

**Relação da estrutura de capital e a diversidade de gênero no conselho de administração****Capital structure relationship and gender diversity on the board**

Recebimento dos originais: 03/06/2019

Aceitação para publicação: 28/06/2019

**Bruna dos Santos**

Mestre em Contabilidade pela Universidade Federal do Paraná - UFPR

Instituição: Universidade Federal do Paraná - UFPR

Endereço: Av. Prefeito Lothário Meissner, 632 - Jardim Botânico,  
Curitiba-PR, CEP 80210-170

E-mail: bruna.81186@gmail.com

**Debora Cristine dos Santos**

Mestre em Contabilidade pela Universidade Federal do Paraná - UFPR

Instituição: Universidade Federal do Paraná - UFPR

Endereço: Av. Prefeito Lothário Meissner, 632 - Jardim Botânico,  
Curitiba-PR, CEP 80210-170

E-mail: debora.crissantos@outlook.com

**Lucas da Silva Seara**

Mestrando em Contabilidade pela Universidade Federal do Paraná - UFPR

Instituição: Universidade Federal do Paraná - UFPR

Endereço: Av. Prefeito Lothário Meissner, 632 - Jardim Botânico,  
Curitiba-PR, CEP 80210-170

**Matheus Torquato**

Doutorando em Finanças e Administração pela Universidade de São Paulo

Instituição: Universidade Federal do Paraná - UFPR

Endereço: Av. Prefeito Lothário Meissner, 632 - Jardim Botânico,  
Curitiba-PR, CEP 80210-170

**Jorge Eduardo Scarpin**

Doutor em Controladoria e Contabilidade pela Universidade de São Paulo - USP

Instituição: Universidade Federal do Paraná - UFPR

Endereço: Av. Prefeito Lothário Meissner, 632 - Jardim Botânico,  
Curitiba-PR, CEP 80210-170

**RESUMO**

Ao longo da última década ocorreu um acréscimo significativo no número de mulheres pertencentes a equipes de alta administração. Nesse sentido, o comportamento em relação às decisões de investimento, risco e diferenças de gênero tem sido investigado pelo meio acadêmico (Barsky, Juster, Kimball, & Shapiro, 1997). O consenso nesses estudos é que as mulheres são mais avessas ao risco na tomada de decisões financeiras (Berger et al., 2014). Dada a necessidade de um maior número de investigações sobre gênero e estrutura de capital, apresentamos o seguinte problema de pesquisa:

qual a relação existente entre a diversidade de gênero no Conselho de Administração e a estrutura de capital? O estudo tem como objetivo verificar a relação entre a diversidade de gênero no Conselho de Administração e as tomadas de decisões quanto aos tipos de empréstimos e financiamentos (curto e longo prazo) e as fontes de capital.

**Palavras-chave:** Diversidade de Gênero, Estrutura de Capital, Conselho de Administração.

## **ABSTRACT**

Over the past decade there has been a significant increase in the number of women on senior management teams. In this sense, behavior regarding investment decisions, risk and gender differences has been investigated by academia (Barsky, Juster, Kimball, & Shapiro, 1997). The consensus in these studies is that women are more risk averse in financial decision making (Berger et al., 2014). Given the need for more research on gender and capital structure, we present the following research problem: What is the relationship between gender diversity on the Board of Directors and capital structure? The study aims to verify the relationship between gender diversity in the Board of Directors and decision-making regarding the types of loans and financing (short and long term) and the sources of capital.

**Keywords:** Gender Diversity, Capital Structure, Board of Directors.

## **1 INTRODUÇÃO**

Ao longo da última década ocorreu um acréscimo significativo no número de mulheres pertencentes a equipes da alta administração. Devido a esse aumento da participação feminina, pesquisadores começaram a investigar o impacto da atuação das mulheres em decisões corporativas, tais como financiamento, investimento, fusões e aquisições (MOHAN & CHEN, 2004, LEVI, LI, & ZHANG, 2008, HUANG & KISGEN, 2013).

Em geral, os autores acreditam que as decisões corporativas tomadas por mulheres são significativamente diferentes daquelas feitas por executivos do sexo masculino, no entanto, a evidência sobre a existência de um efeito de gênero na tomada de decisões corporativas é limitada e os resultados são mistos (Francis, Hasan, Park, & Wu, 2015). Nosso estudo tem como objetivo verificar a relação entre a diversidade de gênero no Conselho de Administração e a estrutura de capital das companhias. Esperamos encontrar uma relação entre a atuação de mulheres no alto escalão e as variáveis relacionadas a estrutura de capital.

Os administradores devem escolher investimentos para maximizar o valor de mercado da companhia. As teorias de finanças tradicionais propõem que as preferências e características de um tomador de decisão podem influenciar na seleção de investimentos de uma empresa (Faccio, Marchica, & Mura, 2016). Além disso, acredita-se que a diversidade da equipe de alta gerência desempenha um papel significativo na tomada de decisões dos conselhos empresariais, uma vez que os membros

heterogêneos são influenciados por diferentes experiências que permitem uma análise mais aprofundada dos processos (Berger, Kick, & Schaeck, 2014).

O comportamento em relação às decisões de investimento, risco e diferenças de gênero tem sido investigado por Barsky, Juster, Kimball, & Shapiro (1997), Jianakoplos & Bernasek (1998), Sundén & Surette (1998) e Agnew, Balduzzi, & Sunden (2003). O consenso nestes estudos é que as mulheres são mais avessas ao risco na tomada de decisões financeiras (Berger et al., 2014). Este é um assunto de pesquisa importante. Recentemente, várias empresas vêm, sob pressão pública, aumentando a diversidade de gênero em seus Conselhos de Administração, e países europeus, entre eles a Bélgica, França, Noruega e Itália, aprovaram uma legislação que exige maior presença de mulheres para determinadas empresas. Contudo, enquanto os estudos em economia e psicologia descobrem que as mulheres têm menos disposição ao risco do que os homens, não está claro se maior representação feminina significa que as empresas se envolvem em menos risco (Sila, Gonzalez, & Hagendorff, 2016).

Dada a necessidade de um maior número de investigações sobre gênero e estrutura de capital, apresentamos o seguinte problema de pesquisa: **Qual a relação existente entre a diversidade de gênero no Conselho de Administração e a estrutura de capital?**

Em face, este artigo contribui para as literaturas que envolvam temas sobre a diversidade de gênero, tomada de decisão de financiamento, finanças comportamentais e governança corporativas. Vale ressaltar que existe uma restrita quantidade de estudos similares em âmbito nacional e, dessa forma, a pesquisa acrescenta evidências de um assunto importante, mas ainda pouco explorado. Além disso, a pesquisa contribui para o campo profissional, a qual demonstra uma visão comportamental sobre fatores de aversão ao risco financeiro, ou seja, decisões que podem influenciar a estrutura de capital a partir da diversidade de gênero na gestão de topo das companhias. Nesse ponto, levanta-se a hipótese que investidores poderiam escolher representantes do Conselho de acordo com sua propensão ao risco.

Uma literatura substancial e crescente relaciona a estruturação do Conselho de Administração com resultados da empresa. Contribuímos para esta literatura examinando se a composição por gênero de uma diretoria afeta a estrutura de capital da companhia, documentando diferenças significativas no perfil dos participantes do Conselho de sexo feminino e masculino. A maioria dos estudos relacionando gênero e riscos são baseados em amostras de estudantes universitários ou em população gerais, não em executivos de topo (Adams & Ragnathan, 2013). Grande parte da literatura documenta que as mulheres são distintas dos homens em suas escolhas e preferências, mas pouco se sabe sobre diferenças de gênero no Conselho de Administração (Adams & Funk, 2012).

Recentes estudos sobre o tema apresentam diferentes achados. Farrell & Hersch (2005), usando um painel com aproximadamente 300 companhias, no período de 1990 a 1999, encontraram uma ligação inversa entre o risco da empresa, medido como o desvio padrão nos retornos mensais das ações, e mulheres na diretoria. Já o estudo de Adams & Funk (2012) mostra que as diretoras são benevolentes, preocupadas e menos orientadas para o poder do que os homens, porém são mais propensas a correr riscos do que os homens e assim, ter mulheres no Conselho não significa que a tomada de decisão será mais avessa ao risco. Sila et al. (2016) examinaram se a diversidade de gênero afeta o risco da empresa usando uma amostra de empresas dos EUA de 1996 a 2010, e não encontraram evidências de que a representação feminina no conselho de administração influencia a estrutura de capital.

O estudo está estruturado em cinco tópicos. O tópico seguinte compõe a revisão de literatura, abordando questões relacionadas a diversidade do Conselho de Administração e a estrutura de capital. No tópico três abordam-se os procedimentos metodológicos da pesquisa. Posteriormente são apresentadas a descrição e análise dos resultados. Por último, expõem-se as considerações finais da pesquisa.

## **2 REFERENCIAL TEÓRICO**

As dificuldades para a captação de recursos financeiros, os riscos do mercado e os benefícios fiscais são alguns dos aspectos a serem considerados pelos executivos financeiros nas decisões de estrutura de capital. Entretanto, essas decisões podem não ser apenas determinadas por fatores contextuais internos e externos, mas também por valores, objetivos, preferências e interesses dos sócios e administradores, que provocam impacto nas preocupações básicas de risco financeiro e controle da companhia (Procianoy & Schnorrenberger, 2004). Berger et al. (2014) destacam que pesquisadores da área de governança corporativa tem dedicado um enorme esforço para estudar os papéis e a composição do Conselho de Administração.

Os autores, apesar de acreditarem que a diversidade da alta gerência tem benefícios como, por exemplo, um processo de decisão mais detalhado, também informam que é possível que um quadro muito heterogêneo dificulte a comunicação entre os executivos, principalmente se os indivíduos vêm de origens muito diferentes, prejudicando a cooperação e restringindo a capacidade de tomar decisões adequadamente. Por outro lado, os conselhos que se caracterizam pela homogeneidade podem ser mais propensos a se envolverem em pensamentos de grupo, o que leva a decisões desequilibradas e afetam os resultados corporativos.

As pesquisas relacionadas à diversidade começaram a se concentrar na representação feminina nos Conselhos e em posições de alta gerência devido ao aumento de mulheres nesses cargos (Faccio et

al., 2016). Porém, estudo realizado por Farrell & Hersch (2005) revela que a probabilidade de uma empresa adicionar uma mulher ao seu conselho, em um determinado ano, é afetada negativamente pelo número de mulheres já atuando no conselho e aumenta substancialmente quando uma diretora deixa a administração de topo. Ao invés da demanda por executivas ser baseada no desempenho desenvolvido por elas, os resultados da investigação sugerem que as corporações respondem aos chamados internos ou externos à diversidade. Isso indica fortemente que a seleção da diretoria não é neutra em termos de gênero e que o maior número de diretoras não é apenas o resultado de um aumento na oferta de mulheres qualificadas, e sim uma resposta à pressão externa. Outro achado interessante a demanda por representação feminina, que independente do seu motivo, permite que as mulheres auto selecionem os conselhos para atuação, e assim, seria de se esperar que escolhessem empresas de melhor desempenho e menor risco, ficando difícil para empresas de baixo desempenho ou alto risco atraírem executivas qualificadas.

Em 1986, Joan W. Scott publicou um artigo que se tornou influente, propondo gênero como uma categoria útil para a análise histórica, e segundo as definições do autor, gênero é considerado uma organização social do relacionamento entre os sexos (Nova, 2012). Há uma série de argumentos positivos para a heterogenia na alta administração, apresentando benefícios para a entidade, como perspectivas mais amplas na tomada de decisão, maior criatividade, inovação e eficácia da liderança corporativa (Taylor Cox, 1991; Robinson & Dechant, 1997). Grupos heterogêneos têm diferentes conhecimentos e pontos de vista, permitindo uma abordagem mais vigorosa para debater e solucionar problemas no ambiente corporativo (Hoffman & Maier, 1961; Bantel & Wiersema, 1992).

Carter et al. (2003) relatam que diretores mulheres podem ter melhor compreensão do que os homens em determinados segmentos de negócios, e isso pode aumentar a criatividade e qualidade da gestão. Além disso, as mulheres em posições de alta gerência estimulam o desenvolvimento da carreira de outras mulheres em níveis mais baixos dentro das companhias, motivando e aumentando o compromisso organizacional (Smith, Smith, & Verner, 2005). Marinova, Plantenga, & Remery (2015) mencionam que as mulheres são diferentes, especificamente são mais avessas ao risco e se concentram na perspectiva de longo prazo. Dezso e Ross (2012) destacam que a participação feminina na gestão de topo pode ter implicações importantes para a competitividade de uma companhia, não apenas como um reflexo quanto ao gênero, mas especificamente por causa dos benefícios potenciais da própria diversidade de gênero. O argumento central para aumentar o número de mulheres em Conselhos de Administração é de que as mulheres agregam novas perspectivas valiosas que resultam em melhor desempenho corporativo (O'Reilly, 2012).

Por esses aspectos positivos, notadamente é reconhecida a relevância da composição equilibrada de homens e mulheres em cargos executivos, no entanto, algumas pesquisas comprovam a baixa participação feminina em posições de liderança. A consultoria McKinsey&Company, em 2013, realizou levantamento com 345 companhias de seis países da América Latina constatando que somente 8% das mulheres pertencem a comitês executivos e 5% ocupam cargos de diretoria (Souza, 2014). O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, com dados de 2011 de companhias brasileiras listadas em bolsa demonstrou que 66,3% não possuem uma única mulher no conselho de administração (IBGC, 2010). A relativa escassez de mulheres na alta administração é uma questão política emergente. Vários países estão estabelecendo metas de equilíbrio da força de trabalho de gênero, quotas nos conselhos corporativos e papéis de liderança (Noland, Moran & Kotschwar, 2016).

Mais recentemente, estudiosos começaram a investigar como o gênero dos executivos afeta a tomada de decisão corporativa. Em mercados de capital perfeitos, os gerentes devem escolher investimentos para maximizar o valor da empresa, e neste cenário, preferências e características dos gestores e proprietários não desempenham qualquer papel na escolha de investimento. As teorias de finanças tradicionais propõem informações de agência e assimétricas como formas pelas quais as preferências e características de um tomador de decisão podem desempenhar um papel na seleção de investimento de uma empresa. Explicações adicionais incluem diferenças na aversão ao risco entre os gêneros, excesso de confiança, desigualdade nas estruturas de incentivos, diversidade no risco de desemprego, bem como as normas sociais relacionadas ao papel das mulheres em uma determinada sociedade (Faccio et al., 2016).

Huang & Kisgen (2013) pesquisaram como diferenças de gênero dos CFOs (Chief Financial Officer) afetam decisões empresariais financeiras e de investimento e descobriram que as companhias sob o controle de CFOs mulheres crescem mais lentamente do que as controladas por CFOs masculinos e que as CFOs femininas são menos propensas a fazer um número significativo de aquisições. Constataram também que as diretoras financeiras são menos dispostas a emitir dívida e colocam limites mais amplos nas estimativas de ganhos. Essas evidências sugerem que os homens exibem relativo excesso de confiança em tomada de decisão corporativa em comparação com as mulheres, e que elas são mais avessas ao risco.

Existe uma grande literatura experimental que examina a aversão ao risco entre homem e mulher. No levantamento dessas evidências, Croson & Gneezy (2009) identificam diferenças robustas nas preferências de risco e demonstram que as mulheres são de fato mais avessas ao risco do que os homens, porém sugerem que esta conclusão não pode ser generalizada ao nível gerencial ou populações profissionais, por causa da auto seleção ou comportamento adaptativo para o trabalho. Relatam também

que é difícil a participação de os gestores em experimentos, então as evidências sobre diferenças de gênero no nível gerencial são escassas. Corroborando, Johnson & Powell, (1994), em seu estudo sobre tomada de decisão, descobrem que as mulheres são mais avessas ao risco em seus hábitos de apostas, no entanto, concluem que não se pode inferir como as gestoras se comportarão em relação ao risco observando as mulheres que não são gerentes.

Renee B Adams & Funk (2012) acreditam que há diferença nas características psicológicas entre mulheres que são diretoras e as que não são, porque uma carreira que leva a diretoria, segundo os autores, não é convencional para as mulheres, e as que optam por prosseguir até o alto escalão, já se adaptaram a uma cultura dominada pelos homens e podem ser as que são menos avessas ao risco. Em um estudo com uma amostra de estudantes de economia, finanças e negócios, Deaves, Luders, & Luo (2009) apontam que mulheres atraídas por disciplinas consideradas masculinas podem ser diferentes da população em geral, ou seja, é plausível que as mulheres executivas possuam características distintas que as ajudaram a subir a escada corporativa e se tornarem diretoras.

Evidências sobre a existência de diferenças de gênero na tomada de decisões de negócios decorrem da literatura de psicologia geral e estudos demográficos específicos de subgrupos de populações profissionais e gerenciais (Powell & Ansic, 1997). Esses estudos demonstram que as mulheres tendem a ser mais avessas ao risco do que os homens. Uma meta-análise de 150 estudos sobre comportamentos de risco, realizada por Byrnes, Miller, & Schafer (1999), indica que os homens são mais dispostos a participar em experiências arriscadas e jogos de azar. Jianakoplos & Bernasek (1998) descobrem que as mulheres solteiras são mais avessas ao risco do que os homens solteiros nas decisões de investimento familiares, Sundén & Surette (1998) relatam que as mulheres são menos propensas a manter a maioria de seus ativos em ações e Bernasek & Shwiff, (2001) também descobrem que as mulheres alocam sua renda de forma mais conservadora do que os homens (Sila et al., 2016). Powell & Ansic (1997) examinaram se as diferenças de gênero na propensão ao risco e na estratégia na tomada de decisões financeiras podem ser vistas como traços gerais, ou se elas surgem devido a fatores de contexto, e os resultados mostram que as mulheres são menos propensas ao risco e que homens e mulheres adotam diferentes estratégias em ambientes financeiros de decisão.

Não existe consenso universal sobre os efeitos de gênero em contextos estratégicos e competitivos, e sim evidências generalizadas e consistentes de que há diferenças de gênero na tomada de risco em outros cenários (García-Gallego, Georgantzís, & Jaramillo-Gutiérrez, 2012). O pressuposto é que as mulheres são mais avessas ao risco do que os homens (Perryman, Fernando, & Tripathy, 2016). Powell & Ansic (1997) argumentam que os achados das pesquisas anteriores a 1980 foram fundamentais para estabelecer uma visão dominante de que existem diferenças substanciais de gênero

na natureza e nos resultados das decisões de gestão envolvendo risco. Esses estudos, segundo os autores, sugerem que as mulheres são menos confiantes e agressivas, mais cautelosas, fáceis de persuadir e possuem habilidades inferiores de liderança e resolução de problemas ao tomar decisões sob risco em comparação com os homens.

Em finanças corporativas tem sido estudada a diversidade de gênero, mas não de forma tão ampla como em psicologia e outros campos (Huang & Kisgen, 2013). A maior parte da pesquisa sobre gênero se concentra na rentabilidade e performance. Renée B. Adams & Ferreira (2009), por exemplo, descobriram que mulheres no Conselho de Administração melhoram a governança corporativa, mas diminuem o desempenho da empresa. Krishnan & Parsons (2008) e Labelle, Gargour, & Francoeur (2010) concluíram que a diversidade de gênero na alta administração está positivamente relacionada à qualidade dos rendimentos, assim como a pesquisa realizada por Srinidhi, Gul, & Tsui (2011). No entanto, há um número limitado de estudos sobre o impacto da representação feminina no Conselho de Administração no risco empresarial, porém, é persistentemente encontrada, tanto na literatura geral quanto na específica de negócios, uma menor preferência por risco entre as mulheres (Powell & Ansic, 1997; Sila et al., 2016).

Faccio, Marchica, & Mura (2016) realizaram estudo sobre como o gênero do CEO (Chief Executive Officer) se relacionava com as decisões de risco tomadas pelas companhias, no período de 1999 a 2009, com uma amostra que envolve 18 países e com três variáveis para o risco: alavancagem, ROA e probabilidade de sobrevivência da companhia. Foi concluído que as empresas administradas por CEO's mulheres tendem a fazer opções de financiamento e investimento que são menos arriscados do que as de outras empresas similares dirigidas por CEO's do sexo masculino. Pesquisa realizada por Matsa & Miller (2013) examinou a introdução das cotas de gênero em 2006 na Noruega, comparando as empresas afetadas com outras não afetadas, públicas e privadas. Foi explorado o efeito da cota na alavancagem das companhias como um indicador de risco corporativo. Embora entre a população em geral as mulheres sejam tipicamente mais avessas ao risco do que os homens, diretoras no Conselho de Administração, segundo esse estudo, podem até ser mais amantes do risco.

Os resultados do estudo de Perryman et al.(2016), com o objetivo de examinar como o aumento na diversidade de gênero para os principais executivos pode influenciar os comportamentos de risco assumidos pela empresa, o desempenho e as diferenças de remuneração, sugerem que o aumento da diversidade de gênero no alto escalão tanto reduz o risco quanto e aumenta o desempenho. É constatado também que a diversidade de gênero modera a diferença salarial entre homens e mulheres, que diminui à medida que o número de mulheres na equipe de alta gerência aumenta. Por meio de dois experimentos laboratoriais computadorizados.

Em relação ao setor bancário, pouco se sabe sobre como as características demográficas das equipes executivas afetam a estrutura de capital (Berger et al., 2014). Estudos realizados nesse setor (Adams & Ragunathan, 2013 e Berger et al., 2014) concluem que os bancos com mais mulheres em seus conselhos assumem mais riscos do que os bancos com menos membros femininos no conselho de administração. A pesquisa de Berger et al. (2014) abrange o período de 1994 a 2010, uma amostra de 3.525 bancos e investiga como a idade, o gênero e a composição educacional das equipes executivas afetam o risco das instituições financeiras. Foram três as principais conclusões: as diminuições na idade média da diretoria eleva fortemente o risco; nos três anos seguintes ao aumento da representação feminina o risco se intensificou; maior nível de escolaridade está associado a uma redução do risco. Adams & Ragunathan (2013) pesquisaram 365 bancos e descobriram que os bancos com mais diretores do sexo feminino não se envolveram em menos atividades de risco no período de crise e não tiveram menor risco do que outros bancos. Sapienza, Zingales, & Maestripieri (2009) afirmam que mulheres que entram no setor financeiro são menos avessas ao risco do que as mulheres que entram em outras áreas. Isto sugere que as conclusões do setor bancário sobre a relação risco e gênero podem não se aplicar a outros ramos.

A partir dessas pesquisas, que fornecem evidências da relação entre diversidade de gênero na alta gestão e a estrutura de capital, formulamos nossa hipótese: Há uma relação entre diversidade de gênero no Conselho de Administração e estrutura de capital. A definição da hipótese foi consistente com dados e métodos dos artigos anteriores.

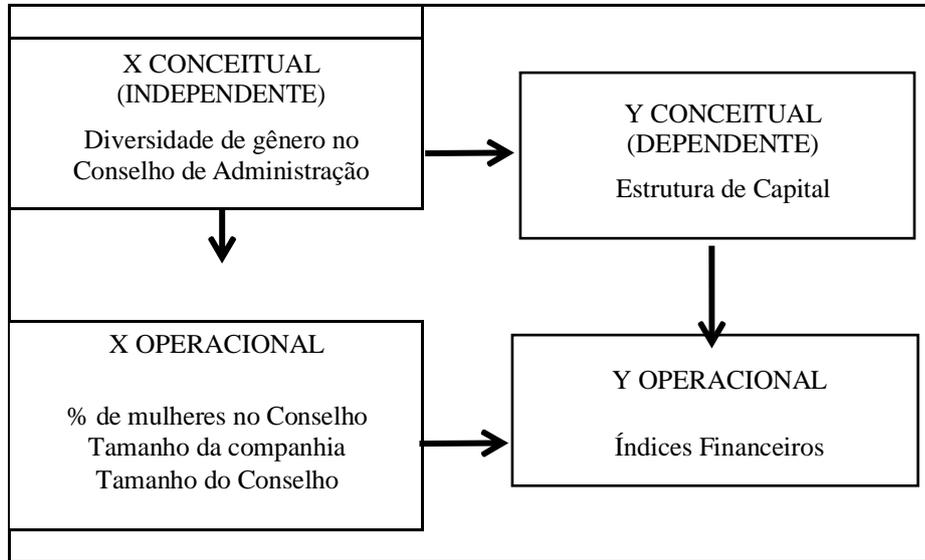
### **3 METODOLOGIA**

O presente estudo caracteriza-se como uma pesquisa exploratória e, quanto à abordagem do problema, é classificado como quantitativo. Após a quantificação e mensuração dos dados foram aplicados os testes estatísticos de correlação e regressão mínimos quadrados ponderados. Em relação aos procedimentos adotados nesse estudo, realizamos uma pesquisa documental, visto que as informações foram extraídas das demonstrações financeiras relativas ao ano de 2015, disponível no sistema *Bloomberg*®.

A partir das empresas listadas na Bolsa de Valores de Nova Iorque – NYSE iniciou-se a seleção da amostra. Da amostra inicial de 2.113 companhias foram excluídas 471 instituições do setor bancário e financeiro, o que corresponde a 22,29% da listagem inicial, devido as peculiaridades de alavancagem dessas empresas. Além dessas, foram excluídas 465 companhias por indisponibilidade de informações das variáveis analisadas no estudo, portanto, a amostra resultou em 1.177 empresas.

Para melhor compreensão, é apresentada a figura 1 baseado nos estudos de Libby, Bloomfield, & Nelson, (2002), explicando o que será realizado na pesquisa.

**Figura 1 - Estrutura de validade preditiva**



Fonte: adaptado de Libby, Bloomfield e Nelson (2002)

A variável dependente ( $Y$ ) é referente à estrutura de capital, mensurado por meio das 6 variáveis de índices financeiros. Os índices foram selecionados a partir do estudo de Procianny & Schnorrenberger (2004), que teve como objetivo testar a existência de relação entre a estrutura de controle e as decisões de estrutura de capital das empresas brasileiras negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo entre 1995 e 2000.

A variável independente ou explicativa é a diversidade de gênero no Conselho de Administração, verificada por meio do percentual de mulheres no Conselho. Outras características das empresas foram consideradas como variáveis de controle, no modelo de regressão mínimos quadrados ponderados. Estas variáveis de controle consistem no tamanho da companhia, identificado pelo logaritmo natural do total de ativos e o número de membros do Conselho.

Os dados utilizados para a análise estatística foram retirados das demonstrações financeiras e dos históricos das empresas que constavam na plataforma *Bloomberg*®. Foram consideradas as variáveis demonstradas e explicadas na Tabela 1.

**Tabela 1 - Variáveis utilizadas no estudo**

Variável Dependente	Operacionalização	Base Teórica
---------------------	-------------------	--------------

<p>PNC+PC/PL</p> <p>Passivo Não Circulante + Passivo Circulante/ Patrimônio Líquido</p>	<p>Revela os níveis totais de uso de capital de terceiros, composto pelas fontes de curto prazo (Passivo Circulante) e longo prazo (Passivo Não Circulante), em relação aos capitais próprios (Patrimônio Líquido). Esse indicador, mantidas as demais variáveis constantes, possibilita reconhecer o grau de risco financeiro, pois quanto maior for seu índice maior é a dependência e o uso dos recursos de terceiros pela companhia.</p>	<p>Procianoy &amp; Schnorrenberger (2004)</p>
<p>PC/PNC+PL</p> <p>Passivo Circulante/ Passivo Não Circulante + Patrimônio Líquido</p>	<p>Apresenta a relação estabelecida entre as fontes de recursos de curto prazo (Passivo Circulante) e as de longo prazo (Passivo Não Circulante e Patrimônio Líquido). Mantendo-se as demais variáveis inalteradas, este indicador permite visualizar o grau de risco incorrido pela companhia, já que quanto maior for o resultado do quociente maior será a dependência e a utilização de recursos de curto prazo, ou seja, com menores prazos de vencimento (Passivo Circulante) em relação a recursos de longo prazo e, com prazos maiores de vencimento.</p>	<p>Procianoy &amp; Schnorrenberger (2004)</p>
<p>PC/PNC</p> <p>Passivo Circulante/ Passivo Não Circulante</p>	<p>Indica a relação entre os recursos de terceiros de curto prazo (Passivo Circulante) e os recursos financeiros de longo prazo (Passivo Não Circulante). Um resultado elevado neste Índice, caso sejam mantidas as demais variáveis constantes, indica um maior uso de recursos de curto prazo (Passivo Circulante) e de menor vencimento, comparativamente aos recursos de longo prazo (Passivo Não Circulante), e, por conseguinte, um maior risco incorrido pela companhia.</p>	<p>Procianoy &amp; Schnorrenberger (2004)</p>
<p>PT-PL/AT</p> <p>Passivo Total – Patrimônio Líquido/ Ativo Total</p>	<p>Revela a participação dos recursos não próprios (Passivo Circulante e Passivo Não Circulante) sobre o total do ativo (Ativo Total). Este indicador permite visualizar qual a participação dos recursos de terceiros sobre o total das fontes de recursos totais da empresa, mantidas as demais variáveis inalteradas. Portanto, quanto maior for este índice, maior a utilização de recursos de terceiros em relação ao capital próprio, resultando em maior risco a companhia.</p>	<p>Procianoy &amp; Schnorrenberger (2004)</p>
<p>PNC/PL</p> <p>Passivo Não Circulante/ Patrimônio Líquido</p>	<p>Expressa a relação entre as duas fontes de capital de longo prazo para financiamento das companhias, permitindo, com isso, visualizar o nível utilizado de recursos de terceiros de longo prazo (Passivo Não Circulante) em relação ao</p>	<p>Procianoy &amp; Schnorrenberger (2004)</p>
	<p>uso de capital próprio (Patrimônio Líquido), mantidas inalteradas as demais variáveis. A relação indica, portanto, o quanto a companhia faz uso de dívida de longo prazo em relação ao uso de capital próprio na captação dos recursos de longo prazo.</p>	

PC/PL Passivo Circulante/ Patrimônio Líquido	As dificuldades de captação dos recursos de longo prazo através de dívida (Passivo Não Circulante) pressupõe uma maior participação da captação dos recursos de curto prazo (Passivo Circulante), podendo, por isso, resultar em uma participação relevante, se comparado com o nível de utilização do capital próprio (Patrimônio Líquido)	Procianoy & Schnorrenberger (2004)
<b>Variável Independente</b>	<b>Operacionalização</b>	<b>Base Teórica</b>
% Mulheres no Conselho de Administração	Percentual de mulheres no Conselho de Administração	Sila, Gonzalez, & Hagendorff (2016) Farrell & Hersch (2005)
<b>Variável de Controle</b>	<b>Operacionalização</b>	<b>Base Teórica</b>
Tamanho da Companhia	Tamanho da companhia medido com o logaritmo natural do total de ativos	Faccio, Marchica, & Mura (2016)
Tamanho do Conselho	Número de membros no Conselho de Administração	Noland et al. (2016)

Fonte: Dados da pesquisa

Procedemos com a análise de dados para verificar a relação entre a diversidade de gênero no Conselho de Administração e a estrutura de capital, utilizando o software estatístico *Gretl*. Primeiramente, foi realizado o teste de correlação de Pearson, e excluídas da amostra selecionada as variáveis que resultaram em alta correlação com as variáveis do mesmo grupo. Os índices excluídos foram PNC+PC/PL, PNC/PL, PC/PL, PT-PL/AT. O PNC+PC/PL e PNC/PL apresentaram correlação com a variável PC/PL; enquanto as variáveis PNC/PL e PC/PL apresentaram correlação com PNC+PC/PL; e o índice PT-PL/AT apresentou correlação com a variável PC/PNC+PL. Em virtude disso, os índices financeiros selecionados foram PC/PNC+PL e PC/PNC. Na sequência, foram geradas a estatística descritiva e as regressões dessas variáveis.

#### 4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Inicialmente para análise dos dados apresentamos a estatística descritiva das variáveis dependentes utilizadas no estudo, bem como, uma análise de comparação das médias. O resultado da estatística descritiva das variáveis dependentes é apresentado na Tabela 2.

**Tabela 2 - Estatística descritiva das variáveis dependentes**

Variável	Presença Feminina	N	Máximo	Mínimo	Média	Desvio-padrão
PC/PNC+PL	Sim	921	4,803	0,020	0,319	0,360
	Não	256	16,007	0,016	0,407	1,231
PC/PNC	Sim	921	312,954	0,028	1,756	13,728
	Não	256	294,690	0,035	5,116	25,612

Fonte: Dados da pesquisa

Das empresas analisadas, aproximadamente 78% (921 observações) possuem presença feminina no Conselho. No comparativo entre as médias observadas para as empresas com e sem a presença feminina no Conselho, verificamos que as companhias com presença feminina apresentaram menores médias nas duas variáveis de estrutura de capital, quando comparadas com as médias das empresas que não possuem mulheres no Conselho de Administração. As médias indicam que nas empresas em que o Conselho de Administração é composto apenas por homens, a estrutura de capital apresenta mais recursos de curto de prazo, em detrimento aos de longo prazo, por exemplo, a média do índice PC/PNC é quase três vezes maior (5,116) do que nas empresas com mulheres no Conselho, demonstrando que os homens são menos avessos ao risco.

Conforme definido nos procedimentos metodológicos para a análise de regressão mínimos quadrados ponderados, consideramos como variáveis dependentes as que medem a estrutura de capital das companhias (os índices financeiros: PC/PNC+PL e PC/PNC), como variável independente para a mensuração da diversidade de gênero, utilizamos o percentual de mulheres no Conselho de Administração, estabelecemos também as variáveis de controle tamanho da Companhia e tamanho do Conselho, conforme descrito na Tabela 1.

**Tabela 3 - Resultados das Regressões**

<b>PC/PNC+PL (MÍNIMOS QUADRADOS PONDERADOS)</b>			
<b>Variáveis</b>	<b>Coefficiente</b>	<b>Erro padrão</b>	<b>p-valor</b>
Constante	8,12493	4,84286	0,0937*
TAM_CIA	-0,361827	0,460266	0,4320
TAM_CONSELHO	-0,326107	0,146449	0,0262**
MULHERES_CONSELHO	-0,0489753	0,0210415	0,0201**
<b>R<sup>2</sup></b>	<b>0,239425</b>		

Aplicado erros padrão robustos à heteroscedasticidade.

<b>PC/PNC(MÍNIMOS QUADRADOS PONDERADOS)</b>			
<b>Variáveis</b>	<b>Coefficiente</b>	<b>Erro padrão</b>	<b>p-valor</b>
Constante	25,5273	10,8253	0,0185**
TAM_CIA	-0,876357	1,06308	0,4099
TAM_CONSELHO	-1,21444	1,04524	0,2455
MULHERES_CONSELHO	-0,130773	0,0755876	0,0839*
<b>R<sup>2</sup></b>	<b>0,030972</b>		

Aplicado erros padrão robustos à heteroscedasticidade.

\* A relação é significativa ao nível de 10%.

\*\* A relação é significativa ao nível de 5%.

\*\*\* A relação é significativa ao nível de 1%. Fonte: Dados da pesquisa.

Em primeiro lugar observamos baixo coeficiente de determinação ( $R^2$ ) para o índice PC/PNC. O modelo explica aproximadamente 3,09%, porém existe uma relação negativamente significativa ao nível de 10% para a presença feminina no Conselho de Administração e o endividamento de curto prazo (passivo circulante). Neste modelo verificamos 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.

Analisando a variável PC/PNC+PL, encontramos também o resultado negativamente significativo, porém ao nível de 5%, com o melhor coeficiente de determinação ( $R^2$ ) de 23,94%. Nesse modelo, os resultados da regressão indicam que a diversidade de gênero no Conselho, particularmente a presença feminina, reduz o índice de endividamento, reforçando novamente, a aversão ao endividamento e risco financeiro. Esses achados corroboram com os estudos de Huang & Kisgen (2013) que detectaram que os homens exibem relativo excesso de confiança em tomada de decisão corporativa em comparação com as mulheres, e que elas são mais avessas ao risco.

## **5 CONSIDERAÇÕES FINAIS**

Esta pesquisa teve como principal motivação aprofundar o conhecimento sobre a diversidade de gênero e sua relação com a alavancagem financeira e estrutura de capital de uma empresa. O estudo buscou relacionar o nível de capital de terceiros, a longo e curto prazo, e a sua relação com a proporção de mulheres presentes no Conselho de Administração das empresas.

A análise pela estatística descritiva indicou que as empresas em que a composição de homens é mais expressiva nos Conselhos de Administração, a estrutura de capital apresenta mais recursos de curto de prazo em detrimento aos de longo prazo. Na média, o índice PC/PNC ficou quase três vezes maior do que nas empresas com mais mulheres no Conselho, demonstrando que os homens são menos avessos ao risco.

Para analisarmos as relações entre diversidade de gênero e a estrutura de capital, utilizou-se como variável dependente os seguintes índices financeiros: PC/PNC+PL e PC/PNC. Tais variáveis foram empregadas como resultante de uma função utilizando “proporção de mulheres no Conselho”, associados com as variáveis de controle tamanho da companhia e tamanho do conselho.

Em suma, o modelo com maior poder explicativo, calculado pelo coeficiente de determinação ( $R^2$ ) de 23,94%, foi o que utilizou o índice financeiro PC/PNC+PL, a qual a variável proporção de mulheres e tamanho do conselho, demonstrou significância ao nível de 5%. Nesse modelo, os resultados

da regressão indicam que a presença feminina no Conselho reduz o índice de endividamento, reforçando novamente, a aversão ao endividamento por parte das mulheres. Tais resultados acabam corroborando com os estudos anteriores de Huang & Kisgen (2013) e Faccio, Marchica, & Mura (2016), de que as empresas administradas por CEO's mulheres tendem a fazer opções de financiamento e investimento menos arriscados do que as de outras empresas similares dirigidas por CEO's do sexo masculino.

### 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. <http://doi.org/10.1016/j.jfineco.2008.10.007>
- Adams, R. B., & Funk, P. (2012). Beyond the glass ceiling: does gender matter? *Management Science*, 58(2), 219–235. <http://doi.org/10.1287/mnsc.1110.1452>
- Adams, R. B., & Raganathan, V. (2013). Lehman Sisters. <http://doi.org/http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2380036>
- Agnew, B. J., Balduzzi, P., & Sunden, A. (2003). Portfolio Choice and Trading in a Large 401 ( k ) Plan. *The American Economic Review*, 93(1), 193–215.
- Bantel, K. a., & Wiersema, M. F. (1992). Top management team demography and process. *The Academy of Management Journal*, 35(3), 91–121. <http://doi.org/138.232.236.8>
- Barsky, R. B., Juster, F. T., Kimball, M. S., & Shapiro, M. D. (1997). Preference Parameters and Behavioral Heterogeneity: An Experimental Approach in the Health and Retirement Study. *The Quarterly Journal of Economics*, 112(2), 537–579. <http://doi.org/10.1162/003355397555280>
- Berger, A. N., Kick, T., & Schaeck, K. (2014). Executive board composition and bank risk taking. *Journal of Corporate Finance*, 28, 48–65. <http://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2013.11.006>
- Bernasek, A., & Shwiff, S. (2001). Gender, Risk, and Retirement. *Journal of Economic Issues*, 35(2), 345–356.
- Byrnes, J. P., Miller, D. C., & Schafer, W. D. (1999). Gender differences in risk taking: A meta-analysis. *Psychological Bulletin*, 125(3), 367–383. <http://doi.org/10.1037/0033-2909.125.3.367>
- Carter, D. A., Simkins, B. J., Simpson, W. G., Borokhovich, K., Crutchley, C., Elson, C., ... Longhofer, S. (2003). Corporate Governance, Board Diversity, and Firm Value. *The Financial Review*, 38, 33–53. <http://doi.org/10.1111/1540-6288.00034>
- Crosan, R., & Gneezy, U. (2009). Gender Differences in Preferences. *Journal of Economic Literature*, 47(2), 448–474. <http://doi.org/10.1257/jel.47.2.448>

- Deaves, R., Luders, E., & Luo, G. Y. (2009). An experimental test of the impact of overconfidence and gender on trading activity. *Review of Finance*, 13, 555–575. <http://doi.org/10.1093/rof/rfn023>
- Dezso, C., & Ross, D. G. (2012). Does female representation in top management improve firm performance? A panel data investigation. *Strategic Management Journal of Management Journal*, 33, 1072–1089. <http://doi.org/10.1002/smj>
- Faccio, M., Marchica, M.-T., & Mura, R. (2016). CEO Gender, Corporate Risk-Taking, and the Efficiency of Capital Allocation. *SSRN Electronic Journal*, 39, 1–49. <http://doi.org/10.2139/ssrn.2021136>
- Farrell, K. A., & Hersch, P. L. (2005). Additions to corporate boards: The effect of gender. *Journal of Corporate Finance*, 11(1-2), 85–106. <http://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2003.12.001>
- 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. <http://doi.org/10.1111/1911-3846.12098>
- García-Gallego, A., Georgantzís, N., & Jaramillo-Gutiérrez, A. (2012). Gender differences in ultimatum games: Despite rather than due to risk attitudes. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 83(1), 42–49.
- Hoffman, L. R., & Maier, N. R. (1961). Quality and acceptance of problem solutions by members of homogeneous and heterogeneous groups. *Journal of Abnormal and Social Psychology*, 62(2), 401–407. <http://doi.org/10.1037/h0044025>
- Huang, J., & Kisgen, D. J. (2013a). Gender and corporate finance: Are male executives overconfident relative to female executives? *Journal of Financial Economics*, 108(3), 822–839. <http://doi.org/10.1016/j.jfineco.2012.12.005>
- Huang, J., & Kisgen, D. J. (2013b). Gender and corporate finance: Are male executives overconfident relative to female executives? *Journal of Financial Economics*, 108, 822–839. <http://doi.org/10.1016/j.jfineco.2012.12.005>
- IBGC, I. B. D. G. C. –. (2010). Código das melhores práticas de governança corporativa. (IBGC, Ed.) (4th ed.). São Paulo.
- Jianakoplos, N. A., & Bernasek, A. (1998). Are Women More Risk Averse. *Economic Inquiry*, 36, 620–630. <http://doi.org/10.1111/j.1465-7295.1998.tb01740.x>
- Johnson, J. E. V., & Powell, P. L. (1994). Decision Making, Risk and Gender: Are Managers Different? *British Journal of Management*, 5(2), 123–138.

- Krishnan, G. V., & Parsons, L. M. (2008). Getting to the bottom line: An exploration of gender and earnings quality. *Journal of Business Ethics*, 78(1-2), 65–76. <http://doi.org/10.1007/s10551-006-9314-z>
- Labelle, R., Gargour, R. M., & Francoeur, C. (2010). Ethics, Diversity Management, and Financial Reporting Quality. *Journal of Business Ethics*, 93(2), 335–353.
- Levi, M., Li, K., & Zhang, F. (2008). Mergers and Acquisitions: The Role of Gender. <http://doi.org/http://ssrn.com/abstract=1123735>
- Libby, R., Bloomfield, R. J., & Nelson, M. W. (2002). Experimental research in financial accounting. *Accounting, Organizations and Society*, 27(8), 775–810. [http://doi.org/10.1016/S0361-3682\(01\)00011-3](http://doi.org/10.1016/S0361-3682(01)00011-3)
- Marinova, J., Plantenga, J., & Remery, C. (2015). Gender Diversity and Firm Performance : Evidence from Dutch and Danish Boardrooms. *The International Journal of Human Resource Management*, 10(3), 1–30. <http://doi.org/10.1080/09585192.2015.1079229>
- Matsa, D. A., & Miller, A. R. (2013). A female style in corporate leadership? Evidence from quotas. *American Economic Journal*, 5(3), 136–169. <http://doi.org/10.1257/app.5.3.136>
- Mohan, N. J., & Chen, C. R. (2004). Are IPOs Priced Differently Based Upon Gender? *Journal of Behavioral Finance*, 5(1), 57–65.
- Noland, M., Moran, T., & Kotschwar, B. R. (2016). Is Gender Diversity Profitable? Evidence from a Global Survey. Peterson Institute for International Economics Working Paper, (WP 16-3), 1–35. [http://doi.org/10.1162/REST\\_a\\_00160](http://doi.org/10.1162/REST_a_00160)
- Nova, S. P. de C. C. (2012). Impactos de Mestrados Especiais em Contabilidade na trajetória de seus egressos: Um olhar especial para gênero. *Revista de Contabilidade E Controladoria*, 4(3), 37–62.
- O'Reilly, C. A. (2012). Women in the Boardroom: Symbols or Substance? Stanford. <http://doi.org/10.1080/01933928108411685>
- 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. <http://doi.org/10.1016/j.jbusres.2015.05.013>
- Powell, M., & Ansic, D. (1997). Gender differences in risk behaviour in financial decision- making: an experimental analysis. *Journal of Economic Psychology*, 18, 605–628.
- Procianoy, J. L., & Schnorrenberger, A. (2004). A influência da estrutura de controle nas decisões de estrutura de capital das companhias brasileiras. *Revista Brasileira de Economia*, 58(1), 121–146. <http://doi.org/10.1590/S0034-71402004000100006>

- Robinson, G., & Dechant, K. (1997). a business Building diversity for. *The Academy of Management Executive*, 11(3), 21–31.
- Sapienza, P., Zingales, L., & Maestripieri, D. (2009). Gender differences in financial risk aversion and career choices are affected by testosterone. *Proceedings of the National Academy of Sciences of the United States of America*, 106(36), 15268–15273. <http://doi.org/10.1073/pnas.0907352106>
- Sila, V., Gonzalez, A., & Hagendorff, J. (2016). Women on board: Does boardroom gender diversity affect firm risk? *Journal of Corporate Finance*, 36(December 2013), 26–53. <http://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2015.10.003>
- Smith, N., Smith, V., & Verner, M. (2005). Do women in top management affect firm performance? A panel study of 2,500 Danish firms. *International Journal of Productivity and Performance Management*, 55(7), 569–593. <http://doi.org/10.1108/17410400610702160>
- SOUZA, V. (2014). Mulheres são minoria em cargos de alto escalão. Retrieved October 6, 2016, from <http://saudebusiness.com/noticias/mulheres-sao-minoriaem->
- Srinidhi, B., Gul, F. A., & Tsui, J. (2011). Female Directors and Earnings Quality. *Contemporary Accounting Research*, 28(5), 1610–1644.
- Sundén, A. E., & Surette, B. J. (1998). Gender Differences in the Allocation of Assets in Retirement Savings Plans. *The American Economic Review Association*, 88(2), 206–211.
- Taylor Cox, J. (1991). The organizrtion multicultural. *Academy of Management*, 5(2), 34–47.