

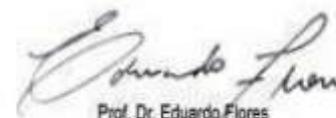
# CERTIFICADO

Certificamos que o trabalho Nº 3953 – TÍTULO Mulheres no conselho de administração: Qual o risco? de autoria de Isadora da Costa; Denize Demarche Minatti Ferreira; Kátia Dalcerio; foi apresentado por Isadora da Costa no 19<sup>o</sup> Congresso USP de Iniciação Científica em Contabilidade realizado entre os dias 27, 28 e 29 de julho de 2022, pela Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo (FEA/USP).

São Paulo (SP), 29 de Julho de 2022.



Prof. Dr. Valmor Slomski  
Chefe do Departamento de Contabilidade e Atuária



Prof. Dr. Eduardo Flores  
Coordenador do 22<sup>o</sup> USP International Conference in Accounting e  
19<sup>o</sup> USP de Iniciação Científica em Contabilidade

## Mulheres no conselho de administração: Qual o risco?

### Resumo

As empresas aumentaram a presença de mulheres em cargos de liderança, mas é preciso avançar, pois o número de empresas que possuem diversidade significativa nos conselhos de administração e nos cargos de liderança, ainda está longe da equidade. A diversidade deve ser considerada como questão fundamental dentro das empresas, pois um grupo que se mostra homogêneo, não pode criar visões e opiniões diferenciadas, pois é necessário encontrar “meios diferentes para respostas diferentes” que são desafios que se encontram também no mercado e, conseqüentemente nos riscos. Assim, o presente estudo tem o objetivo de avaliar se a presença das mulheres nos conselhos de administração influenciam na redução do risco. Para tanto, se utilizou uma amostra formada pelas empresas brasileiras listadas na B3 S/A e na base *Refinitiv Eikon*® de diferentes setores de atuação, excluindo instituições financeiras e empresas classificadas como outros setores e com o patrimônio líquido negativo. Todas as variáveis passaram pelo processo de *winsorização*, permitindo que os dados fossem comparáveis. A amostra do estudo é de 60 empresas que foram analisadas entre os anos de 2015 a 2019. Neste estudo foi aplicado o modelo de regressão de dados em painel desbalanceado com erros-padrão robustos num total de 286 observações. Os principais resultados apontam que a presença feminina e os lucros por ação apresentam resultados significativos quando relacionados à diminuição dos riscos. Dentre os achados se percebe também que ao se tratar da relação de presença feminina e a diminuição do risco, o tamanho das empresas mostrou-se como significativo assim como os lucros por ações, que se apresentou como um dos principais números que os investidores levam em consideração para adquirir participação em uma empresa.

**Palavras chave:** Presença Feminina, Risco, Conselhos de Administração.

## 1 INTRODUÇÃO

Ao longo do século XX, as mulheres conquistaram direitos, no entanto, persistem ainda nos costumes e imaginário social, responsabilidades e condições que fazem com que o trabalho feminino ocorra com contradições explícitas: diferenças salariais entre gêneros nas mesmas funções, menores oportunidades de inserção no mercado quando comparado aos homens e poucas mulheres em cargos de gestão e chefia corporativa (Queiroz, 2020). Essa realidade de ascensão feminina despertou interesse e desenvolvimento de pesquisas que analisam as diferenças comportamentais e gerenciais entre homens e mulheres, destacando suas implicações para o contexto das empresas (Perryman et al., 2016).

O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) (IBGC, 2010) define o conselho de administração como o principal órgão de governança, o qual estabelece as diretrizes de uma organização. O conselho de administração é, então, a instância-chave para monitorar a gestão da empresa (Fraga e Silva, 2012). Rost e Osterloh (2009) argumentam que a principal razão para os conselheiros das empresas financeiras não terem antevisto a fragilidade de seus balanços, na crise financeira de 2008, foi a crescente homogeneidade dos conselhos, com falta de uma representação educacional variada e de pontos de vista diferenciados, o que levou a um comportamento e pensamento de grupo.

Diante da importância dos conselhos de administração para as práticas de governança, é fundamental a implantação de conselhos com perfil heterogêneo, formado por membro com diferentes perfis de atuação, que tenham independência em relação aos controladores da empresa e que tenham competências necessárias para cumprir suas deliberações (Caron, 2016). Segundo Cardoso e Hanashiro (2018), a composição de gênero do conselho pode melhorar o desempenho da organização devido a um conjunto único de recursos que mulheres trazem ao negócio e, portanto, pode afetar a *performance* financeira da empresa.

No Brasil, a participação feminina nos conselhos e em cargos de diretoria é relativamente baixa em comparação a outros países, que possuem incentivos a inserção da mulher na administração das firmas, como a Suécia, Finlândia, Espanha e Noruega, podendo tal realidade atenuar a relevância das ações femininas nas firmas (Brugni et al., 2018). Adams e Ferreira (2009) observaram que a presença de mulheres parecia ter impacto significativo na governança dos conselhos, sendo elas mais dispostas a participar dos comitês relacionados à atividades de monitoração da administração. Com 5% de significância, Zuchi et al. (2021) observa que quando houver ao menos uma mulher no conselho de administração, pode implicar em menor risco da firma.

A 7ª edição da “*Women in the Boardroom: A global perspective*” publicação da Deloitte, destaca que em 2022, a média global é de 19,7% de mulheres que possuem cargos no conselho de administração, 5,0% em cargos de *Chief Executive Officer* (CEOs) e 15,7% ocupam cargos de *Chief Financial Officer* (CFOs). No Brasil, a porcentagem é de 10,4% de mulheres em cargos do conselho de administração, que está abaixo da média mundial. A mesma publicação destaca que os principais setores com a maior presença feminina nos conselhos de administração são: tecnologia, mídia e comunicação com 14,7%, empresas de consumo com 11,5%, energia e recursos em 11,0%, manufatura em 10,1% e serviços financeiros com 9,8% (Deloitte, 2022).

A presença feminina nos cargos de alta gestão impulsiona a adoção da agenda *Environmental, Social and Governance* (ESG) nas organizações. Pesquisas identificam que 52% das companhias de capital aberto com pontuação alta das questões ESG possuem mulheres ocupando cargo de diretoras e 48% das empresas com pontuações baixas (Rocha, 2022). Ainda, a ausência de mulheres nos conselhos de administração das empresas com alto desempenho ESG é de 17%, porém esse percentual aumenta para 31%, em relação as empresas que apresentam pontuação baixa nos aspectos ESG (Rocha, 2022). De acordo com a pesquisa realizada, essa relação entre a presença feminina e o bom desempenho ESG é por causa da

propensão das mulheres a seguirem regras e possuírem melhor gestão de risco e maior controle ao se comparar com os homens (Rocha, 2022).

Nesse sentido, há evidências de que a diversidade de gênero nos conselhos tem impactado o risco das empresas por meio de menor exposição ao mesmo (Perryman et al., 2016).

## **2 REVISÃO DA LITERATURA**

### **2.1 O papel das mulheres nos conselhos de administração**

O conselho de administração é o órgão colegiado encarregado do processo de decisão de uma organização em relação ao seu direcionamento estratégico. Ele exerce o papel de fiscalizar princípios, valores, objeto social e sistema de governança da organização sendo seu principal componente (Paula, 2016).

Uma das vertentes que aponta um conselho bem-sucedido é a diversidade de perfis do mesmo (Costa et al., 2019), uma vez que somente com diferentes gêneros, comportamentos e aspectos culturais se pode garantir uma tomada de decisão mais precisa e acertada para a organização. Dentro desse contexto de diversidade de perfis, destaca-se a utilização para o presente estudo, as mulheres, e nesse caso específico, as atuantes nos conselhos de administração.

Durante muito tempo, as mulheres eram limitadas a trabalhos domésticos, cuidavam da casa e dos filhos, somente a partir da Revolução Industrial, com a necessidade de mais mão-de-obra, as mulheres começaram a exercer trabalho fora dos seus lares e tomar postos de trabalho que não os domésticos, que até então eram realizados por homens (Wajzman & Neto, 2000).

Para Gregory (2009), a sociedade atribui diferentes papéis e identidades para homens e mulheres, e os papéis masculinos são, em geral, mais valorizados e recompensados do que os femininos. Essa desigualdade de oportunidades, de tarefas, de poder e de prestígio é observada dentro da divisão de trabalho entre gêneros. Não é possível entender esse processo de evolução ao longo dos anos, sem antes falar sobre o empoderamento, que é saber da sua capacidade, seja ela natural ou adquirida, de desempenhar atividades de forma consciente. O empoderamento, definido por Carvalho (2004), é um processo de validação da experiência de terceiros e de legitimação de sua voz, e, ao mesmo tempo, de remoção de barreiras que limitam a vida em sociedade. Para o mesmo autor, indica processos que procuram promover a participação, visando ao aumento do controle sobre a vida por parte de indivíduos e comunidades, a eficácia política, uma maior justiça social e a melhoria da qualidade de vida.

Com o passar dos anos, as mulheres conquistaram seu espaço na sociedade e buscaram estudar e se profissionalizar, adquirindo esse direito e assim passaram a assumir papéis de líderes em grandes empresas. Pela função que a mulher tradicionalmente ocupa na sociedade, na empresa, procura valorizar os membros organizacionais como seres humanos e indivíduos, com valores e necessidades singulares, e não apenas como alguém que faz, carrega, empurra, transporta ou ocupa uma posição (Robbins & Coulter, 1998).

No Brasil, não há nada efetivo com relação a cotas para mulheres em conselhos de administração. Porém, o projeto de lei 112/2010, em tramitação, estabelece um percentual mínimo de 40% de ocupação por mulheres das vagas nos conselhos de administração das empresas públicas, sociedades de economia mista e demais empresas em que a União, direta ou indiretamente, detenha a maioria do capital social com direito a voto. A participação feminina é benéfica para as organizações, pois características comportamentais femininas tendem a influenciar positivamente as dinâmicas dos conselhos de administração, tais como: comunicação, empatia, aversão ao risco, busca pelo consenso, aspecto mais democrático

(Lazzaretti & Godoi, 2012; Dezso & Ross, 2012). Fabrício, Dalcerro, Ferreira e Ribeiro (2021) apontam que a presença feminina nos cargos de *Chief Financial Officer* (CFO) auxiliam para a diminuição da discricionariedade dos *accruals*, o que melhora a qualidade dos relatórios contábeis das empresas.

A redução do desequilíbrio de gênero nos conselhos de administração é considerada, para além de uma questão de justiça e igualdade, mas também como questão econômica. Por outras palavras, o objetivo de fomentar a participação de mulheres nos conselhos de administração não se trata apenas da “coisa certa a fazer”, mas também de trazer melhorias à *performance* financeira das empresas (Pereira, 2013).

## 2.2 Influência do gênero e seus impactos na tomada de decisão

Desde a década de 1970, a diversidade de gênero é discutida na literatura de finanças (Zuci, Brugni, Nossa & Beiruth, 2021). Martins e Júnior (2017) apontam que a diversidade promove melhor entendimento do mercado, pois combina com a habilidade de penetrar em diferentes mercados e potenciais clientes. Do mesmo modo, Westphal e Milton (2000), defendem que a presença de diferentes gêneros nos conselhos podem diminuir a coesão social entre os grupos e reduzir a probabilidade de que pontos de vista minoritários influenciem as decisões.

Segundo Zillman (2018), há evidências de que é favorável para os negócios apresentar diversidade, ou seja, homens e mulheres nos conselhos de administração. Silva e Margem (2015) em sua pesquisa sobre a presença feminina nos conselhos de administração observaram que o aumento da diversidade reduz o *groupthinking* ao introduzir diferentes pontos de vista, trazendo uma maior eficiência na tomada de decisão e melhores resultados de desempenho para a empresa. E cabe ressaltar que conselhos diversificados onde exista mais cooperação nas trocas de informações entre diretores e funcionários auxiliam em discussões mais profundas entre os membros (Gul et al., 2011).

Um conselho de administração é responsável por supervisionar as atividades que a entidade desempenha, é o órgão que participa das decisões mais importantes na empresa (Hendru & Kiel, 2004). Desta forma, as atividades executadas pelos membros dos conselhos de administração geram repercussão na organização da empresa interferindo diretamente na tomada de decisão e para tanto, busca-se uma diversidade na composição do conselho, que pode ser de independência, gênero e nacionalidade dos seus membros (Haro-de-Rosario et al., 2017).

Estudos tratam sobre a relação da presença das mulheres nos conselhos e sobre os reflexos que a sua participação pode gerar. Para Silva e Martins (2017), quanto ao quesito gênero, a participação feminina é positiva para as companhias, em virtude das características comportamentais da mulher, pois essas características (comunicação, empatia, aversão ao risco, entre outras) podem influenciar de maneira positiva a *performance* do conselho de administração. Para Chong, Ong e Tan (2018), o nível de exposição ao risco da empresa advém das decisões tomadas pelos seus gestores.

Gul, Hutchinson e Lai (2013) afirmam que a Teoria Organizacional normalmente indica que a presença de mulheres no conselho de administração se associa a melhores resultados organizacionais, pois a inclusão fortalece as decisões e facilita aquelas consideradas desagradáveis pelos membros do sexo masculino. Wahid (2019) verificou o impacto da presença feminina do conselho de administração na má conduta financeira e detectou que conselhos mais diversificados cometem menor número de erros em relatórios financeiros e se envolvem em menos fraudes. Além de Klenke (2003), afirmar que a diferença na liderança exercida por homem e por mulher é notada pelo estilo mais agressivo, baseado no comando e

na conformidade dos homens e as mulheres apresentarem um comportamento mais baseado numa relação de confiança e cooperação.

Adams e Ferreira (2009) concluíram que a diversidade de gênero nos conselhos de administração tem efeito significativo nas tomadas de decisões, e as mulheres se comportam de maneira distinta dos homens com relação à assiduidade. Além disso, os autores apontam que as mulheres têm papel importante nas posições relacionadas ao monitoramento nos conselhos administrativos, logo se percebe que o gênero pode influenciar nas tomadas de decisões dos conselhos de administração, visto que a diversidade oferece diferentes resultados e relações empresariais distintas.

### 2.3 Relação risco e a presença de mulheres nos conselhos de administração

O valor de mercado de uma empresa é determinado na negociação, não havendo um valor correto para o negócio, pois leva em consideração as perspectivas dos envolvidos na negociação, o que envolve decisões subjetivas e que influenciam o valor das empresas (Martinez, 1999). O risco de mercado é o risco da perda de valor de um ativo motivado por variações de preços de mercado decorrente de causas adversas como taxa de câmbio, taxa de juros, preços de *commodities* e outros, inerentes ao mercado (Souza, Santos & Andrade, 2017). Segundo Fama e French (1992), o retorno como base de risco pode ser afetado por fatores de mercado, fatores relacionados ao tamanho da empresa, maturidade, patrimônio líquido contábil e riscos de inadimplência, consubstanciando em importantes controles em modelagens que buscam medir tal *proxy*.

Fernandes (2007) afirma que a alavancagem financeira, tamanho dos ativos e variabilidade da liquidez são fatores que elevam o risco de mercado; já a rentabilidade, a variabilidade da alavancagem financeira, a variabilidade da rentabilidade e o crescimento dos ativos são fatores que reduzem o risco de mercado.

Luo et al. (2017) afirmam que a participação feminina nos conselhos de administração chineses mostrou-se eficaz para a governança corporativa, com a finalidade de conter a manipulação das atividades e, dessa forma, fornecer as partes interessadas relatórios mais transparentes, uma vez que as mulheres são mais avessas ao risco, menos tolerantes diante de comportamentos oportunistas, mais ativas e monitoram de maneira mais eficiente, podendo melhorar o controle da empresa. Martin-Ugedo et al. (2018) analisaram a influência de gênero de CEO em retornos e risco para uma amostra de 2.157 empresas espanholas no ano de 2013, onde atestou que aquelas cujo CEO é do sexo feminino têm maiores retornos e um nível menor de endividamento e menor alavancagem financeira.

Os homens tendem a decisões mais arriscadas do que as mulheres, como exemplo, tem-se o resultado de experimentos que envolvem a loteria, com probabilidade e resultados financeiros conhecidos, em que as mulheres são mais avessas ao risco (Costa, 2018). Tal resultado pode ser explicado pelo fato de as mulheres serem mais firmes no monitoramento e a dívida ser um mecanismo de monitoramento dos custos de agência, impactando em maior assunção de dívidas para controlar as ações dos gestores, levando-os a assumir riscos necessários e projetos mais rentáveis (Rossi et al., 2018).

Schmiliver, Teixeira, Brandão, Andrade e Jucá (2019) relatam que a presença de mulheres na diretoria e no conselho de administração das empresas conferem as empresas maior retorno (percentual de 1% de aumento com presença feminina na diretoria e nos conselhos de administração). O aumento do retorno sobre o ativo da empresa (ROA) foi de 0,07%, o que segundo os mesmos autores é pela presença feminina nos conselhos o que representa aumento no valor da empresa. Santos, Santos, Seara, Torquato e Scarpin (2019) verificaram que nos conselhos de administração em que existe a participação de mulheres, a

estrutura de capital apresenta redução do índice PC/PNC, demonstrando aversão ao endividamento e risco financeiro.

Silva e Martins (2017) analisaram a influência da presença feminina nos conselhos de administração sobre o desempenho da organização e por meio do Q de Tobin e Retorno Sobre o Ativo (ROA) e comprovaram que quando se compara empresas com participação feminina no órgão o desempenho comportarivo é significativo. Os mesmos autores apontaram que do ponto de vista de mercado, quando o conselho tem mais de uma mulher, a relação entre o risco e a presença feminina apresentam uma relação mais intensa, o que sugere que as empresas com ao menos duas mulheres em seus conselhos tendem a apresentar o risco de mercado menor.

Diante disto, a presente pesquisa avalia o risco de mercado propondo a seguinte hipótese:

**H1a:** A presença feminina nos conselhos de administração diminui o risco de mercado da empresa.

**H1b:** A presença feminina nos conselhos de administração diminui o risco financeiro das empresas

### 3 METODOLOGIA

Os dados das empresas de capital aberto presentes na B3 S/A foram coletados por meio da plataforma do *software* Economática® e na *Refinitiv Eikon*®. Foram excluídos da amostra as empresas dos setores financeiros e outros, conforme a classificação setorial do Ibovespa. Além disso, foram excluídas empresas que apresentam patrimônio líquido negativo.

O percentual de mulheres presentes nos conselhos foi obtido por meio da consulta aos relatórios de administração de cada uma das empresas no website da B3 S/A e na base do Refinitiv Eikon, sobre o número total de administradores entre 2015 e 2019. O ano de 2020 não foi considerado por conta da pandemia do COVID-19, o que influenciaria nos resultados, trazendo observações desnecessárias visto que a pandemia não é foco do presente estudo.

Todas as variáveis quantitativas foram *winsorizadas* ao nível de 1% de significância com o objetivo de obter dados mais comparáveis. O estudo possui uma amostra de um total de 60 empresas analisadas por ano com 286 observações.

**Tabela 1. Variáveis do Estudo**

Variável	Descrição	Operacionalização	Referência
<b>Variável Dependente</b>			
BETA	Risco de mercado	Risco de mercado do período	Faccio et al (2016), Chern et. al. (2017), Zuchi et. al. (2021)
LEV	Alavancagem	$Lev_i = \frac{(PC + PNC)}{AT}$	Faccio et al (2016), Chern et. al. (2017), Zuchi et. al. (2021)
<b>Variável de Interesse</b>			
FEM	Presença feminina	% de presença feminina que compõe o board	Faccio et al (2016), Chern et. al. (2017), Zuchi et. al. (2021)
<b>Variáveis de controle</b>			
TAM	Logaritmo natural do Ativo Total	$Ln(Ativo Total_{it})$	Faccio et al (2016), Chern et. al. (2017), Zuchi et. al. (2021)
MTB	Market-to-Book	$MTB_i = \frac{Vlr\ de\ Mercado_i}{PL_i}$	Chern et. al. (2017)
LPA	Lucro por ação	$LPA = \frac{LL}{QA}$	Faccio et al (2016), Chern et. al. (2017), Zuchi et. al. (2021)

ROA	<i>Retorno sobre ativo</i>	$ROA = \frac{\text{Lucro Operacional}}{\text{Ativo Total Médio}}$	Faccio et al (2016), Chern et. al. (2017), Zuchi et. al. (2021)
BOARD	Conselho de Administração	$\ln(\text{Board Total})$	Faccio et al (2016), Chern et. al. (2017), Zuchi et. al. (2021)
LIQC	Liquidez Corrente	$Liqc = AC/PC$	Faccio et al (2016), Chern et. al. (2017), Zuchi et. al. (2021)

Fonte: Dados da pesquisa (2022)

Para responder as hipóteses do presente estudo **H1a** e **H1b** de que a presença feminina nos conselhos de administração diminuem o risco de mercado e o risco financeiro foi proposto modelo por meio da Equação (1):

$$RISK_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 FEM_{i,t} + \beta_2 BOARD_{i,t} + \beta_3 TAM_{i,t} + \beta_4 LPA_{i,t} + \beta_5 MTB_{i,t} + \beta_6 ROA_{i,t} + \beta_7 LIQC_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

Em que:

$RISK_{i,t}$  = Variável dependente de risco da empresa  $i$  no período  $t$ .

$FEM_{i,t}$  = Percentual de mulheres no conselho de administração da empresa  $i$  no período  $t$ .

$BOARD_{i,t}$  = Logaritmo natural dos membros do conselho de administração da empresa  $i$  no período  $t$ .

$TAM_{i,t}$  = Logaritmo natural do ativo total da empresa  $i$  no período  $t$ .

$LPA_{i,t}$  = Lucro por ação da empresa  $i$  no período  $t$ .

$MTB_{i,t}$  = Índice *Market-to-Book* da empresa  $i$  no período  $t$ .

$LIQC_{i,t}$  = Índice de Liquidez Corrente da empresa  $i$  no período  $t$ .

## 4 RESULTADOS

### 4.1 Estatística descritiva e correlação de Pearson

A análise das variáveis aponta que o Beta (risco de mercado) apresenta média de 0,88, ou seja, menor do que 1 e considerando que o menor seria sinal de menor exposição ao risco de mercado (Tabela 2) e está em consonância aos resultados dos estudos de Zuchi et al.(2021) e Perryman et al. (2016). Os autores encontraram significância ao relacionar a presença feminina nos conselhos de administração e a redução do risco de firma mensurados por meio do Beta.

Em relação a alavancagem financeira, a média foi de 0,60 apontando que a operação tem menores alavancagem financeira e endividamento, como Martin-Ugedo et. al. (2018) também detectaram em seu estudo. A variável de presença feminina (FEM) apresenta média de 8,43%, de mulheres no conselho de administração, números superiores aos achados de Zuchi et al. (2021), 7% e, corroborando Mendonça et al. (2018) que apontam que, em geral, a inserção feminina não ultrapassa níveis maiores do que 10% dos conselhos (Tabela 2). Já as empresas analisadas possuem um conselho de administração (BOARD) com média de 9,55.

Em relação a variável TAM, que determina o tamanho das empresas, a média é de 16,82 no período analisado e lucros por ação apresentam média de 0,60 por ação. Além disso, o *Market-to-book* (MTB) que é a relação entre o valor de mercado e o patrimônio líquido das empresas, apresenta índice médio de 2,76, o que representa que os investidores pagam em média R\$2,76 por cada R\$1,00 registrado no patrimônio líquido da empresa (Tabela 2).

A rentabilidade do ativo (ROA) para as empresas analisadas mostrou média de 4,04, resultado oposto ao de Zuchi et al.(2021) em que essa mesma análise representava -1,367 a nível de 1% de significância, o que pode demonstrar que a presença feminina nos conselhos de administração aponta para um retorno nos investimentos. A liquidez corrente (LIQC) apresenta média de 1,76, o que parece ser positivo pois é relacionado ao ativo circulante da empresa, ou seja, em curto prazo, todas as dívidas das empresas podem ser quitadas, se necessário (Tabela 2).

A Tabela 3 apresenta a Correlação de Pearson em que as variáveis não mostram forte correlação entre si, portanto diminui a incidência de problemas de multicolinearidade dos dados que compõem o modelo. As variáveis apresentadas correlação moderada e baixa com grau de significância a 1%.

O tamanho das empresas (TAM) que é uma medida importante apresentou correlação fraca (0,2124), alavancagem financeira (0,2973), presença feminina (0,0615) e conselho de administração (BOARD) (0,3384). Destaca-se que a variável de presença feminina (FEM) com relação ao Beta apontou correlação fraca (0,0723) e quando relacionada à alavancagem financeira (LEV) demonstrou um correlação fraca negativa (-0,1645) a nível de 5% de significância (Tabela 3).



**Tabela 2. Estatística descritiva**

Variable	Obs	Mean	Std.Dev	Min	Max
BETA	286	0,8805346	0,5934658	-,1549397	3,066857
LEV	286	0,6024129	0,1724099	0,2131519	0,9667957
FEM	286	8,428854	9,273501	0	42,85714
BOARD	286	9,548951	3,303807	3	22
TAM	286	16,82135	1,225419	13,9942	20,57299
LPA	286	0,60927	2,327639	-10,67665	7,908365
MTB	286	2,762765	2,645779	,1337269	14,80922
ROA	286	4,039846	6,461865	-16,67574	32,84884
LIQC	286	1,763328	0,8289072	,5805526	5,083434

Legenda: BETA- risco de mercado, LEV – alavancagem financeira, FEM – presença feminina, BOARD – conselhos de administração, TAM – logaritmo natural do ativo total, LPA- lucro por ação, MTB – Market-to-book, ROA- retorno sobre o ativo e LiqC – liquidez corrente.

Fonte: Dados da pesquisa (2022)

**Tabela 3. Correlação de Pearson**

	BETA	LEV	FEM	BOARD	TAM	LPA	MTB	ROA	LiqC
BETA	1,0000								
LEV	0,0397	1,0000							
FEM	0,0723	-0,1645*	1,0000						
BOARD	0,0536	0,1194**	0,0856	1,0000					
TAM	0,2124***	0,2973***	0,0615	0,3384***	1,0000				
LPA	-0,0588	-0,2040***	0,0398	-0,0334	0,0691	1,0000			
MTB	-0,2339***	0,2704***	0,0695	-0,0393	-0,2317***	0,0452	1,0000		
ROA	-0,2308***	-0,4574***	0,0667	-0,0953	-0,2492***	0,6819***	0,2066***	1,0000	
LIQC	-0,0082	-0,4231***	0,0477	-0,0789	-0,2625***	0,0092	-0,2135***	0,1463**	1,0000

Legenda: BETA- risco de mercado, LEV – alavancagem financeira, FEM – presença feminina, BOARD – conselhos de administração, TAM – logaritmo natural do ativo total, LPA- lucro por ação, MTB – Market-to-book, ROA- retorno sobre o ativo e LIQC – liquidez corrente.

Fonte: Dados da pesquisa (2022)

\*\*\* p<0,01, \*\* p<0,05, \* p<0,10

## 4.2 Teste do modelo de regressão e discussão dos resultados

Para melhor definição do estimador dos dados em painel foram realizados testes de pressupostos (Tabela 4). Nos pressupostos foram realizados três testes: (i) o teste de normalidade dos resíduos de *Shapiro-Francia* que apresentou p-valor = 0,00001, o que demonstra que os resíduos não apresentam comportamento normal. Tal fato aponta que os resultados obtidos não podem ser generalizados, sendo limitados as empresas presentes na amostra pesquisada.

**Tabela 4. Testes dos Pressupostos da regressão**

Descrição	Teste	p-valor
Normalidade dos Resíduos	Shapiro-Francia	0,00001
Heterocedasticidade	Breusch-Pagan	0,0002
	White	0,0000
Multicolinearidade	<i>Vif</i>	1,52

Fonte: Dados da pesquisa (2022)

O (ii) teste de heterocedasticidade de Breusch-Pagan e White apresentou p-valor de 0,0002 e 0,0000 respectivamente, que identificaram problemas na variância (Tabela 4). Para que corrigir os problemas no modelo foi efetuada a regressão com erros-padrões robustos, que conforme Fávero e Belfiore (2017), resolvem o problema. Ainda foi realizado o (iii) teste *vif* para analisar a multicolinearidade dos dados, com valor de 1,52, o que aponta que o modelo não apresentou multicolinearidade, que conforme Fávero e Belfiore (2017), valores menores do que 4,00 não representam multicolinearidade.

## 4.3 Resultados dos testes de hipóteses

Os resultados do modelo estatístico estão apresentados na Tabela 5 e apontam que a **H1a** deve ser aceita, com nível de significância de 5%, demonstrando que a presença feminina influencia no risco de mercado (BETA). Portanto a presença feminina nos conselhos de administração possui influência (coef. = 0,006) no risco de mercado.

A **H1b** apresentou resultado negativo e significativo ao nível de 1%, desta forma a hipótese é aceita, ou seja, a presença feminina nos conselhos influencia (coef. = -0,003) na diminuição do risco financeiro (LEV) em consonância com Terjesen & Singh (2008) e Derjadin (2009). Ainda, Segura et al. (2016) encontraram relação positiva e significativa a nível de 5% de significância entre a relação de presença feminina de mulheres no conselho de administração e resultados. Wahid (2019) constatou que o impacto da presença feminina do conselho na má conduta financeira e verificou que empresas com conselhos diversificados cometem menos erros de relatórios e se envolvem em menos fraudes, sendo portanto uma influência positiva.

Em relação as variáveis de controle, o tamanho do conselhos de administração (BOARD) os resultados demonstram que não houve efeito significativo do conselho de administração no risco de mercado e financeiro, o que corrobora Segura et al. (2016) que também não encontrou relação significativa.

**Tabela 5. Teste de Hipótese**

VARIABLES	BETA	LEV
FEM	0,006** (0,003)	-0,003*** (0,001)
BOARD	-0,030 (0,133)	0,008 (0,026)
TAM	0,053 (0,036)	0,029*** (0,008)

LPA	0,028* (0,016)	0,011** (0,005)
MTB	-0,037*** (0,014)	0,026*** (0,003)
ROA	-0,023*** (0,008)	-0,015*** (0,002)
LIQC	0,012 (0,056)	-0,040*** (0,011)
Constant	0,168 (0,614)	0,172 (0,134)
Observations	284	284
R-squared	0,119	0,501
Adj, R-squared	0,097	0,488
F test	6,527	33,522

Legenda: FEM – presença feminina, BOARD – conselhos de administração, TAM – logaritmo natural do ativo total, LPA- lucro por ação, MTB – Market-to-book, ROA- retorno sobre o ativo e LIQC – liquidez corrente.

Robust standard errors in parentheses

\*\*\* p<0,01, \*\* p<0,05, \* p<0,10

Fonte: Dados da pesquisa (2022)

Em relação ao tamanho das empresas, não foi encontrado efeito significativo no risco de mercado (BETA), já ao analisar o tamanho da empresa (TAM) se detectou influência significativa nos índices de alavancagem financeira (LEV) ao nível de significância de 1%, inferindo que o tamanho da empresa (TAM) influencia na diminuição dos riscos. Scapin et al. (2013) observaram que a pouca presença de mulheres no conselho de administração apresenta influência nos resultados da empresa.

O lucro por ação (LPA) apresenta influência significativa com as duas medidas de risco analisadas neste estudo, o risco de mercado (BETA) e o risco financeiro (LEV) ao nível de 10% e 5% respectivamente, reforçando os resultados de Srinidh, Gul e Tsui (2011). Carter et al. (2003) forneceram evidências importantes de uma relação positiva entre a diversidade do conselho de administração e o valor da empresa afirmando as hipóteses aqui propostas.

O *Market-to-book* (MTB) apresenta influência significativa ao nível de 1%, porém em relação ao risco de mercado (BETA) o valor do coeficiente foi negativo (coef. = -0,037) e para o risco financeiro apresenta coeficiente positivo (coef. = 0,026). O ROA apresenta influência negativa e significativa ao nível de 1% nas duas medidas de risco analisadas, resultados semelhantes aos de Eduardo (2019), que rejeitou sua hipótese pela percentagem de mulheres nos conselhos de administração não terem resultados positivos quando relacionados ao ROA.

Quanto à liquidez corrente (LIQC) não foi encontrada influência no risco de mercado, porém apresenta influência significativa em relação ao risco financeiro com nível de significância de 1% e coeficiente de -0,040. Os dados parecem demonstrar que em curto prazo, todas as dívidas das empresas tem capacidade de serem quitadas mas não os relaciona somente a presença de mulheres nos conselhos administrativos para obtenção de tal resultado.

## 5 CONCLUSÕES

O presente estudo buscou avaliar se a presença de mulheres nos conselhos de administração diminuem o risco de mercado ou risco financeiro das empresas analisadas. Neste contexto foram analisados os dados dos conselhos de administração e relatório das empresas para afirmar se há relação entre os riscos financeiros e de mercado.

Os resultados apontaram que a presença feminina possui influência no risco de mercado e financeiro. Ao analisar o risco de mercado se constatou que em relação a presença feminina os resultados foram positivos assim como a variável de lucros por ação das empresas analisadas,

em relação as métricas de conselho de administração, tamanho das empresas e liquidez corrente não houve relação significativa.

Apesar de diferentes estudos demonstrarem que as mulheres são mais cautelosas, e que suas decisões causariam mais confiança ao mercado (Riley e Chow, 1992) o presente estudo não encontrou essa relação. Acredita-se que por conta da presença feminina ainda ser pequena nos conselhos de administração, os resultados não se apresentarem evidentes, contudo ao se analisar a relação da presença feminina influenciar na diminuição do risco financeiro, os resultados parecem apontar uma relação. Apesar da presença feminina, ROA e liquidez corrente apresentarem resultados significativamente negativos, o tamanho dos conselhos, lucro por ações e *Market-to-book* foram significativos e positivos. Os resultados relacionados ao tamanho dos conselhos pode ser relacionado a nível de empresas maiores, quanto maior a empresa, menor será o risco financeiro. Os lucros por ações e o *Market-to-book* foram variáveis que apresentaram folga financeira, apontando e certificando a aceitação da hipótese de diminuição de risco financeiro.

Porém, é necessário observar que o Brasil ainda possui um longo caminho a percorrer no que tange a equidade de gênero relacionado a ocupação de cargos de alta gestão nas organizações. A constatação é que o país está ainda abaixo da média mundial quando se trata da presença feminina nos cargos do conselho de administração, CEOs e CFOs.

A pesquisa apresenta limitações, não podendo os dados serem generalizados pois os os resíduos apresentaram um comportamento não normal. Ainda, podemos citar como limitação a baixa porcentagem de mulheres que ocupam cargos no conselho de administração.

Como sugestão para estudos posteriores, sugere-se uma análise longitudinal com as empresas que apresentam mulheres em cargos de alta gestão, como por exemplo CEO e CFO e sua relação com a diminuição dos riscos empresariais. Outra vertente de pesquisa seria uma possível análise do ponto de vista do investidores com relação aos lucros de empresas geridas por mulheres.

## REFERÊNCIAS

- Adams, R. B., & Ferreira, D. (2009). Women in the boardroom and their impact on governance and performance. **Journal of financial economics**, 94(2), 291-309.
- Brugni, T. V., Fávero, L. P. L., Klotzle, M. C., & Pinto, A. C. F. (2018). Conselhos de administração brasileiros: uma análise à luz dos formulários de referência. **Advances in Scientific and Applied Accounting**, 146-165.
- Cardoso, A., & Hanashiro, D. M. M. (2018). Percepção masculina sobre as barreiras das mulheres executivas. **Revista Pretexto**, 73-89.
- Caron, Filipe Nazzari (2016). **O impacto de notícias de entrada de mulheres em conselhos de administração: um estudo de evento**: um estudo de evento. Um estudo de evento. Disponível em <[http://www.repositorio.jesuita.org.br/bitstream/handle/UNISINOS/6158/Filipe%20Nazzari%20Caron\\_.pdf?sequence=1&isAllowed=y](http://www.repositorio.jesuita.org.br/bitstream/handle/UNISINOS/6158/Filipe%20Nazzari%20Caron_.pdf?sequence=1&isAllowed=y)>. Acesso em: 01 mar. 2022.
- Carter, D. A., Simkins, B. J., & Simpson, W. G. (2003). Corporate governance, board diversity, and firm value. **Financial review**, 38(1), 33-53.
- Carvalho, S. R. (2004). Os múltiplos sentidos da categoria "empowerment" no projeto de Promoção à Saúde. **Cadernos de Saúde Pública**, 20, 1088-1095.

Chong, L. L., Ong, H. B., & Tan, S. H. (2018). Corporate risk-taking and performance in Malaysia: the effect of board composition, political connections and sustainability practices. **Corporate Governance: The International Journal of Business in Society**.

Costa, L., Sampaio, J. D. O., & Flores, E. S. (2019). Diversidade de gênero nos conselhos administrativos e sua relação com desempenho e risco financeiro nas empresas familiares. **Revista de Administração Contemporânea**, 23, 721-738.

De Oliveira Zucchi, C. V., Brugni, T. V., Nossa, S. N., & Beiruth, A. X. (2021). MULHERES NO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO E O RISCO DA FIRMA. **Revista Mineira de Contabilidade**, 22(1), 13-26.

De Paula, A. C. P., Waltrick, M. S., & Pedroso, S. M. Sustentabilidade organizacional: Desafio dos gestores frente às questões ambientais. **Sustentabilidade e responsabilidade social**, 6..

Deloitte (2022). **Women in the boardroom: A global perspective**. 7 edição. Disponível em <<https://www2.deloitte.com/global/en/pages/risk/articles/women-in-the-boardroom-a-global-perspective-seventh-edition.html>>. Acesso em 07 de mar. de 2022.

Eduardo, Adelina Mvemba Teresa (2019). **Representatividade das Mulheres nos Conselhos de Administração das Empresas do PSI-20 e Impacto no Lucro**. Disponível em: [https://repositorio.iscte-iul.pt/bitstream/10071/19135/1/master\\_adelina\\_teresa\\_eduardo.pdf](https://repositorio.iscte-iul.pt/bitstream/10071/19135/1/master_adelina_teresa_eduardo.pdf). Acesso em: 03 mar. 2022.

Fabício, S. A., Dalcero, K., Ferreira, D. D. M., & Ribeiro, A. M. (2021). Mulheres CEO (Chief Executive Officer) e CFO (Chief Financial Officer): influência da presença feminina na qualidade dos accruals. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, 18(47), 72-90.

Fama, E. F., & French, K. R. (1992). The cross-section of expected stock returns. **the Journal of Finance**, 47(2), 427-465.

Fávero, L. P., & Belfiore, P. (2017). **Manual de Análise de Dados** (Elsevier (ed.); 1º).

Fernandes, Â. S (2007). **Análise empírica de fatores determinantes do risco sistemático das empresas brasileiras**. Dissertação de mestrado apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade de Brasília.

Fraga, J. B., & Silva, V. A. B. (2012). Diversidade no conselho de administração e desempenho da empresa: uma investigação empírica. **Brazilian Business Review**, 9(Especial), 58-80.

Gul, F. A., Hutchinson, M. R., & Lai, K. M. Y. (2013). Gender-Diverse Boards and Properties of Analyst Earnings Forecasts. **Accounting Horizons**, 27(3), 511–538.  
<https://doi.org/10.2308/acch-50486>

Gul, F. A., Srinidhi, B., & Ng, A. C. (2011). Does board gender diversity improve the informativeness of stock prices? **Journal of Accounting and Economics**, 51(3), 314–338.  
<https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2011.01.005>

Gregory, M. de (2009). The Oxford handbook of economic inequality. Salversa, W.; Nolan, B.; Smeeding, T. (Ed.). **Gender and economic inequality**. Oxford: OUP. p. 284-312.

Instituto Brasileiro De Governança Corporativa (IBGC) (2010). **Código das boas práticas para reuniões do conselho de administração**. São Paulo. Disponível em <<http://www.ibgc.org.br/userfiles/9.pdf>>. Acesso em: 23 de fevereiro de 2022.

Klenke, K. (2003). Gender influences in decision-making processes in top management teams. **Management Decision**, 41(10), 1024–1034. Acesso em: 12 jan. 2022. <https://doi.org/10.1108/00251740310509553>

Lazzaretti, K., Godoi, C. K., Camilo, S. P. O., & Marcon, R. (2013). Gender diversity in the boards of directors of Brazilian businesses. **Gender in Management: An International Journal**.

Luo, J. H., Xiang, Y., & Huang, Z. (2017). Female directors and real activities manipulation: Evidence from China. **China Journal of Accounting Research**, 10(2), 141-166.

Martinez, A. L. (1999). Buscando o valor intrínseco de uma empresa: revisão das metodologias para avaliação dos negócios. **Associação Nacional de Pós Graduação Em Administração**, 23.

Martín Ugedo, J. F., Mínguez Vera, A. & Palma Martos, Luis (2018). Female CEOs. Returns and Risk in Spanish Publishing Firms. **European Management Review**, 15(1), 111-120. Acesso em: 15 jan. 2022.: <https://doi.org/10.1111/emre.12132>.

Mendonça, F. P. de, Klotzle, M. C., Pinto, A. C. F., & Montezano, R. M. da S. (2012). A relação entre risco idiossincrático e retorno no mercado acionário brasileiro. **Revista Contabilidade & Finanças-USP**, 23(60), 246-257. Acesso em: 01 mar. 2022. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772012000300009>.

Perryman, A. A., Fernando, G. D., & Tripathy, A. (2016). Do gender differences persist? An examination of gender diversity on firm performance, risk, and executive compensation. **Journal of Business Research**, 69(2), 579-586. Acesso em: 19 jan. 2022. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2015.05.013>.

Pereira, Joana Santos Rodrigues (2013). **Mulheres nos conselhos de administração: medida social ou fonte de valor?**. Dissertação de Master in Finance. Disponível em: <https://repositorio-aberto.up.pt/bitstream/10216/75679/2/25356.pdf>. Acesso em: 10 novembro 2021.

Queiroz, P. R. C (2020). A pandemia, o home office e o trabalho das mulheres. Universidade Federal da Integração Latino-Americana Boletim do Centro Interdisciplinar de Letras e Artes – **Cila**, v. 2, n. 1..

Robbins, S.; Coulter, M. **Administração**. 5 ed. Rio de Janeiro: Prentice-Hall, 1998.

Rocha, Daniel. (2022). **Mulheres em cargos de liderança impulsionam agenda ESG. Entenda**. Estadão. Disponível em <<https://investidor.estadao.com.br/comportamento/mulheres-cargos-lideranca-impulsionam-esg/>>. Acesso em 07 de mar. de 2022.

Rose, C (2007). Does female board representation influence firm performance? The Danish evidence. **Corporate Governance**, New Jersey, v. 15, n. 2, p. 404-413. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2007.00570.x>.

Rossi, F., Cebula, R. J., & Barth, J. R. (2018). Female representation in the boardroom and firm debt: empirical evidence from Italy. **Journal of Economics and Finance**, 42(2), 315-338. Acesso em: 14 janeiro, 2021. <https://doi.org/10.1007/s12197-017-9397-7>.

Rost, K.; Osterloh, M (2009). You pay a fee for strong beliefs: homogeneity as a driver of corporate governance failure. **Social Science Research Network**, working papers series. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1304719>

Santos, Bruna dos; Santos, Debora Cristine dos; Seara, Lucas da Silva; Torquato, Matheus; Scarpin, Jorge Eduardo (2019). Relação da estrutura de capital e a diversidade de gênero no conselho de administração. **Brazilian Journals Of Business**. Curitiba, p. 1124-1140. Disponível em: <https://www.brazilianjournals.com/index.php/BJB/article/view/3923/3706>. Acesso em: 22 fev. 2022.

Schmiliver, Anie Levinbuk; Teixeira, Marcella Scaraficci; Brandão, Mariana Domingues; Andrade, Vitória Dantas; Jucá, Michele Nascimento (2019). A presença de mulheres cria valor às empresas? **Revista Pretexto**, [S.L.], v. 20, n. 3, p. 83-97.. ANPAD. <http://dx.doi.org/10.21714/pretexto.v20i3.6700>.

Segura, Liliane Cristina; Formigoni, Henrique; Abreu, Rute; Costa, Rogério Guedes (2016). A relação entre a presença de mulheres no conselho e gerenciamento de resultados nas companhias abertas brasileiras. **Redeca**, São Paulo, v. 3, n. 1, p. 106-119. Disponível em: <https://revistas.pucsp.br/index.php/redeca/article/view/29164/20483>. Acesso em: 02 mar. 2022.

Silva Júnior, Claudio Pilar da; Martins, Orleans Silva (2017). Mulheres no conselho afetam o desempenho financeiro? uma análise da representação feminina nas empresas listadas na BM&FBOVESPA. **Sociedade, Contabilidade e Gestão**, v. 12, n. 1.

Silva, A.; Margem, H. (2015). Mulheres em Cargos de Alta Administração Afetam o Valor e Desempenho das Empresas Brasileiras? **Rev. Bras. Finanças (Online)**, Rio de Janeiro, v. 13, n. 1.

Souza, J. C. F., Santos, P. H. D., & Andrade, V. M. M. (2017). Uso do Value-At-Risk (VaR) para Mensuração de Risco em Fundos de Investimento de Renda Fixa a Partir do Modelo Delta-Normal e Simulação de Monte Carlo. **Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade**. 7(1), 60-77. Acesso em: 20 dezembro 2021. <http://dx.doi.org/10.18028/rgfc>.

Wajnman, S., Rios-Neto, E (2000). **Quantas serão as mulheres: cenários para a atividade feminina**. In: BALTAR DA ROCHA, M. I. (org.). Trabalho e gênero: mudanças, permanências e desafios. São Paulo: Editora 34.

Westphal, J. D. & Milton, L. P. (2000). How experience and network ties affect the influence of demographic minorities on corpo-rate boards. **Administrative Science Quarterly**, 45(1), 366–398. Acessoem: 14 julho 2021. <http://dx.doi.org/10.2307/2667075>.

Zillman, C (2017). **The EU Is Taking a Drastic Step to Put More Women on Corporate Boards**. Disponível em: <http://fortune.com/2017/11/20/women-on-boards-eu-gender-q/quot/>. Acesso em: 20 janeiro 2022.

Zucchi, Cleyton Vilmar de Oliveira; Brugni, Talles Vianna; Nossa, Sylvania Neris; Beiruth, Aziz Xavier (2021). Mulheres no conselho de administração e o risco da firma. Revista Mineira de Contabilidade, [S.L.], v. 22, n. 1, p. 13-26. **Conselho Regional de Contabilidade de Minas Gerais**. <http://dx.doi.org/10.51320/rmc.v22i1.1145>.