

# Mulheres executivas evitam problemas financeiros no Brasil?

Fabiano Ferreira da Silva<sup>1</sup> , André Aroldo Freitas De Moura<sup>2</sup> 

<sup>1</sup>Fucape Business School, Vitória-ES, Brasil.

<sup>2</sup>Fundação Getúlio Vargas - FGV-EAESP, Rio de Janeiro-RJ, Brasil.



1aloisio@ifm.edu.br

2viniciuss56@ufu.br

**Editado por:**

Orleans Silva Martins

## Resumo

**Objetivo:** Esse estudo tem como objetivo investigar se as mulheres no cargo de gestão diminuem a probabilidade de problemas financeiros em empresas brasileiras.

**Método:** A amostra da pesquisa compreende empresas Brasileiras listadas na B3, no período de 2010 a 2018. Utilizou-se o modelo de previsão de problemas financeiros de Altman et al. (1979), e dessa forma regrediu-se as variáveis de interesse relacionadas a diversidade de gênero em posições de alta gestão, via o modelo econométrico logit. Para garantir resultados robustos, usou-se uma técnica recente para balancear empresas que tinham mulheres na alta gestão com seus pares via balanceamento por entropia e, também, por Propensity score matching (PSM).

**Resultados:** Os resultados sugerem que a mulher evita problemas financeiros apenas quando, dois anos antes da empresa apresentar problemas financeiros, assume a presidência do conselho.

**Contribuições:** Promove um melhor entendimento de como a diversidade de gênero pode contribuir para a administração de empresas brasileiras, em situações de crise e dificuldades financeiras, haja vista as recorrentes crises políticas que impactaram a economia brasileira nesta última década. Além disso contribui com a literatura internacional documentando o real efeito da mulher quando analisado se antes de assumir o cargo, a empresa já tinha problemas financeiros. Recomenda-se que estudos futuros se atentem a como está a situação da empresa antes de analisar efeitos de diversidade de gênero na performance da empresa.

**Palavras-chave:** Mulher, Conselho de Administração, Diretoria, Mulher como Presidente do Conselho de Administração, Problemas Financeiros.

## Como citar:

Silva, F. F. da, & De Moura, A. A. F. (2022). DO EXECUTIVE WOMEN AVOID FINANCIAL PROBLEMS?. Advances in Scientific and Applied Accounting, 15(3). Retrieved from <https://asaa.anpcont.org.br/index.php/asaa/article/view/844>

Recebido: Setembro 29, 2021  
Revisões requeridas: Outubro 04, 2022  
Aceito: Outubro 28, 2022

## Introdução

**A**o longo dos anos, as mulheres vêm ganhando espaço no mercado de trabalho, assumindo cargos de liderança nas empresas. No entanto, a disparidade salarial e a baixa probabilidade de serem escolhidas para tais cargos em comparação aos homens ainda persiste (Merlino et al. 2018; Segovia-Pérez et al., 2019; Maume et al., 2019; Fernando et al., 2020; Prudêncio et al., 2021).

Nos mercados desenvolvidos, diversos estudos foram feitos sobre se a presença feminina nos cargos de alta gestão impactam medidas de mercado e performance tais como retorno das ações, valor de mercado, lucratividade e outros (Martín-Ugedo et al., 2018; Bennouri et al., 2018; Ward & Forker, 2017; Conyon & He, 2017; Reguera-Alvarado et al., 2017).

Já nos mercados em desenvolvimento, o cenário parece não ser diferente, mas carece de maior investigação, uma vez que as mulheres, no conselho ou como Chief Executive Officer (CEO), também direcionam as empresas para um melhor desempenho, assim como, nos mercados desenvolvidos (Liu et al., 2014; Ullah Fang & Jebran, 2019; Cunha et al., 2022).

Apesar do debate relacionado ao gênero do CEO, direção ou do Comitê de Administração (CA), existem poucos estudos na literatura internacional abordando se a presença feminina está relacionada com problemas financeiros. Entre estes, Elsaid (2014) examinou o impacto de sucessão de um CEO mulher para CEO homem, o desempenho da empresa e a probabilidade de falência nos Estados Unidos, e concluiu que na gestão masculina, há a redução da probabilidade de falência. Palvia et al. (2015) investiga a probabilidade de falência das instituições bancárias durante a crise financeira, revelando que as diferenças comportamentais afetam as decisões corporativas e, quando a mulher é CEO ou Presidente da instituição, a probabilidade de falência é menor. Adhikari et al. (2019) também concluem que nos Estados Unidos, mulheres em cargos de alta gerência, tentam evitar a quantidade de litígios relacionados aos processos operacionais da empresa.

Contudo, dado que no cenário brasileiro há alta concentração de empresas familiares, com mercado de capitais em desenvolvimento, governança corporativa, enforcement e proteção aos investidores mais fraca (De Moura & Gupta, 2019), espera-se que os resultados possam ser diferentes dos já encontrados na literatura internacional. Dado essa motivação, os poucos estudos

na literatura internacional sobre o tema e a carência de estudo no mercado brasileiro, o objetivo deste trabalho é investigar se as mulheres em cargos de alta gestão diminuem a probabilidade de problemas financeiros (falências, concordatas e soluções extrajudiciais) em empresas brasileiras.

Em resumo, a literatura aponta que a gestão feminina é ética e mais avessa ao risco, evitando os litígios operacionais e reduzindo as probabilidades de fraudes ou erros (Francis et al., 2015; Adhikari et al., 2019). Além do que, quando as mulheres estão nos cargos hierárquicos, aumenta-se o desempenho da empresa e há divulgações de informações mais confiáveis (Li & Zeng, 2019). Ademais, observa-se que os níveis de alavancagem financeira são mais baixos nas empresas que possuem, no conselho de administração ou na gestão, a diversidade de gênero (Martín-Ugedo et al., 2018). Dessa forma, espera-se que empresas com mulheres em cargos de alta gestão apresentem menor probabilidade de terem problemas financeiros.

Os dados de empresas não financeiras foram coletados na Economática e no Sistema de Informações Corporativas – SinC, no período de 2010 a 2018. Utilizou-se o modelo de previsão de problemas financeiros de Altman et al. (1979) para medir se a empresa está propensa a ter problemas financeiros ou não. Posteriormente, classificou-se a presença da mulher, adotando 1 quando atua em cargos de alta gestão (diretoria, CEO, membro do conselho de administração e presidente do conselho de administração), e 0 caso contrário.

Para mitigar o viés das comparações entre empresas com mulheres na alta gestão, versus empresas sem mulheres na alta gestão, utilizou-se técnica de Propensity score matching (PSM) e uma técnica mais recente de balanceamento de grupos conhecida como entropia (Hainmuller, 2012). Os resultados via PSM não estão tabulados devido a restrição de espaço, mas são consistentes com os apresentados no trabalho via entropia. A técnica de entropia funciona balanceando os grupos (com mulher, versus sem mulher) atribuindo pesos às distribuições de cada variável a ser balanceada de acordo com os três primeiros momentos da distribuição (média, variância e assimetria). Dessa forma, utilizou-se vários controles como tamanho, desempenho, endividamento, indústria e ano para tentar isolar o efeito apenas da mulher na alta gestão e, assim, poder inferir uma relação causal com maior assertividade.

Dessa forma, utilizou-se a probabilidade de falência como variável dependente dicotômica (sim versus não), regredindo via logit as variáveis de interesse (mulheres enquadradas em um dos quatro grupos de alta gestão) e vários controles.

Os resultados sugerem que geralmente não há diferença entre homens e mulheres em cargos de gestão e a probabilidade de a empresa apresentar problemas financeiros. No entanto, resultados iniciais parecem sugerir que quando a mulher está como CEO, as empresas têm maior probabilidade de terem problemas financeiros. Porém, encontramos que essas empresas já estavam com problemas financeiros antes da entrada da mulher como CEO. Portanto, evidenciamos que a mulher evita problemas financeiros apenas quando a mulher assume a presidência do conselho de empresa dois anos antes da empresa apresentar problemas financeiros.

A pesquisa contribui para a literatura internacional, complementando os estudos de Elsaid (2014), Palvia et al. (2015), e Adhikari et al. (2019), analisando, com evidências brasileiras, se a diversidade de gênero faz diferença na gestão das empresas em países em desenvolvimento no tocante a problemas financeiros. Os resultados encontrados apontam que as mulheres assumem o cargo quando as empresas já possuem problemas financeiros. Espera-se que esses resultados sirvam de base para decisões quanto ao apontamento da diversidade de gênero para cargos de alta administração no tocante a gestão das empresas de países emergentes, em especial brasileira.

## 2. Desenvolvimento da Hipótese

Nesta seção, discute-se literatura sobre aversão aos riscos de mulheres em cargos de alta gestão, segregando-se em duas seções. A primeira em relação a cargos de direção executiva de caráter executório (a mulher como diretora e CEO) e a segunda em cargos do conselho de administração de caráter estratégico (como membro ou presidente). As hipóteses são desenvolvidas de acordo para esses cenários.

### 2.1 Aversão aos riscos - mulher no cargo de diretoria

As mulheres, no mundo corporativo, possuem uma barreira em relação ao gênero para alcançar os cargos mais altos da empresa (Gao et al., 2016). Todavia, quando há mulheres no conselho de administração, a probabilidade de se nomear uma mulher como CEO aumenta (Gupta & Raman, 2014). O que se percebe é

que os relatórios financeiros, quando confeccionados por mulheres que atuam no cargo de Chief Financial Officer – CFO, são mais conservadores (Francis et al., 2015). Também demonstram mais transparência com o mercado financeiro, por divulgar as notícias ruins mais tempestivamente (Li & Zeng, 2019).

Sendo elas da alta gerência, tentam evitar a quantidade de litígios relacionados aos processos operacionais da empresa (Adhikari et al., 2019). E, principalmente, quando esses processos são relacionados à consciência ambiental, existem indícios que a gestão feminina adota mais políticas para reduzir problemas relacionados à exposição ambiental, o que difere de quando se captura a presença de homens como o CEO (Liu, 2018). Isto sinaliza, um comportamento mais ético da gestão feminina (Cumming et al., 2015). Elas também reduzem a complexidade das informações abordadas no relatório de sustentabilidade corporativa e demonstram informações quantitativas com menor otimismo, provisionando uma maior garantia das declarações contidas nesses relatórios (García-Sánchez et al., 2019; Loch et al., 2020).

Quando estão na gestão, as mulheres também afetam as decisões relacionadas a investimentos e financiamentos, já que preferem tomar decisões menos arriscadas (Faccio et al., 2016). O capital de terceiros, por exemplo, quando é concedido para empresas que possuem mulher nos cargos de alta gestão, geralmente, tem um custo mais elevado, o que é diferente em uma empresa com um homem no comando, existindo uma melhora substancial nas condições do financiamento, principalmente em relação às taxas de juros (Mascia & Rossi, 2017). Logo, fica nítido que isso dificulta a obtenção do capital nas empresas que possuem as mulheres nos cargos de alta gestão (Bui et al., 2022).

As mulheres normalmente preferem trabalhar com um capital de terceiros de curto prazo em maior quantidade, pois utilizam dessa estrutura de capital como uma ferramenta de monitoramento financeiro (Li & Zhang, 2019), o que reduz a possibilidade da empresa nas políticas de tomar riscos financeiros e, em contrapartida, aumenta a eficiência nas atividades relacionadas à inovação, aumentando a performance empresarial (Bernile et al., 2018).

Em contrapartida, percebe-se que o recurso aplicado nos investimentos de alta qualidade na gestão feminina é relativamente fraco, diferentemente dos homens CEOs, que preferem ter a oportunidade de aplicar os recursos em investimentos com qualidade mais elevada (Faccio

et al., 2016). Em regra geral, evidencia-se que as CEOs possuem maior propensão a serem avessas a riscos, contrariamente são os CEOs homens que arriscam mais em suas decisões financeiras (Belot & Serve, 2018).

Essas reduções dos riscos são um mecanismo que pode demonstrar se o desempenho financeiro está apropriado (Jeong & Harrison, 2017). Uma vez que, em geral, as empresas não familiares com mulheres no cargo de CEO possuem uma melhor performance (Nekhili et al., 2018; Hoobler et al., 2018). Apesar do desempenho financeiro vir a longo prazo os riscos são tomados de forma mais estratégica pelas mulheres (Jeong & Harrison, 2017).

Observa-se que, em alguns casos, a nomeação das mulheres para o cargo de CEO é realizada em empresas que possuem bons desempenhos e uma capacidade financeira estável ou em ascensão, com isso, mesmo que a nomeação da CEO mulher afete a empresa, elas irão suportar o impacto causado, seja positivo ou negativo (Knippen et al., 2018). Isso difere das empresas que não possuem bom desempenho e capacidade financeira para suportar o impacto que será causado pela nomeação da CEO, nesse caso ocorre a indicação de homens (Knippen et al., 2018).

Em suma, a literatura indica que as mulheres em cargos de diretoria, de caráter mais executório, apresentam melhor performance, visando sempre projetos mais duradouros de longo prazo. Sendo assim, a primeira hipótese de pesquisa é:

H1a – Empresas possuem menor probabilidade de problemas financeiros quando mulheres ocupam cargos de CEO.

H1b – Empresas possuem menor probabilidade de problemas financeiros quando mulheres ocupam cargos de diretoria.

## **2.2 Aversão aos riscos - mulher no Conselho de Administração**

A diversidade de gênero e a composição de novos conselhos são fatores determinantes para o sucesso ou fracasso de empresas recém-constituídas (Wilson et al., 2014). Porém, forçar o aumento de conselheiras irá diminuir o valor da empresa e aumentar a independência do conselho de administração (Bøhren & Staubo, 2016).

Normalmente, o que se observa é que os homens costumam estar predominantemente em cargos de direção, todavia, vem ocorrendo uma forte pressão

externa do mercado por diversidade de gênero nos assentos do conselho de administração (Knippen et al., 2019).

Em economias desenvolvidas ou emergentes, o que se pode perceber é que quanto mais conselheiras existem, menor é o risco da empresa (Saeed et al., 2016).

Uma vez que esse conselho de administração possui mulheres e elas ocupam a maior parte dos acentos do conselho, há preferência delas em trabalhar com capital de terceiros a curto prazo (Li & Zhang, 2019). Tendo em vista que quanto maior o número de conselheiras, maior será o impacto negativo sobre o risco do crédito a ser tomado pela empresa (Lu & Boateng, 2018).

Inclusive, é importante destacar que, normalmente, quando há conselheiras, os relatórios financeiros possuem menos erros e a chance de fraude é menor (Wahid, 2019). Além disso, em relação a auditoria, as mulheres optam por pagar um honorário mais elevado, em média de 6% (seis por cento) a 8% (oito por cento), maior do que quando há somente a presença dos homens no conselho, o que demonstra que as mulheres exigem mais qualidade nos trabalhos que são realizados pelos auditores (Lai et al., 2017; Silva et al., 2020).

Há também evidências que, quando há representação feminina no conselho de administração, há uma relação positiva no desempenho da empresa (Conyon & He, 2017). Além disso, quando não há representação ou há pouca representação feminina no conselho de administração tende a ocorrer uma redução no desempenho da empresa, contrariamente, daqueles conselhos que possuem maiores representações da diversidade do gênero (Chen, Leung et al., 2019).

As conselheiras estão relacionadas de forma positiva a duas responsabilidades; a primeira é a de monitoramento e a segunda é de estratégia, quando são assuntos relacionados a desempenho financeiro e aos trabalhos que são realizados pelo conselho de administração (Post & Byron, 2015). Informa-se, ainda, que essa diversidade de gênero, no conselho de administração, tem um impacto direto no aumento do valor da empresa. Porém, quando há uma crise financeira na empresa, associa-se à falta de reestruturação do conselho de administração (Gyapong et al., 2016).

Em cenários normais, as conselheiras tendem a aumentar o pagamento de dividendos aos acionistas, exceto nos casos em que houver uma grande concentração acionária

(Gyapong et al., 2021). Sendo necessário, assim, uma governança corporativa eficaz afim de evitar conflitos entre os agentes (Gyapong et al., 2021).

Em geral, as conselheiras estão sempre ligadas de forma positiva a práticas de desempenho ambiental, principalmente, nos setores industriais, já que estes são os que causam maiores impactos (Lu & Herremans, 2019). Além disso, a diversidade de gênero no conselho aumenta o direcionamento de recursos para projetos sociais, além de aumentar a legitimidade dos relatórios de sustentabilidade empresarial (Jizi, 2017).

Já em empresas que possuem só homens no CA o investimento é maior em práticas mais arriscadas de pesquisa e desenvolvimento, contrariamente, se houver conselheiras há um investimento menor em pesquisa e desenvolvimento, porém, elas divulgam mais resultados confiáveis para o mercado (Luo et al., 2018). Dessa forma, de maneira estratégica, as mulheres podem tomar decisões menos arriscadas o que evitaria problemas financeiros futuros. Neste foco, a segunda hipótese de pesquisa é:

H2a – Empresas possuem menor probabilidade de problemas financeiros quando mulheres estão presentes no CA.

H2b – Empresas possuem menor probabilidade de problemas financeiros quando mulheres ocupam o cargo de Presidente do CA.

A próxima seção apresenta a metodologia para testar as hipóteses H1a, H1b, H2a e H2b.

## 3. Metodologia da Pesquisa

### 3.1 Amostra

Para alcançar o objetivo da pesquisa, utilizou-se dados das empresas brasileiras de capital aberto, não financeiras, listadas na Bovespa – B3, no período de janeiro de 2010 a dezembro de 2018. Excluindo-se as empresas sem dados, a amostra final é composta por 276 (duzentas e setenta e seis) empresas e 1.800 (um mil e oitocentos) observações. Utilizou-se dados da Economática sobre as informações financeiras das empresas brasileiras listadas e dados do formulário de referência disponibilizados no Sistema de Informações Corporativas – SinC, para capturar a presença das mulheres no CA, diretoria, CEO e como Presidente do CA da empresa. Os dados foram winsorizados a 1% para tratar os outliers.

### 3.1 Análise do balanceamento de entropia

Na literatura de contabilidade ainda é incipiente o uso de efeito de tratamento para tentar melhor comparar um grupo de tratamento (com mulheres na alta gestão, seja como CEO, Diretoria, Membro do conselho administrativo ou como Presidente do conselho de administração) com um grupo de controle (sem mulheres na alta gestão).

O modelo mais utilizado na literatura contábil é o modelo de PSM, que também foi implementado neste trabalho. Porém recentemente o Hainmueller (2012) propôs um outro modelo que é uma generalização do PSM que é o chamado de balanceamento por entropia. Essa análise de entropia consiste em fazer um balanceamento dos O3 (três) primeiros momentos de uma distribuição (média, variância e assimetria), entre os grupos de tratamento e grupo de controle.

Nesse sentido, assim como na análise realizada em Shroff et al. (2017), foi feita a análise de entropia utilizando a amostra inteira considerando todos os anos e as indústrias, e posteriormente controla-se os efeitos fixos de ano e indústria em nossas regressões.

### 3.3 Modelo e Procedimentos Econométricos

Para que seja possível classificar se as empresas possuem ou não problemas financeiros foi utilizado o modelo de Altman et al. (1979), com objetivo de prever problemas financeiros das empresas no Brasil, utilizando diversos indicadores em um método de análise multivariada discriminante, chamado Z-Score. O Z-Score de Altman utiliza variáveis de capital próprio, ativo total, lucros antes de juros e impostos, assim como exigível total e faturamento. Essas medidas são utilizadas para computar medidas de lucratividade, alavancagem e giro do ativo, que é representado na equação 1:

Onde:

$$Z = -1,44 + 4,03X_2 + 2,25X_3 + 0,14X_4 + 0,42X_5$$

$$-1,44 = \text{CONSTANTE}$$

$$X_2 = \frac{\text{PATRIMÔNIO LÍQUIDO} - \text{CAPITAL SOCIAL}}{\text{ATIVO TOTAL}}$$

$$X_3 = \frac{\text{LUCROS ANTES DE JUROS E DE IMPOSTOS}}{\text{ATIVO TOTAL}}$$

$$X_4 = \frac{\text{PATRIMÔNIO LÍQUIDO}}{\text{EXIGÍVEL TOTAL}}$$

$$X_5 = \frac{\text{VENDAS}}{\text{ATIVO TOTAL}}$$

O Z-score possui uma escala para definir quando uma empresa está com probabilidade de problemas financeiros. Considerou-se que uma empresa não tem probabilidade de ter problemas financeiros quando o Z for maior que 0,00 (zero), (P\_FINANCEIRO é igual a 0) e estará com problemas financeiros quando o valor de Z for igual ou menor que 0,00 (zero) (P\_FINANCEIRO é igual a 1).

Para alcançar o objetivo dessa pesquisa e responder as hipóteses H1a e H1b, utilizou-se os seguintes modelos de estimação:

$$P\_FINANCEIRO_{it} = B_0 + B_1M\_CEO_{it} + B_2ROA_{it} + B_3TAM_{it} + B_4ALAV_{it} + B_5P\_VPA_{it} + B_6IDADE\_EMP_{it} + B_7N\_GOV_{it} + B_8AUD\_4_{it} + \sum_{d=1}^{19} \beta_{d-g} I_{ND}_i + \sum_{e=1}^9 \beta_{e+2} \gamma ANO_t + \epsilon_{it} \quad (2)$$

$$P\_FINANCEIRO_{it} = B_0 + B_1DM\_DIRETORIA_{it} + B_2ROA_{it} + B_3TAM_{it} + B_4ALAV_{it} + B_5P\_VPA_{it} + B_6IDADE\_EMP_{it} + B_7N\_GOV_{it} + B_8AUD\_4_{it} + \sum_{d=1}^{19} \beta_{d-g} I_{ND}_i + \sum_{e=1}^9 \beta_{e+2} \gamma ANO_t + \epsilon_{it} \quad (3)$$

As variáveis do modelo estão definidas no Apêndice A.

Observou-se o valor do coeficiente apurado em B\_1 (mulher no cargo de CEO), para responder (H1a), indicando se a mulher no cargo de CEO evita os problemas financeiros na empresa conduzida por ela, caso o B\_1, seja positivo, foi considerado que a mulher não evita os problemas financeiros e, caso negativo, foi considerado que a mulher evita os problemas financeiros da empresa.

Da mesma forma, foi observado o valor do coeficiente apurado em B\_1 (mulher no cargo de diretora ou percentual de mulheres na diretoria) para responder (H1b), indicando se a mulher no cargo de diretora evita os problemas financeiros na empresa conduzida por ela, caso o B\_1, seja positivo foi considerado que a mulher não evita os problemas financeiros e caso negativo foi considerado que a mulher evita os problemas financeiros da empresa.

Contudo, ainda foi necessário abordar a segunda hipótese H2a e H2b, utilizando-se os seguintes modelos de estimação:

$$P\_FINANCEIRO_{it} = B_0 + B_1DM\_CONSELHO_{it} + B_2ROA_{it} + B_3TAM_{it} + B_4ALAV_{it} + B_5P\_VPA_{it} + B_6IDADE\_EMP_{it} + B_7N\_GOV_{it} + B_8AUD\_4_{it} + \sum_{d=1}^{19} \beta_{d-g} I_{ND}_i + \sum_{e=1}^9 \beta_{e+2} \gamma ANO_t + \epsilon_{it} \quad (4)$$

$$P\_FINANCEIRO_{it} = B_0 + B_1M\_PRESCONSELHO_{it} + B_2ROA_{it} + B_3TAM_{it} + B_4ALAV_{it} + B_5P\_VPA_{it} + B_6IDADE\_EMP_{it} + B_7N\_GOV_{it} + B_8AUD\_4_{it} + \sum_{d=1}^{19} \beta_{d-g} I_{ND}_i + \sum_{e=1}^9 \beta_{e+2} \gamma ANO_t + \epsilon_{it} \quad (5)$$

Usando as mesmas métricas dos modelos de estimação anterior, foi observado o valor do coeficiente apurado em B1 (mulher no CA e o percentual de mulheres no CA) para responder (H2a). Portanto, caso o B1 seja positivo, foi considerado que a mulher não evita os problemas

financeiros e, caso negativo, foi considerado que a mulher evita os problemas financeiros da empresa. Da mesma forma, foi observado o valor do coeficiente apurado em B1 (mulher como presidente do CA e as mulheres no cargo de CEO e presidente do conselho de forma simultânea) para responder (H2b), demonstrando se a mulher, como presidente do CA, evita os problemas financeiros nas empresas.

Avaliamos, adicionalmente, se as empresas já estavam com problemas financeiros em até dois anos antes da mulher assumir o cargo de alta gestão. Para essa análise consideramos o período de 2011 a 2018 para a análise de um período antes (quando P\_FINANCEIRO no ano anterior é igual a 1), e o período de 2012 a 2018 para a análise de dois anos antes (quando P\_FINANCEIRO no ano anterior e dois anos antes, ambos são iguais a 1).

## 4. Resultados

Neste capítulo, apresenta-se todos os resultados apurados através dos dados, tais como: estatística descritivas, análise de correlação e regressão logística via balanceamento por entropia.

### 4.1 Estatística Descritiva

Na Tabela 1, demonstra-se a estatística descritiva sobre as variáveis de controle e interesse, na qual constam 1.800 (um mil e oitocentas) observações de 276 (duzentas e setenta e seis) empresas.

Tabela 1 – Estatística descritiva

VARIÁVEIS	N	MÉDIA	MEDIANA	DESVIO PADRÃO
Teste da variável P_FINANCEIRO	1.800	0,709	1,000	0,454
Variáveis de Controle				
ALAV	1.800	0,678	0,590	0,542
TAM	1.800	14,941	15,020	1,739
IDADE_EMP	1.800	37,588	33,000	28,743
N_GOV	1.800	0,554	1,000	0,497
P_VPA	1.800	2,085	1,300	2,745
AUD_4	1.800	0,797	1,000	0,401
DM_CONSELHO	1.800	0,402	0,000	0,490
DM_DIRETORIA	1.800	0,330	0,000	0,470
M_PRESCONSELHO	1.800	0,026	0,000	0,161
M_CEO	1.800	0,028	0,000	0,165
M_CEO_PRES	1.800	0,006	0,000	0,077
PM%_DIRETORIA	1.800	8,149	0,000	13,839
PM%_CONSELHO	1.800	7,270	0,000	11,113
ROA	1.800	0,007	0,032	0,1603

Esta tabela apresenta as estatísticas descritivas das variáveis. P\_FINANCEIRO é uma variável que irá prever se a empresa está ou não com problemas financeiros sérios empresa i no tempo t; DM\_DIRETORIA



é igual a 1 caso haja mulher na diretoria corporativa e 0 caso contrário; ROA É calculado como o lucro líquido dividido pelo ativo total; TAM = representa o logaritmo natural dos ativos; ALAV é igual ao passivo circulante mais o passivo não circulante dividido patrimônio líquido; P\_VPA É uma variável que irá representar o valor de mercado das ações dividido pelo valor contábil das ações do patrimônio líquido; IDADE\_EMP é igual ao número de anos que uma empresa está em atividade; N\_GOV é igual a 1 se uma empresa se vincula a um nível superior de práticas de governança corporativa (se for listada no segmento do Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2) e é 0 caso contrário; AUD\_4 é uma variável binária que irá representar se a empresa contrata serviços de auditoria de uma das quatro grandes empresas de auditoria, sendo elas: Deloitte, Price, KPMG e Ernst, sendo 01 (um) quando contrata e 0 (zero) quando não; M\_CEO é igual a 1 se houver uma mulher como CEO e 0 caso contrário; M\_PRESCONSELHO é igual a 1 se houver uma mulher como presidente do CA e 0 caso contrário; DM\_CONSELHO é igual a 1 se houver pelo menos uma mulher como membro do CA e 0 caso contrário; PM%\_DIRETORIA é uma variável que irá representar o percentual de mulheres que existem no cargo de diretoria na empresa; PM%\_CONSELHO é uma variável que irá representar o percentual de mulheres que existem como membro do CA da empresa; M\_CEO\_PRES é uma variável de interação entre mulher como CEO (M\_CEO) e mulher no cargo de presidente do CA (M\_PRESCONSELHO).

É possível observar que, em média, mais da metade das empresas possui indícios de problemas financeiros sérios, o que pode ser representado pelo longo período de crise/recessão que o país passou. Por outro lado, percebe-se que, em média, apenas 2,60% e 2,80% das empresas que são listadas na Bovespa, no Brasil, possuem uma mulher no cargo mais alto da hierarquia, seja na função de Presidente do CA e CEO respectivamente, sendo diferente quando se verifica a presença de mulher nos cargos de diretoria ou no CA, já que se constata em quase 33,00% e 40,20% das empresas possuem pelo menos 01 (uma) mulher nesses cargos.

Esses achados evidenciam a disparidade entre homens e mulheres em cargos de alta gestão, referentes aos cargos de Presidente do CA e como CEO, e são ainda mais acentuados do que os encontrados na literatura internacional (Segovia-Pérez et al., 2019; Fernando et al., 2020). Porém, semelhantes aos da literatura nacional (Prudêncio et al., 2021; Cunha et al. 2022). Além disso, em análises não tabuladas, não se evidenciou aumento significativo ao longo dos anos, o percentual bateu sua máxima de 4% em 2012, e posteriormente caiu terminando 2018 com cerca de 2.6%, bem condizente com a média do período. Em relações a mulheres na diretoria, houve um pico em 2016, com quase 38,5% dos cargos com pelo menos uma mulher, mas voltou a cair em 2017 para 33% e 2018 subiu para 35%. Não há ainda clara tendência de aumento. O projeto de Lei nº 7179 de 2017, em tramitação no congresso que determina um sistema

de cotas para participação de mulheres em companhias abertas pode aumentar esses números no futuro próximo. Partindo para a análise das outras variáveis, destaca-se que mesmo com um alto indicador de problemas financeiros, pode-se perceber que o nível de alavancagem das empresas tem sido em média de 0,678, o que, em geral, demonstra um endividamento controlado das empresas.

Já a respeito do valor de mercado do patrimônio líquido em relação ao valor do patrimônio líquido contábil é 2,085, o que indica que o mercado está valorizando as empresas e isso pode demonstrar maior investimento pelos agentes externos. Outro fator relevante é o retorno sobre os ativos dessas empresas que, em média, está positivo, o que pode justificar o interesse dos investidores nas empresas brasileiras.

#### 4.2 Análise do Balanceamento por entropia

Apresenta-se na Tabela 2 em seus respectivos painéis os resultados do balanceamento por entropia, esse balanceamento dos dados irá facilitar a comparação entre as observações de tratamento as quais são a mulher como CEO (M\_CEO), como diretora (DM\_DIRETORIA), como membro do CA (DM\_CONSELHO), como presidente do CA (M\_PRESCONSELHO) e o grupo de controle, os quais não possuem as mulheres nos cargos de alta gestão.

**Tabela 2** – Empresas sem mulher vs. empresas com mulher em cargos de alta gestão

Tabela 2A: Após o balanceamento de entropia: amostra correspondente						
Variável dependente	Empresas com mulher no cargo de CEO (M_CEO) (N = 51)			Empresas sem mulher no cargo de CEO (M_CEO) (N = 1.749)		
	Média	Variância	Assimetria	Média	Variância	Assimetria
FINANCEIRO	0,7254	0,2031	-1,0105	0,7089	0,2064	-0,9201
Variáveis Combinadas						
ALAV	0,796	0,5507	2,769	0,7959	0,543	3,194
TAM	15,12	4,735	-0,3467	15,11	3,443	-0,1801
IDADE_EMP	37,22	605,10	-0,0277	37,22	779,40	0,9035
N_GOV	0,5294	0,2541	-0,1179	0,5295	0,2493	-0,118
P_VPA	1,816	9,459	4,178	1,816	9,459	4,178
AUD_4	0,6863	0,2196	-0,8029	0,6865	0,2154	-0,8068
ROA	0,0073	0,0282	-3,823	0,0073	0,0250	-3,117

Nesta tabela, utilizou-se o balanceamento por entropia nas variáveis.

Na Tabela 2A, após efetuar o balanceamento de entropia, a estatística descritiva evidencia semelhança entre as médias do grupo de tratamento (empresas com mulher no cargo de CEO) e de controle (empresas sem mulher no cargo de CEO). O que torna os dados comparáveis a fim da nossa análise do efeito da mulher no cargo de CEO (M\_CEO).

Tabela 2B: Após o balanceamento de entropia: amostra correspondente

Variável dependente P FINANCEIRO Variáveis Combinadas	Empresas com mulher no cargo de Diretoria (DM_DIRETORIA) (N = 595)			Empresas sem mulher no cargo de Diretoria (DM_DIRETORIA) (N = 1.205)		
	Média	Variância	Assimetria	Média	Variância	Assimetria
ALAV	0,6823	0,2171	-0,7833	0,7228	0,2005	-0,9956
TAM	15,16	2,88	-0,1566	15,16	2,881	-0,1533
IDADE_EMP	36,04	689,10	0,7429	36,05	690,00	0,7458
N_GOV	0,5882	0,2426	-0,3586	0,5879	0,2425	-0,3572
P_VPA	2,357	8,025	2,926	2,356	8,023	2,926
AUD_4	0,8588	0,1214	-2,061	0,8584	0,1216	-2,057
ROA	0,0282	0,0171	-3,933	0,0281	0,0172	-3,932

Nesta tabela, utilizou-se o balanceamento por entropia nas variáveis.

A Tabela 2B diferencia as empresas que possuem mulher no cargo de diretoria das que não possuem, diferentemente da Tabela 2A. Após efetuar o balanceamento de entropia, as médias, variâncias e assimetrias são semelhantes entre o grupo de tratamento e o de controle. O que torna os dados comparáveis a fim da nossa análise do efeito da mulher no cargo de Diretoria (DM\_DIRETORIA).

Tabela 2C: Após o balanceamento de entropia: amostra correspondente

Variável dependente P FINANCEIRO Variáveis Combinadas	Empresas com mulher no cargo de Conselheira (DM_CONSELHO) (N = 725)			Empresas sem mulher no cargo de Conselheira (DM_CONSELHO) (N = 1.075)		
	Média	Variância	Assimetria	Média	Variância	Assimetria
ALAV	0,6786	0,2183	-0,7649	0,7302	0,1971	-1,0374
TAM	15,21	3,098	-0,387	15,20	3,098	-0,3854
IDADE_EMP	41,56	786,60	0,6839	41,56	786,60	0,6839
N_GOV	0,5214	0,2499	-0,0856	0,5214	0,2499	-0,0856
P_VPA	2,495	9,155	2,869	2,494	9,154	2,869
AUD_4	0,8317	0,1402	-1,773	0,8316	0,1402	-1,772
ROA	0,0316	0,0133	-3,212	0,0316	0,0133	-3,215

Nesta tabela, utilizou-se o balanceamento por entropia nas variáveis.

Na Tabela 2C similar a Tabela 2B, identifica-se as empresas que possuem mulher como membro do CA e as que não possuem, após efetuar o balanceamento de entropia, as médias, variâncias e assimetria são semelhantes entre o grupo de tratamento e o de controle. O que torna os dados comparáveis a fim da nossa análise do efeito da mulher como membro do CA (DM\_CONSELHO).

Tabela 2D: Após o balanceamento de entropia: amostra correspondente

Variável dependente P FINANCEIRO Variáveis Combinadas	Empresas com mulher na Presidência do CA (M_PRESCONSELHO) (N = 48)			Empresas sem mulher na Presidência do CA (M_PRESCONSELHO) (N = 1.752)		
	Média	Variância	Assimetria	Média	Variância	Assimetria
ALAV	0,5416	0,2535	-0,1672	0,7140	0,2043	-0,9473
TAM	14,56	4,244	-0,3991	14,53	4,233	-0,3507
IDADE_EMP	50,79	556,30	0,0401	50,67	555,00	0,0550
N_GOV	0,3958	0,2442	0,426	0,4003	0,2402	0,4069
P_VPA	2,815	12,65	2,431	2,808	12,62	2,439
AUD_4	0,5833	0,2482	-0,3381	0,5793	0,2439	-0,3212
ROA	0,0212	0,0307	-3,548	0,0212	0,0306	-3,551

Nesta tabela, utilizou-se o balanceamento por entropia nas variáveis

Na Tabela 2D, similar ao do Tabela 2C, as médias, variâncias e assimetria também são semelhantes entre o grupo de tratamento (empresas que possuem mulher como Presidente do CA) e o de controle (não possuem mulher como Presidente do CA). O que torna os dados comparáveis a fim da nossa análise do efeito da mulher como Presidente do CA (M\_PRESCONSELHO). Já na Tabela 3A, apresenta-se os resultados da nossa regressão logit de mulher nos cargos de alta gestão.

Tabela 3 Resultados das hipóteses

Tabela 3A: resultados de regressão para mulher nos cargos de alta gestão

VARIÁVEIS	Sinal Esperado	P_FINANCEIRO			
		(1)	(2)	(3)	(4)
M_CEO	-	1,089*** (2,673)			
DM_DIRETORIA	-		0,222 (1,226)		
DM_CONSELHO	-			-0,255 (-1,383)	
M_PRESCONSELHO	-				-0,441 (-1,088)
ROA	-	-27,485*** (-7,726)	-24,173*** (-12,391)	-22,467*** (-9,320)	-40,188*** (-9,165)
TAM	+	-0,048 (-0,365)	0,094 (1,221)	0,128 (1,619)	-0,115 (-0,825)
ALAV	+	12,673*** (12,385)	9,476*** (14,990)	10,264*** (13,209)	9,418*** (7,474)
P_VPA	-	0,014 (0,232)	0,016 (0,408)	0,005 (0,110)	0,365*** (4,115)
IDADE_EMP	+	-0,033*** (-5,911)	-0,030*** (-6,964)	-0,021*** (-4,818)	-0,023*** (-3,337)
N_GOV	-	0,188 (0,632)	0,002 (0,010)	0,076 (0,328)	0,160 (0,435)
AUD_4	-	-0,411 (-0,858)	-0,595* (-1,703)	-0,369 (-1,000)	0,218 (0,529)
Constant		-3,089 (-1,554)	-3,279*** (-2,635)	-5,764*** (-4,687)	-2,470 (-1,337)
Efeito Fixo					
Ano		Sim	Sim	Sim	Sim
Indústria		Sim	Sim	Sim	Sim
Observações		1.800	1.800	1.800	1.800
Pseudo R <sup>2</sup>		0,6717	0,5086	0,5094	0,6769

Estadísticas t robustas entre parênteses

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

Nesta tabela, utilizou-se o modelo logit após balanceamento por entropia nas variáveis.



Evidencia-se que o único coeficiente de mulher em cargos de alta gestão estatisticamente significativo é o de CEO (M\_CEO), coluna (1), sendo positivo e significativo a 1%, indicando que a mulher está prejudicando a empresa, podendo concluir assim que ela estaria piorando os problemas financeiros. Essa análise destoa da teoria proposta pela literatura, em que a mulher é mais avessa ao risco, ética e cautelosa (Francis et al., 2015; Adhikari et al., 2019; Li & Zeng, 2019; Martín-Ugedo et al., 2018; Cunha et al. 2022). Contudo, vale ressaltar que esse resultado pode ser reflexo da mulher já ter assumido a empresa em uma situação mais delicada e com problemas financeiros pré-existent. Conforme descrito na metodologia, para analisar essa possibilidade de a mulher ter assumido a empresa já com problemas financeiros, considerou-se as empresas que já estavam com problemas financeiros até dois anos antes da mulher assumir os cargos de alta gestão, ao qual está representado na Tabela 4.

A Tabela 4 apresenta os resultados após o balanceamento por entropia para os casos em que a empresa já estava com problemas financeiros 01 (um) ano antes (Tabela 4A) e 02 (dois) anos antes (Tabela 4B).

**Tabela 4** Empresas com mulher e empresas sem mulher nos cargos de alta gestão – análise de até dois anos anteriores  
Tabela 4A: Análise das empresas com indicativo de problemas financeiros no ano anterior

VARIÁVEIS	Sinal Esperado	P_FINANCEIRO			
		(1)	(2)	(3)	(4)
M_CEO	-	-1,112 (-0,482)			
DM_DIRETORIA	-		0,536 (1,146)		
DM_CONSELHO	-			0,202 (0,420)	
M PRESCONSELHO	-				-0,717 (-0,640)
ROA	-	-113,895*** (-3,934)	-34,656*** (-6,353)	-32,353*** (-5,386)	-59,751*** (-4,305)
TAM	+	-0,144 (-0,338)	-0,012 (-0,065)	0,054 (0,251)	-0,558 (-1,356)
ALAV	+	31,326*** (3,019)	11,805*** (5,929)	11,532*** (5,734)	23,511*** (4,789)
P_VPA	-	0,941 (1,112)	0,083 (0,718)	-0,030 (-0,239)	0,136 (0,723)
IDADE_EMP	+	-0,015 (-0,278)	-0,037*** (-3,670)	-0,036*** (-3,196)	-0,027 (-1,207)
N_GOV	-	0,182 (0,062)	-0,183 (-0,268)	-0,253 (-0,389)	-0,371 (-0,362)
AUD_4	-	-5,276 (-1,189)	-3,970** (-2,263)	-2,969** (-1,986)	-3,999 (-1,484)
Constant		6,580 (0,787)	4,175 (1,403)	1,111 (0,357)	7,806* (1,827)
Efeito Fixo					
Ano		Sim	Sim	Sim	Sim
Indústria		Sim	Sim	Sim	Sim
Observações		1.004	1.004	1.004	1.004
Pseudo R <sup>2</sup>		0,7401	0,5143	0,5110	0,7425

Estadísticas t robustas entre parênteses

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

Os dados do balanceamento foram omitidos por questões de espaço. Nesta tabela, utilizou-se o modelo logit após balanceamento por entropia nas variáveis, no ano anterior.

A Tabela 4A apresenta os resultados da nossa regressão considerando as empresas que estão com problemas financeiros 01 (um) ano antes da mulher assumir os cargos de alta gestão. A partir da análise da Tabela 4A constata-se que nenhuma das variáveis de interesse é estatisticamente significativa o que destoa do nosso resultado passado na Tabela 3, onde encontra-se que a mulher no cargo de CEO (M\_CEO), prejudica a empresa. Na Tabela 4A não há evidências que isso de fato ocorra, para tanto analisou-se que quando a mulher assume a empresa em até dois anos antes, a empresa já estava com problemas financeiros. Esse resultado se encontra na Tabela 4B.

VARIÁVEIS	Sinal Esperado	P_FINANCEIRO			
		(1)	(2)	(3)	(4)
M_CEO	-	2,423 (0,891)			
DM_DIRETORIA	-		0,436 (0,762)		
DM_CONSELHO	-			-0,034 (-0,040)	
M PRESCONSELHO	-				-2,622** (-1,978) -70,970 ***
ROA	-	-159,794*** (-3,267)	-50,380 *** (-3,888)	-55,409 *** (-3,265)	-2,606 (-2,606)
TAM	+	-0,734 (-0,493)	0,029 (0,091)	-0,197 (-0,527)	-0,168 (-0,378)
ALAV	+	37,495*** (1,963)	13,572*** (3,971)	20,129*** (4,479)	19,617*** (2,703)
P_VPA	-	4,002 (1,342)	0,134 (0,645)	-0,195 (-0,930)	0,303 (1,371)
IDADE_EMP	+	-0,210*** (-2,774)	-0,057*** (-3,688)	-0,057*** (-3,215)	-0,032 (-1,094)
N_GOV	-	-13,430** (-2,328)	-1,465 (-1,346)	-1,352 (-1,175)	-0,623 (-0,469)
AUD_4	-	-20,076** (-2,185)	-9,114* (-1,793)	-7,311** (-2,522)	-8,690 (-1,291)
Constant		45,974*** (2,660)	9,243 (1,338)	7,347 (1,214)	6,902 (0,873)
Efeito Fixo					
Ano		Sim	Sim	Sim	Sim
Indústria		Sim	Sim	Sim	Sim
Observações		661	661	661	661
Pseudo R <sup>2</sup>		0,8634	0,5800	0,6113	0,7429

Estadísticas t robustas entre parênteses

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

Os dados do balanceamento foram omitidos por questões de espaço. Nesta tabela, utilizou-se o modelo logit após balanceamento por entropia nas variáveis, em dois anos anteriores.

A partir da Tabela 4B, pode-se constatar novamente que quando a mulher está no cargo de CEO, conforme apresentado na coluna (1), o coeficiente não é estatisticamente significativo, sendo assim esse resultado destoa do nosso resultado anterior apresentado na Tabela 3, que indicava que a mulher ao assumir o cargo de CEO, aumenta os problemas financeiros da empresa. Isso ocorre, pois a mulher já está assumindo o cargo de CEO em empresas que estão com problemas financeiros. O que nos leva a rejeitar a hipótese H1a. Além disso não se encontrou evidências significativas para mulher em cargos de diretoria (DM\_DIRETORIA) e mulher como membro do CA (DM\_CONSELHO), o que nos leva a rejeitar as hipóteses H1b e H2a.

Contudo, encontrou-se evidência que quando a mulher assume a presidência do CA e essa empresa já possui problemas financeiros em até 02 (dois) anos antes dela assumir o cargo, assim como mostra na coluna (4), o coeficiente é de -2,622, estatisticamente significativa a 5%, o que mostra que no cargo de presidente do conselho, a mulher ajuda a reduzir a probabilidade de a empresa ter problemas financeiros. Esse resultado em parte pode confirmar a hipótese H2b (Empresas possuem menor probabilidade de problemas financeiros quando mulheres ocupam o cargo de Presidente do CA). Esse resultado está em linha com resultados internacionais de Palvia et al. (2015) e Adhikari et al. (2019). No entanto, difere do de Elsaid (2014), que investigou apenas se homens diminuam a probabilidade de falência quando entram após a gestão de uma mulher, não sendo, portanto, diretamente comparável.

## 5. Considerações Finais

Foi investigado se a participação da mulher nos cargos de CEO, diretoria, membro do CA e presidente do CA diminuem a probabilidade de problemas financeiros. Os resultados inicialmente parecem sugerir que, quando a mulher está no cargo de CEO, a empresa tende a ter uma propensão a problemas financeiros, porém quando se investiga até 02 (dois) anos antes da empresa já possuir indicativos de problemas financeiros, não se encontra resultado significativo em que a mulher prejudique a empresa, sendo assim um resultado falho, já que elas estão assumindo empresas já com problemas financeiros sérios.

Quanto a mulher no cargo de diretoria e no CA não há resultados estatisticamente significantes, não podendo, portanto, afirmar se ela ajuda a mitigar os problemas financeiros. Contudo, quando assume o cargo de presidente do CA dois anos antes, a mulher parece reduzir a probabilidade de problemas financeiros, confirmando, portanto, a hipótese de pesquisa, consistente com estudos internacionais de Palvia et al. (2015) e Adhikari et al. (2019).

A pesquisa contribui principalmente para evidenciar a relação entre problemas financeiros e a presença de mulheres em cargos de alta gestão em mercados em desenvolvimento, principalmente no Brasil. Diferentemente da literatura internacional, a análise mais importante é averiguar a existência de problemas financeiros anteriormente a entrada das mulheres nos cargos de alta gestão. Recomenda-se que estudos futuros também considerem esse recorte para trazer o real impacto

financeiro das mulheres nesses cargos.

A participação das mulheres em cargos de alta gestão é ainda escassa no Brasil, principalmente nos cargos de CEO e Presidente do CA, sem tendência clara de aumento no período investigado. Existem projetos em andamento tentando ampliar a participação das mulheres nesses cargos de alta gestão. Por exemplo, o projeto de Lei nº 7179 de 2017, que determina um sistema de cotas para participação de mulheres em companhias abertas (Cunha et al. 2022). Como sugestão de pesquisa futura, é necessário entender o que acontece entre os anos que a mulher assume cargos chave da alta administração e a respectiva probabilidade de problemas financeiros durante esse período. Salienta-se que outros fatores podem ser responsáveis por estes problemas que os não observados nesse estudo, como troca de gestão, e fusões e aquisições, o que deve ser futuramente investigado.

## Referências

- Adhikari, B. K., Agrawal, A., & Malm, J. (2019). Do women managers keep firms out of trouble? Evidence from corporate litigation and policies. *Journal of Accounting and Economics*, 67(1), 202-225. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2018.09.004>
- Altman, E. I., Baidya, T. K., & Dias, L. M. R. (1979). Previsão de problemas financeiros em empresas. *Revista de Administração de Empresas*, 19(1), 17-28. <https://doi.org/10.1590/S0034-75901979000100002>
- Belot, F., & Serve, S. (2018). Earnings Quality in Private SMEs: Do CEO Demographics Matter?. *Journal of Small Business Management*, 56, 323-344. <https://doi.org/10.1111/jsbm.12375>
- Bennouri, M., Chtioui, T., Nagati, H., & Nekhili, M. (2018). Female board directorship and firm performance: What really matters?. *Journal of Banking & Finance*, 88, 267-291. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2017.12.010>
- Bernile, G., Bhagwat, V., & Yonker, S. (2018). Board diversity, firm risk, and corporate policies. *Journal of Financial Economics*, 127(3), 588-612. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2017.12.009>
- Bøhren, Ø., & Staubo, S. (2016). Mandatory gender balance and board independence. *European Financial Management*, 22(1), 3-30. <https://doi.org/10.1111/eufm.12060>

- Bui, A. T., Nguyen, C. V., Pham, T. P., & Phung, D. T. (2022). Female leadership and borrowing constraints: Evidence from an emerging economy. *International Review of Financial Analysis*, 81, 101332. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2019.01.012>
- Chen, J., Leung, W. S., Song, W., & Goergen, M. (2019). Why female board representation matters: The role of female directors in reducing male CEO overconfidence. *Journal of Empirical Finance*, 53, 70-90. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jempfin.2019.06.002>
- Chen, L. H., Gramlich, J., & Houser, K. A. (2019). The effects of board gender diversity on a firm's risk strategies. *Accounting & Finance*, 59(2), 991-1031. <https://doi.org/10.1111/acfi.12283>
- Canyon, M. J., & He, L. (2017). Firm performance and boardroom gender diversity: A quantile regression approach. *Journal of Business Research*, 79, 198-211. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2017.02.006>
- Cumming, D., Leung, T. Y., & Rui, O. (2015). Gender diversity and securities fraud. *Academy of management Journal*, 58(5), 1572-1593. <https://doi.org/10.5465/amj.2013.0750>
- Cunha, D. R. D. S., De Moura, A. A. F., & Cruz, P. B. D. (2022). Impact of women and ethics committees on firms' value and financial performance. *The International Journal of Human Resource Management*, 33 (20), 4034-4057. <https://doi.org/10.1080/09585192.2021.2013923>
- De Moura, A. A. F., & Gupta, J. (2019). Mandatory adoption of IFRS in Latin America: A boon or a bias. *Journal of International Financial Markets Institutions and Money*, 60, 111-133. <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2018.12.016F>
- Elsaid, E. (2014). Examining the effect of change in CEO gender, functional and educational background on firm performance and risk. *Journal of Applied Business Research (JABR)*, 30(6), 1605-1614. <https://doi.org/10.19030/jabr.v30i6.8878>
- Faccio, M., Marchica, M. T., & Mura, R. (2016). CEO gender, corporate risk-taking, and the efficiency of capital allocation. *Journal of Corporate Finance*, 39, 193-209. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2016.02.008>
- Fernando, G. D., Jain, S. S., & Tripathy, A. (2020). This cloud has a silver lining: Gender diversity, managerial ability, and firm performance. *Journal of Business Research*, 117, 484-496. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2020.05.042>
- Francis, B., Hasan, I., Park, J. C., & Wu, Q. (2015). Gender differences in financial reporting decision making: Evidence from accounting conservatism. *Contemporary Accounting Research*, 32(3), 1285-1318. <https://doi.org/10.1111/1911-3846.12098>
- Gao, H., Lin, Y., & Ma, Y. (2016). Sex discrimination and female top managers: Evidence from China. *Journal of business ethics*, 138(4), 683-702. <https://doi.org/10.1007/s10551-015-2892-x>
- García-Sánchez, I. M., Suárez-Fernández, O., & Martínez-Ferrero, J. (2019). Female directors and impression management in sustainability reporting. *International Business Review*, 28(2), 359-374. <https://doi.org/10.1016/j.ibusrev.2018.10.007>
- Gupta, A., & Raman, K. (2014). Board diversity and CEO selection. *Journal of Financial Research*, 37(4), 495-518. <https://doi.org/10.1111/jfir.12044>
- Gyapong, E., Ahmed, A., Ntim, C. G., & Nadeem, M. (2021). Board gender diversity and dividend policy in Australian listed firms: the effect of ownership concentration. *Asia Pacific Journal of Management*, 38, 603-643. <https://doi.org/10.1007/s10490-019-09672-2>
- Gyapong, E., Monem, R. M., & Hu, F. (2016). Do women and ethnic minority directors influence firm value? Evidence from post-apartheid South Africa. *Journal of Business Finance & Accounting*, 43(3-4), 370-413. <https://doi.org/10.1111/jbfa.12175>
- Haat, M. H. C., Rahman, A. R., & Mahenthiran, S. (2008). Corporate governance, transparency and performance of Malaysian companies. *Managerial Auditing Journal*, 23(8), 744-778. <https://doi.org/10.1108/02686900810899518>
- Hainmueller, J. (2012). Entropy balancing for causal effects: A multivariate reweighting method to produce balanced samples in observational studies. *Political analysis*, 20 (1), 25-46. <https://doi.org/10.1093/pan/mpr025>
- Hoobler, J. M., Masterson, C. R., Nkomo, S. M., & Michel, E. J. (2018). The business case for women leaders:

- Meta-analysis, research critique, and path forward. *Journal of Management*, 44(6), 2473-2499. <https://doi.org/10.1177/0149206316628643>
- Jeong, S. H., & Harrison, D. A. (2017). Glass breaking, strategy making, and value creating: Meta-analytic outcomes of women as CEOs and TMT members. *Academy of Management Journal*, 60(4), 1219-1252. <https://doi.org/10.5465/amj.2014.0716>
- Jizi, M. (2017). The influence of board composition on sustainable development disclosure. *Business Strategy and the Environment*, 26(5), 640-655. <https://doi.org/10.1002/bse.1943>
- Knippen, J. M., Palar, J., & Gentry, R. J. (2018). Breaking the mold: An examination of board discretion in female CEO appointments. *Journal of Business Research*, 84, 11-23. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2017.10.057>
- Knippen, J. M., Shen, W., & Zhu, Q. (2019). Limited progress? The effect of external pressure for board gender diversity on the increase of female directors. *Strategic Management Journal*, 40(7), 1123-1150. <https://doi.org/10.1002/smj.3014>
- Lai, K. M., Srinidhi, B., Gul, F. A., & Tsui, J. S. (2017). Board gender diversity, auditor fees, and auditor choice. *Contemporary Accounting Research*, 34(3), 1681-1714. <https://doi.org/10.1111/1911-3846.12313>
- Li, Y., & Zeng, Y. (2019). The impact of top executive gender on asset prices: Evidence from stock price crash risk. *Journal of Corporate Finance*, 58, 528-550. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2019.07.005>
- Li, Y., & Zhang, X. Y. (2019). Impact of board gender composition on corporate debt maturity structures. *European Financial Management*, 25 (5), 1286-1320. <https://doi.org/10.1111/eufm.12214>
- Liu, C. (2018). Are women greener? Corporate gender diversity and environmental violations. *Journal of Corporate Finance*, 52, 118-142. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2018.08.004>
- Liu, Y., Wei, Z., & Xie, F. (2014). Do women directors improve firm performance in China?. *Journal of Corporate Finance*, 28, 169-184. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2013.11.016>
- Loch, M., Silva, J. C., Bueno, G., & Marcon, R. (2020). The Government as Shareholder and Principal-Principal Conflicts in the Brazilian Electric Power Industry. *Brazilian Business Review*, 17(1), 24-45. <https://doi.org/10.15728/bbr.2020.17.1.2>
- Lu, J., & Boateng, A. (2018). Board composition, monitoring and credit risk: evidence from the UK banking industry. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 51(4), 1107-1128. <https://doi.org/10.1007/s11156-017-0698-x>
- Lu, J., & Herremans, I. M. (2019). Board gender diversity and environmental performance: An industries perspective. *Business Strategy and the Environment*, 28(7), 1449-1464. <https://doi.org/10.1002/bse.2326>
- Luo, J. H., Huang, Z., Li, X., & Lin, X. (2018). Are women CEOs valuable in terms of bank loan costs? Evidence from China. *Journal of Business Ethics*, 153(2), 337-355. <https://doi.org/10.1007/s10551-016-3369-2>
- Martín-Ugedo, J. F., Mínguez-Vera, A., & Palma-Martos, L. (2018). Female CEOs, returns and risk in Spanish publishing firms. *European Management Review*, 15(1), 111-120. <https://doi.org/10.1111/emre.12132>
- Mascia, D. V., & Rossi, S. P. (2017). Is there a gender effect on the cost of bank financing?. *Journal of Financial Stability*, 31, 136-153. <https://doi.org/10.1016/j.jfs.2017.07.002>
- Maume, D. J., Heymann, O., & Ruppner, L. (2019). National Board Quotas and the Gender Pay Gap among European Managers. *Work, Employment and Society*, 33(6), 1002-1019. <https://doi.org/10.1177/0950017019864509>
- Merlino, L. P., Parrotta, P., & Pozzoli, D. (2018). Gender differences in sorting. *Industrial Relations: A Journal of Economy and Society*, 57(4), 671-709. <https://doi.org/10.1111/irel.12216>
- Nekhili, M., Chakroun, H., & Chtioui, T. (2018). Women's leadership and firm performance: family versus nonfamily firms. *Journal of Business Ethics*, 153(2), 291-316. <https://doi.org/10.1007/s10551-016-3340-2>
- Palvia, A., Vähämaa, E., & Vähämaa, S. (2015). Are female CEOs and chairwomen more conservative and risk averse? Evidence from the banking industry during the financial crisis. *Journal of Business Ethics*, 131 (3), 577-594. <https://doi.org/10.1007/s10551-014-2288-3>

- Post, C., & Byron, K. (2015). Women on boards and firm financial performance: A meta-analysis. *Academy of Management Journal*, 58(5), 1546-1571. <https://doi.org/10.5465/amj.2013.0319>
- Prudêncio, P., Forte, H., Crisóstomo, V., & Vasconcelos, A. (2021). Effect of Diversity in the Board of Directors and Top Management Team on Corporate Social Responsibility. *Brazilian Business Review*, 18(2), 118-139. <https://doi.org/10.15728/bbr.2021.18.2.1>
- Reguera-Alvarado, N., de Fuentes, P., & Laffarga, J. (2017). Does board gender diversity influence financial performance? Evidence from Spain. *Journal of Business Ethics*, 141(2), 337-350. <https://doi.org/10.1007/s10551-015-2735-9>
- Saeed, A., Belghitar, Y., & Yousaf, A. (2016). Firm-level determinants of gender diversity in the boardrooms: Evidence from some emerging markets. *International Business Review*, 25(5), 1076-1088. <https://doi.org/10.1016/j.ibusrev.2016.01.002>
- Segovia-Perez, M., Figueroa-Domecq, C., Fuentes-Moraleda, L., & Munoz-Mazon, A. (2019). Incorporating a gender approach in the hospitality industry: Female executives' perceptions. *International Journal of Hospitality Management*, 76, 184-193. <https://doi.org/10.1016/j.ijhm.2018.05.008>
- Shroff, N., Verdi, R. S., & Yost, B. P. (2017). When does the peer information environment matter?. *Journal of Accounting and Economics*, 64(2-3), 183-214. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2017.03.005>
- Silva, B. S., Silva, D. G., Pinheiro, L. E. T., & Francisco, J. R. D. S. (2020). Efeito do gênero na qualidade do serviço de auditoria. *Revista de Auditoria, Governança e Contabilidade*, 8(37), 18-36. <https://revistas.fucamp.edu.br/index.php/ragc/article/view/2178>
- Sirqueira, A. B., Kalatzis, A. E. G., & Toledo, F. M. B. (2007). Boas práticas de governança corporativa e otimização de portfólio: Uma análise comparativa. *Economia*, 8(2), 521-544.
- Ullah, I., Fang, H., & Jebran, K. (2019). Do gender diversity and CEO gender enhance firm's value? Evidence from an emerging economy. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 20(1), 44-66. <https://doi.org/10.1108/CG-03-2019-0085>
- Wahid, A. S. (2019). The effects and the mechanisms of board gender diversity: Evidence from financial manipulation. *Journal of Business Ethics*, 159, 705-725. <https://doi.org/10.1007/s10551-018-3785-6>
- Ward, A. M., & Forker, J. (2017). Financial management effectiveness and board gender diversity in member-governed, community financial institutions. *Journal of Business Ethics*, 141(2), 351-366. <https://doi.org/10.1007/s10551-015-2699-9>
- Wilson, N., Wright, M., & Altanlar, A. (2014). The survival of newly-incorporated companies and founding director characteristics. *International Small Business Journal*, 32(7), 733-758. <https://doi.org/10.1177/0266242613476317>

## Apêndice A. Definição dos dados

Variáveis	Definição
Variáveis dependentes	
P_FINANCEIRO	É uma variável que irá prever se a empresa está ou não com problemas financeiros sérios, sendo 01 (um) quando houver problemas financeiros e 0 (zero) quando contrário. (Altman et al., 1979).
Variáveis de interesse	
M_CEO	É uma variável binária que irá representar se a mulher está na diretoria como CEO da empresa, sendo 01 (um) quando for a CEO e 0 (zero) quando não for a CEO.
DM_DIRETORIA	É uma variável binária que irá representar se tem mulher no cargo de diretora na empresa, sendo 01 (um) quando houver e 0 (zero) quando contrário.
DM_CONSELHO	É uma variável binária que irá representar se existe mulher no CA da empresa, sendo 01 (um) quando houver mulher e 0 (zero) quando não houver mulher.
M_PRESCONSELHO	É uma variável binária que irá representar se a mulher está como presidente do CA da empresa, sendo 01 (um) quando houver mulher no cargo de presidente e 0 (zero) quando contrário.
Variáveis de controle	
ROA	É uma variável que irá representar a rentabilidade da empresa através de seus ativos, onde foi possível controlar se as empresas que possuem mulheres tendem a uma maior lucratividade e foi mensurada pela divisão entre o Lucro Líquido e os Ativos totais; (Faccio et al., 2016)
TAM	É uma variável que irá representar o tamanho da empresa, onde empresas maiores possuem menor risco do que empresas menores e foi mensurado através do logaritmo do ativo (Faccio et al., 2016).
ALAV	É uma variável que irá medir o nível de alavancagem da empresa. Essa variável foi calculada através da divisão entre a dívida total e o ativo total, pois irá demonstrar o tamanho da dívida da empresa em relação ao seu capital próprio (García-Sánchez et al., 2019).
P_VPA	É uma variável que irá representar o valor de mercado das ações dividido pelo valor contábil das ações do patrimônio líquido. Essa variável demonstrará a oportunidade de crescimento da empresa. (Chen, Gramlich et al. 2019).
IDADE_EMP	É uma variável que irá representar a quantidade de anos que a empresa está no mercado, demonstrando assim o tempo de vida da empresa (Faccio et al., 2016).
N_GOV	É uma variável binária que irá representar se a empresa está enquadrada no nível de governança corporativa 1, 2 e novo mercado, sendo 01 (um) quando está enquadrada e 0 (zero) quando não está enquadrada, pois, além de ser os três maiores índices da Bovespa, também traz mais valorização e visibilidade no mercado de ações, uma vez que cumpre os requisitos para garantia das informações que são divulgadas (Sirqueira et al., 2007).
AUD_4	É uma variável binária que irá representar se a empresa contrata serviços de auditoria de uma das quatro grandes empresas de auditoria, sendo elas: Deloitte, Price, KPMG e Ernst, sendo 01 (um) quando contrata e 0 (zero) quando não contrata, pois empresas auditadas pelas quatro maiores possuem menos processos judiciais e mais credibilidade nas informações contábeis (Haat et al., 2008).