hipóteses, variáveis, técnicas e principais resultados de cada

artigo. O produto final da revisão sistemática de literatura voltada para a composição das evidências empíricas pode ser visualizado na subseção 2.3 do referencial teórico do presente relatório de pesquisa.

Com intenção de identificar o que está sendo produzido em termos de pesquisa quanto à diversidade de gênero no conselho de administração no Brasil, realizou-se também busca na plataforma SciELO, com a *string* “(diversidade de gênero) AND (conselho de administração) OR (mulheres) AND (conselho de administração)”, filtro para país Brasil, sem restrição de ano publicação. Foram detectados 8 artigos, e após leitura do título e do resumo e verificação de sua aderência ao tema, foram incluídos 2 para compor as referências do presente estudo.

Além das evidências empíricas citadas e dos três estudos brasileiros, para estruturação da dissertação, visando melhor compreensão dos possíveis efeitos da diversidade de gênero no conselho e temas adjacentes, por exemplo, governança corporativa, foi realizado o método *snowball* para identificação de artigos teóricos e teórico-empíricos relevantes, priorizando-se aqueles publicados em periódicos indexados nas bases Web of Science, Scopus e/ou SciELO e suas contribuições ao alcance do objetivo desta pesquisa. O Quadro 11 apresenta os periódicos em que foram publicados os artigos utilizados, as bases em que estão indexados e a quantidade de estudos em cada periódico.

**Quadro 11** - Lista de periódicos e indexação

<b>Periódico</b>	<b>Indexação</b>	<b>Quantidade</b>
Academy of Accounting and Financial Studies Journal	Scopus	1
Academy of Management Journal	WS, Scopus	2
Academy of Management Review	WS, Scopus	1
Accounting Horizons	WS, Scopus	1
Advances in International Accounting Journal	Scopus	1
Applied Economics	WS, Scopus	1
Asian Review of Accounting	Ws, Scopus	1
Asian Women	WS, Scopus	1
Asia-Pacific Journal of Business Administration	WS, Scopus	2
Australian Journal of Management	WS, Scopus	1
Brazilian Business Review	Scopus, SciELO	1
British Accounting Review	WS, Scopus	1
British Journal of Management	WS, Scopus	1
Business Horizons	WS, Scopus	1
China Journal of Accounting Research	WS, Scopus	1
China Journal of Accounting Studies	Scopus	1
Contemporary Accounting Research	WS, Scopus	1
Corporate Governance: An International Review	WS	4
Corporate Governance: The international journal of business in Society	WS	1
Corporate Social Responsibility and Environmental Management	WS, Scopus	1
Custos e Agronegocio	WS, Scopus	1

Econometrica	WS, Scopus	2
European Financial Management	WS, Scopus	1
Finance Research Letters	WS, Scopus	1
Financial Review	WS, Scopus	1
Frontiers in psychology	WS, Scopus	1
Gender in Management: An International Journal	WS, Scopus	1
Human Resource Management	WS, Scopus	1
International Journal of Finance & Economics	WS, Scopus	1
International Journal of Financial Research	Scopus	1
Journal of Accounting and Economics	WS, Scopus	4
Journal of Accounting in Emerging Economies	WS, Scopus	1
Journal of Accounting Research	WS, Scopus	3
Journal of Accounting, Auditing & Finance	WS, Scopus	1
Journal of Banking and Finance	WS, Scopus	3
Journal of Business Economics and Management	WS, Scopus	1
Journal of Business Ethics	WS, Scopus	3
Journal of Consumer Research	WS, Scopus	1
Journal of Corporate Finance	WS, Scopus	2
Journal of econometrics	WS, Scopus	1
Journal of Financial Economics	WS, Scopus	5
Journal of High Technology Management Research	Scopus	1
Journal of Law & Economics	WS, Scopus	1
Journal of Managerial Issues	Scopus	1
Long Range Planning	WS, Scopus	1
Sustainability Accounting, Management and Policy Journal	WS, Scopus	1
Management Decision	WS, Scopus	2
Management Science Letters	Scopus	1
Managerial and Decision Economics	WS, Scopus	1
Managerial Auditing Journal	WS, Scopus	1
Northwestern University Law Review	WS, Scopus	1
Organization Science	WS, Scopus	1
Organizational Dynamics	WS, Scopus	1
Pacific Accounting Review	WS, Scopus	2
Public Management Review	WS, Scopus	1
Research in International Business and Finance	WS, Scopus	2
Review of Quantitative Finance and Accounting	WS, Scopus	1
Revista Brasileira de Gestão de Negócios	WS, SciELO	2
Revista de Administração Contemporânea	SciELO	1
Revista de Administração de Empresas	WS, Scopus, SciELO	2
Strategic Change	Scopus	1
Technological and Economic Development of Economy	WS, Scopus	2
The International Journal of Accounting	WS	1
The Leadership Quarterly	WS	2
Vision: The Journal of Business Perspective	WS	1
<b>Total</b>		<b>92</b>

Assim, foram utilizados no presente trabalho 92 artigos científicos de 65 diferentes periódicos indexados em uma ou mais das três bases consultadas, sendo os mais representativos *Journal of Financial Economics*, *Corporate Governance: An International Review* e *Journal of Accounting and Economics*. Destaca-se que o alto número de periódicos é explicado pela

quantidade baixa de estudos quanto à diversidade de gênero no conselho de administração publicados em cada um desses, em sua maioria apenas um único estudo.

**APÊNDICE B** – Testes de raiz unitária para dados em painel

**Tabela 17** - Teste de raiz unitária para dados em painel – Augmented Dickey-Fuller

	1 lag	2 lags
RT	-12,702***	-13,072***
RV	-12,264***	-12,020***
GR	-17,622***	-14,883***
PM	-13,85***	-13,27***
TC	-11,13***	-11,17***
IC	-12,51***	-12,55***
CP	-11,76***	-11,32***
ROA	-16,37***	-14,82***
RET	-24,07***	-20,38***
TAM	-14,40***	-12,37***
MB	-15,03***	-14,38***
LEV	-12,41***	-12,08***

Nota: RT: remuneração total dos executivos dividida pela receita total; GR: *accruals* discricionários como *proxy* para o gerenciamento de resultados; PM: percentual de mulheres no conselho; TC: número de membros no conselho; IC: percentual de membros independentes no conselho; RET: retorno anual da ação mais líquida da empresa; ROA: Retorno do Ativo; LEV: alavancagem; TAM: logaritmo natural do ativo total, representando o tamanho da empresa; MB: *market-to-book*; CP: percentual de ações nas mãos dos três maiores acionistas da empresa; \*\*\* significativo a 1%.

**APÊNDICE C - Testes de endogeneidade**

**Tabela 18** - Teste de endogeneidade dos regressores da Equação 3, variável dependente RT

	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3
Wu-Hausman F	6,198***	6,073***	6,091***

Nota \*\*\* significativo a 1%.

**Tabela 19** - Testes de endogeneidade dos regressores da Equação 3, variável dependente RV

	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3
Wu-Hausman F	4,510***	4,420***	4,446***

Nota: \*\*\* significativo a 1%.

**Tabela 20** - Testes de endogeneidade dos regressores da Equação 4

	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3
Wu-Hausman F	4,502**	4,470**	4,523**

Nota: \* significativo a 10%.

**APÊNDICE D – Variance Inflation Factor (VIF)**

**Tabela 21 - VIF das variáveis da Equação 5**

	PM	DM	MC
	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3
M	1,767	2,098	1,195
D	1,846	1,930	4,764
M x D	2,516	2,911	4,391
TC	1,510	1,666	1,962
DUAL	1,228	1,222	1,225
IC	1,383	1,387	1,383
CP	1,424	1,433	1,434
TAM	1,224	1,213	1,226
MB	1,089	1,088	1,088

**Tabela 22 - VIF das variáveis da Equação 5, com intervalos percentuais**

	VIF
PM_20	2,098
PM_30	3,217
PM_40	2,033
D	1,488
PM_20 x D	2,178
PM_30 x D	3,275
PM_40 x D	2,077
TC	1,569
DUAL	1,239
IC	1,403
CP	1,444
TAM	1,243
MB	1,103

**Tabela 23 - VIF das variáveis da Equação 5, com retorno das ações como medida de desempenho**

	PM	DM	MC
	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3
M	1,126	1,292	1,473
D	1,848	2,128	1,343
M x D	1,623	1,935	1,191
TC	1,462	1,618	1,892
DUAL	1,219	1,214	1,219
IC	1,383	1,384	1,385
CP	1,438	1,448	1,450
TAM	1,221	1,209	1,223
MB	1,086	1,083	1,086