

ARTIGOS

Submetido 21-12-2021. Aprovado 05-12-2022

Avaliado pelo sistema double blind review. Editor Associado: Alexandre Di Miceli da Silveira

Pareceristas: Edelcio Nisiyama , Insper Instituto de Ensino e Pesquisa, São Paulo, SP, Brasil. Um dos revisores não autorizou a divulgação de seu relatório de revisão.

Relatório de revisão por pares: o relatório de revisão por pares está disponível neste [link](#)

Versão original | DOI: <http://dx.doi.org/10.1590/S0034-759020230303>

CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO, DIVERSIDADE DE GÊNERO E MONITORAMENTO

Board of directors, gender diversity and monitoring

Consejo de administración, diversidad de género y monitoreo

Camila de Araújo Fernandes¹ | xx.kmylla@gmail.com | ORCID: 0000-0002-5148-4549

Márcio André Veras Machado*² | mavmachado@hotmail.com | ORCID: 0000-0003-2635-5240

*Autor correspondente

¹Universidade Federal da Paraíba, Programa de Pós-Graduação em Administração, João Pessoa, PB, Brasil

²Universidade Federal da Paraíba, Programa de Pós-Graduação em Administração e em Contabilidade, João Pessoa, PB, Brasil

RESUMO

Este artigo teve por objetivo investigar se a diversidade de gênero no conselho afeta a eficácia do monitoramento, no sentido de reduzir a remuneração total e variável dos executivos, a prática de gerenciamento de resultados e a sensibilidade do turnover do CEO ao desempenho das empresas brasileiras. Foram analisadas 199 empresas listadas na B3 entre 2011 e 2018. Os resultados indicam que a diversidade de gênero no conselho tem efeito negativo sobre a remuneração total e variável dos executivos e sobre o gerenciamento de resultados, neste caso quando considerada a participação de 11% a 20%. Apesar de não ter efeito direto sobre a probabilidade de turnover do CEO, a diversidade de gênero tira o poder explicativo do ROA sobre essa probabilidade. Entende-se que a presença de mulheres no conselho melhora a eficácia das funções de monitoramento, embora esse efeito seja sobrepujado quando consideradas outras proxies de governança.

Palavras-chave: diversidade de gênero, conselho de administração, remuneração dos executivos, gerenciamento de resultados, turnover do CEO.

ABSTRACT

This paper aimed to investigate whether gender diversity in the board affects the effectiveness of monitoring, in order to reduce the total and variable remuneration of executives, the practice of earnings management and the sensitivity of CEO turnover to the performance of Brazilian companies. We analyzed 199 companies listed on B3 between 2011 and 2018. The results indicate that gender diversity on the board has a negative effect on the total and variable remuneration of executives and the participation of 11% to 20% of women on the board has a negative effect on the earnings management. Although it has no direct effect on the probability of CEO turnover, the gender diversity takes away the explanatory power of the ROA. We can understand that gender diversity on board of directors improves the effectiveness of the monitoring functions investigated, although this is an overdue effect when other governance proxies are considered.

Keywords: gender diversity, board of directors, remuneration of executives, gender diversity, CEO turnover.

RESUMEN

Este artículo tuvo como objetivo investigar si la diversidad de género en el consejo de administración afecta la efectividad del monitoreo, en términos de reducir la remuneración total y variable de los ejecutivos, la práctica de la gestión de resultados y la sensibilidad de rotación del CEO al desempeño de las empresas brasileñas. Se analizaron 199 empresas listadas en B3 entre 2011 y 2018. Los resultados indican que la diversidad de género en el consejo tiene un efecto negativo en la remuneración total y variable de los ejecutivos y la participación del 11% al 20% de mujeres en el consejo tiene un efecto negativo en la gestión de los resultados. Aunque no tiene un efecto directo en la probabilidad de rotación del CEO, la diversidad de género le quita poder explicativo al ROA. Se entiende que la diversidad de género mejora la eficacia de las funciones de monitoreo, aunque este efecto se ve compensado cuando se consideran otras proxies de gobernanza.

Palabras clave: diversidad de género, consejo de administración, remuneración de los ejecutivos, gestión de resultados, rotación del CEO.

INTRODUÇÃO

A diversidade no conselho de administração vem recebendo maior atenção global nos últimos anos, uma vez que conselhos diversos são esperados que se beneficiem de diversas perspectivas e, portanto, desempenhem melhor suas funções (Baker *et al.*, 2020), sendo um dos grandes desafios que as companhias devem enfrentar no século XXI (Silveira & Donaggio, 2020). No cenário corporativo, vêm sendo observados esforços de algumas companhias em aumentar a participação feminina em cargos de alta gestão. A XP Inc., por exemplo, anunciou seu compromisso público com a inclusão de mulheres no mercado financeiro e em cargos de liderança (Sutto, 2020). A *Cartica Management*, um fundo de alto desempenho, é administrada por mulheres e vem incentivando as empresas a nomearem mulheres para o conselho (Bloomberg Brasil, 2020).

A diversidade de gênero no conselho tem sido apontada como moderadora para a redução da frequência de fraudes, tornando menos acentuada a reação do mercado de ações à defraudação (Cumming *et al.*, 2015), além de proporcionar decisões mais acertadas em fusões e aquisições (Levi *et al.*, 2014). Gul *et al.* (2011) sugerem, ainda, que a diversidade de gênero no conselho melhora a informatividade dos preços de ações, sendo mais forte seu efeito quando a governança é fraca.

Adams e Ferreira (2009) também sugerem efeitos da diversidade de gênero condicionados à força da governança corporativa, tendo efeito negativo sobre o desempenho quando a governança é forte e efeito positivo quando a governança é fraca. Nesse sentido, entende-se que o nível de governança é um fator relevante sobre os efeitos das mulheres no conselho, e podem existir resultados diferentes em pesquisas voltadas às economias desenvolvidas e em mercados emergentes e de baixa governança corporativa e proteção ao investidor, como é o caso do Brasil.

No contexto brasileiro, desde 2014, o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) implementa o Programa Diversidade em Conselho, em busca da promoção da diversidade de gênero nos conselhos. Segue também em análise o Projeto de Lei n. 7.179/17, que prevê um percentual mínimo de 30% de participação feminina nos conselhos de administração que tenham a maior parte do capital social controlada pelo Estado. Nessa perspectiva, a possibilidade de imposição de cotas leva ao questionamento quanto à atuação de mulheres como conselheiras, considerando os papéis que são assumidos.

Segundo Kirsch (2018), desde a década de 1980, periódicos vêm publicando sobre diversidade de gênero no conselho, mas aproximadamente um terço dos estudos foca sua associação com o desempenho e possui resultados inconclusivos. Além disso, as evidências concentram-se em economias desenvolvidas (Bugeja *et al.*, 2016; Harakeh *et al.*, 2019; Zalata *et al.*, 2019), muitas delas possuindo práticas de incentivo à participação de mulheres no conselho. Em tal contexto, as evidências têm se mostrado limitadas quanto aos efeitos da diversidade de gênero sobre outros aspectos, como a eficácia das funções de monitoramento do conselho.

No cenário nacional, as evidências em torno da diversidade de gênero ainda são escassas e voltadas para o impacto da diversidade de gênero no desempenho (Costa *et al.*, 2019; Dani *et al.*, 2019; Silva & Margem, 2015), na estrutura de capital (Nisiyama & Nakamura, 2018) e na responsabilidade social corporativa (Prudêncio *et al.*, 2021; Silveira & Donaggio, 2020). No contexto

internacional, é possível apontar evidências de que a diversidade de gênero no conselho se associa a menores níveis de remuneração de executivos, como observado em [García-Izquierdo et al. \(2018\)](#), [Harakeh et al. \(2019\)](#) e [Usman et al. \(2018\)](#), maiores níveis de qualidade informacional dos agregados contábeis, como destacado por [Azeez et al. \(2019\)](#) e [Saona et al. \(2019\)](#), bem como menor sensibilidade da substituição do CEO condicionada à *performance*, conforme ressaltam [Kim et al. \(2020\)](#).

Contudo, pouco se sabe sobre esses efeitos ao se considerar a configuração de mercados de capitais caracterizados por baixa governança corporativa e fracos mecanismos de proteção ao investidor, como é o caso do Brasil. Considerando-se tal contexto, esta pesquisa concentra-se em coletar evidências em torno dos efeitos da diversidade de gênero na função de monitoramento desempenhada pelo conselho de administração, utilizando-se como principais funções de monitoramento a remuneração, a auditoria e a nomeação de CEO ([Faleye et al., 2011](#); [Li & Wahid, 2018](#)), a serem exploradas utilizando como *proxies* a remuneração variável e total dos executivos, a qualidade das informações financeiras baseada na prática de gerenciamento de resultados e a sensibilidade do *turnover* do CEO ao desempenho da firma, respectivamente.

Acredita-se que a diversidade de gênero no conselho esteja relacionada a níveis mais eficazes de monitoramento, principalmente no contexto brasileiro de baixa governança, maior risco e incerteza macroeconômica e concentração de propriedade, podendo servir como mecanismo de apoio ao controle interno. Nessa direção, o objetivo deste estudo é investigar se a diversidade de gênero no conselho afeta a eficácia do monitoramento, no sentido de reduzir a remuneração total e variável dos executivos, a prática de gerenciamento de resultados e a sensibilidade do *turnover* do CEO ao desempenho das empresas brasileiras de capital aberto.

Nesse contexto, estudos voltados para elucidar a questão do impacto da diversidade de gênero nos conselhos são importantes. Empreende-se, portanto, na presente pesquisa, o foco não na estrutura de propriedade ou no desempenho, como observado em [Silva e Margem \(2015\)](#), [Nisiyama e Nakamura \(2018\)](#), [Costa et al. \(2019\)](#) e [Dani et al. \(2019\)](#), nem na responsabilidade social corporativa, como constatado em [Prudêncio et al. \(2021\)](#) e [Silveira e Donaggio \(2020\)](#), mas sim nas contribuições da participação de diretoras nas funções de monitoramento, partindo-se da premissa de que não é perfeitamente praticável a análise direta do efeito da diversidade no conselho sobre o desempenho, dada uma série de elementos observáveis e não observáveis.

Este estudo diferencia-se, ainda, dos estudos de [Azeez et al. \(2019\)](#), [García-Izquierdo et al. \(2018\)](#), [Harakeh et al. \(2019\)](#), [Kim et al. \(2020\)](#), [Saona et al. \(2019\)](#) e [Usman et al. \(2018\)](#), por abordar o monitoramento em perspectiva multidimensional das funções do conselho, entendendo-se que a eficiência do monitoramento realizado pode ser observada a partir de suas funções mais relevantes. Além disso, considera os problemas de endogeneidade intrínsecos à análise de governança, aspectos não observados em [García-Izquierdo et al. \(2018\)](#) e [Pavlovi et al. \(2018\)](#).

Portanto, motivada pelos achados de [Adams e Ferreira, \(2009\)](#), [Al-Shaer e Harakeh \(2020\)](#), [Saona et al. \(2019\)](#) e [Kim et al. \(2020\)](#), e no cenário mundial de baixa representação feminina em cargos estratégicos ([World Economic Forum, 2020](#)), a presente pesquisa buscou ampliar o conhecimento sobre o efeito da diversidade no conselho em economia emergente, contribuindo para a definição

de mecanismos de monitoramento mais eficazes, bem como para o debate sobre a inserção da mulher em posições estratégicas nas companhias, ao dar ênfase ao seu papel na governança corporativa e nos conflitos de agência.

Os resultados podem servir, ainda, de instrumento auxiliar no entendimento crítico das consequências da inserção da mulher em cargos de alta gerência, não somente pela pressão legal e de alguns *stakeholders*, mas também pelas evidências do efeito das mulheres na função de monitoramento dos conselhos. Ademais, as empresas, a partir desses resultados, podem tomar decisões mais bem informadas em relação à nomeação de diretores para os conselhos.

REVISÃO DA LITERATURA E HIPÓTESES DE PESQUISA

Esta pesquisa fundamenta-se na teoria da agência e na teoria da dependência de recursos, complementares na compreensão de como diretores atuam na governança corporativa. A primeira teoria prevê que, na relação de agência, ambas as partes são maximizadoras de sua própria utilidade; existirão conflitos de interesse a serem limitados com base em monitoramento e incentivos adequados ao agente, incorrendo, assim, em custos de agência (Jensen & Meckling, 1976). A segunda admite que parte da eficiência do conselho está associada à quantidade e natureza das informações das quais os seus membros dispõem. A reunião de um grupo diverso de indivíduos leva ao acesso a um conjunto mais amplo de informações e habilidades (Azeez *et al.*, 2019).

Dessa forma, com base nessas teorias, espera-se que um conselho diverso seja mais eficaz no monitoramento e mais propenso a tomar decisões, visando a geração de riqueza e melhores resultados para a companhia no longo prazo. Além disso, a heterogeneidade na alta gestão da empresa pode levar a uma visão mais ampla, melhor compreensão da complexidade do ambiente e melhores decisões (Carter *et al.*, 2003), bem como a diversos impactos positivos, tais como: melhores indicadores de responsabilidade social corporativa, melhor reputação ética e social, maior conformidade às leis e normas, e melhor qualidade dos relatórios divulgados pelas empresas (Silveira & Donaggio, 2020).

Esses argumentos são corroborados por Campbell e Mínguez-Vera (2008), que sugerem que a diversidade leva a diferentes ideias e experiências, competências e comportamento ético, os quais melhoram a eficácia do conselho, bem como a reputação e a legitimidade da firma diante de *stakeholders*, e por Zalata *et al.* (2019), que sugerem que as mulheres possuem tanto *soft skills*, como benevolência, cuidado, amizade e simpatia, quanto *hard skills*, como altruísmo, conservadorismo, independência, objetividade, responsabilidade e aversão ao risco, as quais fazem com que elas desempenhem melhor as funções de monitoramento que os homens. Na presente pesquisa, consideram-se como principais funções de monitoramento a remuneração, a auditoria e a nomeação de CEO (Faleye *et al.*, 2011; Li & Wahid, 2018).

A remuneração de executivos é decisão de alto impacto na tomada de risco. Um *mix* de remuneração inadequado pode alterar a atitude do gestor em relação ao risco, em desalinhamento de interesses entre principal e agente. Para reduzir o problema, as companhias tendem a adotar

uma parcela de remuneração variável, incorporando elementos baseados em desempenho (García-Izquierdo *et al.*, 2018).

Estudos como os de García-Izquierdo *et al.* (2018), Harakeh *et al.* (2019) e Usman *et al.* (2018) sugerem um efeito negativo da diversidade de gênero no conselho de administração e/ou no comitê de remuneração sobre a remuneração do CEO, concluindo que existe menor nível de remuneração quando mulheres também participam desses órgãos. Há, ainda, evidências, como as observadas em Bugeja *et al.* (2016) e Pucheta-Martínez *et al.* (2017), de que firmas com comitê de remuneração formado exclusivamente por homens e com excesso de remuneração do CEO apresentam retorno sobre o ativo mais baixo no período subsequente, sendo um fato não observado em firmas com comitê diverso em gênero, e de que as mulheres no conselho podem ser recursos valiosos para planejamento e desenho da remuneração executiva, que pensam no desenvolvimento sustentável da firma e contribuem para a governança corporativa, argumento corroborado por Al-Shaer e Harakeh (2020), que concluíram que empresas com ao menos uma mulher no conselho apresentam menor remuneração dos executivos em relação às empresas de conselho formado exclusivamente por membros do gênero masculino.

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

H1: a diversidade de gênero no conselho tem efeito negativo sobre a remuneração total dos executivos.

Apesar de a evidência internacional apontar para um possível efeito negativo da diversidade de gênero no conselho sobre a remuneração total dos executivos, o efeito sobre a remuneração variável não é claro, dada a inconsistência nos resultados. Estudos como os de Baixauli-Soler *et al.* (2016) e Almor *et al.* (2019) sugerem uma relação positiva entre a diversidade de gênero no conselho e a remuneração variável dos executivos. Por outro lado, há também indícios de que a diversidade de gênero no conselho estaria associada a uma maior sensibilidade da remuneração ao desempenho da firma (Sarhan *et al.*, 2019) e teria efeito negativo sobre a remuneração variável do CEO (Harakeh *et al.*, 2019) e do quadro executivo (Al-Shaer & Harakeh, 2020). Assim, este artigo parte da premissa de que existe efeito negativo da diversidade de gênero no conselho sobre a remuneração variável dos executivos, uma vez que a diversidade de gênero reduz o excesso de remuneração do quadro executivo da companhia, culminando, assim, na segunda hipótese de pesquisa:

H2: a diversidade de gênero no conselho tem efeito negativo sobre a remuneração variável dos executivos.

Dada a inerente falta de sincronização dos lucros em relação aos fluxos de caixa, a maneira mais comum de se relatarem incorretamente informações financeiras é por meio do gerenciamento dos lucros. A prática de gerenciamento de resultados, a partir do uso de *accruals* discricionários, pode ser vista como uma *proxy* para a qualidade das informações financeiras divulgadas pelas firmas.

Estudos como os de [Saona et al. \(2019\)](#) e [Azeez et al. \(2019\)](#) sugerem que a participação de mulheres no conselho reduz a prática de gerenciamento de resultados das companhias, demonstrando que mulheres são supervisoras que impactam positivamente a eficácia do monitoramento do conselho, sob a ótica da redução dessa forma de oportunismo gerencial.

Diante do exposto, há indícios de que a promoção de diversidade de gênero no conselho é um mecanismo de governança corporativa que reduz a manipulação de resultados e provê informação financeira de maior qualidade para as partes interessadas. Dessa forma, tem-se a terceira hipótese de pesquisa:

H3: a diversidade de gênero no conselho tem efeito negativo sobre o gerenciamento de resultados.

A retenção do CEO em momento de baixo desempenho da firma pode ser vista como uma orientação de longo prazo do conselho, que melhora a efetividade de monitoramento e *advising* ([Kim et al., 2020](#)). O argumento de [Kim et al. \(2020\)](#), ao terem verificado menor sensibilidade do *turnover* do CEO ao desempenho em firmas de maior participação feminina no conselho, é de que, em vez de rescindir o contrato do CEO, as diretoras têm preferência por investigar as causas do desempenho abaixo do esperado, que podem não ser associadas ao CEO, mas sim a fatores econômicos ou mercadológicos. Por conseguinte, a avaliação de substituição do executivo dependeria menos do desempenho relatado.

De maneira semelhante, [Buchwald e Hottenrott \(2019\)](#) defendem que o menor *turnover* dos executivos pode ser um teste para melhoria de desempenho futuro realizado como contribuição da diversidade de gênero no conselho, a partir da competência de análise no longo prazo e da redução de risco de *turnover*. Os autores focam, então, o entendimento de que a decisão de manter o CEO no cargo se deve a uma avaliação mais abrangente e estratégica do que apenas o desempenho em si, investigando suas causas.

Apesar de a pesquisa de [Buchwald e Hottenrott \(2019\)](#) não identificar que mulheres no conselho estejam associadas à redução da sensibilidade do *turnover* do CEO ao desempenho, [Buchwald e Hottenrott \(2019\)](#) compartilham do argumento de [Kim et al. \(2020\)](#) quanto à análise de longo prazo e redução do *turnover* do CEO, quando existe diversidade de gênero no conselho. Em consonância com o argumento desses autores, tem-se a quarta e última hipótese de pesquisa:

H4: a sensibilidade do *turnover* do CEO ao desempenho da empresa reduz-se com a maior diversidade de gênero no conselho.

DADOS E MÉTODO

A análise foi conduzida com dados anuais em painel desbalanceado, contendo 1.287 observações, de 199 empresas listadas na Brasil, Bolsa, Balcão (B3), excluindo-se as companhias financeiras e seguradoras. Considerando o fato de o não cumprimento de divulgação obrigatória do salário da diretoria executiva não ser acompanhado de penalização até o ano de 2010, o período de análise compreendeu os anos de 2011 a 2018, e os dados anuais relativos à governança corporativa foram coletados via importação automática de dados contidos nos Formulários de Referência disponibilizados no *website* da Comissão de Valores Monetários, a partir do pacote “GetDFPData” do *software* R, bem como consulta direta aos formulários, quando identificados dados faltantes. Os demais dados foram coletados utilizando-se o banco de dados da Thomson Reuters Eikon[®]. Alguns dados faltantes no primeiro banco de dados, referentes ao número de ações e preço das ações das empresas, bem como concentração de propriedade, foram obtidos a partir de coleta no Economatica[®]. Todos os procedimentos de análise exploratória de dados e demais técnicas estatísticas foram conduzidos utilizando o *software* R. No intuito de mitigar potenciais problemas decorrentes da presença de *outliers* na amostra, foi realizada *winsorização* nos percentis 5 e 95.

Admite-se como avaliação da eficácia do monitoramento realizado pelo conselho de administração a observância das funções de desenho da remuneração dos executivos, qualidade das informações financeiras divulgadas e substituição do CEO (Faleye *et al.*, 2011; Li & Wahid, 2018). Nesse sentido, utilizaram-se como variáveis dependentes neste artigo as remunerações variável e total dos executivos, o gerenciamento de resultados a partir de *accruals* discricionários como *proxy* para qualidade das informações financeiras e a sensibilidade do *turnover* do CEO ao desempenho da firma como representativa da decisão de substituição do principal executivo da companhia.

Como variáveis de monitoramento do conselho de administração, foram utilizadas a remuneração total dos executivos (RT), operacionalizada a partir do logaritmo da remuneração total em reais (fixa + variável) no ano t (Sarhan *et al.*, 2019; Usman *et al.*, 2018), a remuneração variável dos executivos (RV), operacionalizada a partir do logaritmo da remuneração variável em reais (bônus, ações, opções de ações e outros benefícios) no ano t (Almor *et al.*, 2019; Al-Shaer & Harakeh, 2020; Baixauli-Soler *et al.*, 2016; Sarhan *et al.*, 2019), o logaritmo dos *accruals* discricionários como *proxy* para o gerenciamento de resultados (GR), calculado a partir do modelo de Pae (2005) e com abordagem de fluxo de caixa (Azeez *et al.*, 2019; Saona *et al.*, 2019; Zalata *et al.*, 2019), e o *turnover* do CEO no ano $t+1$ (TCEO), operacionalizado a partir de uma *dummy* que assume valor 1, se o CEO (ou principal executivo) deixa a empresa no ano $t+1$, e 0, caso contrário (Buchwald & Hottenrott, 2019; Kim *et al.*, 2020).

Quanto à adoção do modelo de Pae (2005), deve-se ao avanço sobre modelos anteriores, por incorporar a reversão dos *accruals* do período anterior e variáveis representativas do fluxo de caixa operacional. Em relação à *proxy* para a diversidade de gênero no conselho, foi utilizado o percentual de mulheres no conselho (PM), calculado a partir do número de mulheres no

conselho dividido pelo número total de membros no conselho, esperando-se que este tenha efeito negativo sobre as *proxies* de monitoramento. Quanto ao *turnover* do CEO, foi utilizada como variável de interesse a interação entre o percentual de mulheres no conselho e o desempenho da firma (PMxD), sendo esse desempenho observado a partir do retorno sobre o ativo (ROA), sob a premissa de que o desempenho tenha efeito negativo sobre o TCEO e a interação tenha coeficiente positivo e não significativo, sugerindo que o desempenho não tem poder explicativo sobre a substituição do CEO quando existem mulheres no conselho.

Como variáveis de controle, foram utilizadas variáveis de governança corporativa, tais como tamanho do conselho (TC), dualidade do CEO (DUAL), percentual de membros independentes no conselho (IC), percentual de mulheres independentes no conselho (MIC) e concentração de propriedade (CP), bem como características da firma, como tamanho (TAM), alavancagem (LEV), retorno sobre o ativo (ROA), retorno anual das ações (RET) e *market-to-book* (MB) e *dummies* para setor e ano.

Quanto aos procedimentos econométricos adotados, com base no teste de Dickey-Fuller Aumentado, pode-se considerar que as séries contidas nos painéis são estacionárias. Para analisar as hipóteses de pesquisa H1 e H2, fez-se o uso da Equação 1:

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

em que $R_{i,t}$ é referente à remuneração dos executivos da empresa i no ano t , assumindo-se as variáveis remuneração total dos executivos (RT) ou remuneração variável dos executivos (RV); R_{t-1} é referente à remuneração (total ou variável) dos executivos da empresa i no ano $t-1$, no caso da segunda, observando-se apenas as empresas com remuneração variável maior que zero no período t ; $PM_{i,t}$ é o percentual de mulheres no conselho da empresa i no ano t ; $\text{Controles}_{i,t}$ são variáveis referentes à governança corporativa e às características da empresa i no ano t , além de *dummies* para ano; ε_t é o termo de erro da regressão.

Para analisar a hipótese de pesquisa H3, fez-se uso da Equação 2:

$$GR_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 GR_{t-1} + \beta_2 PM_{i,t} + \sum_{j=3}^n \beta_j \text{Controles}_{i,t} + \varepsilon_t \quad (2)$$

em que $GR_{i,t}$ é referente ao gerenciamento de resultados da empresa i no ano t , mensurado pelos *accruals* discricionários; GR_{t-1} é referente ao gerenciamento de resultados da empresa i no ano $t-1$; $PM_{i,t}$ é o percentual de mulheres no conselho da empresa i no ano t ; $\text{Controles}_{i,t}$ são variáveis referentes à governança corporativa e às características da empresa i no ano t ; ε_t é o termo de erro da regressão.

Uma vez identificados indícios de endogeneidade dos regressores, a partir do teste de Wu-Hausman, as estimações para a remuneração dos executivos e o gerenciamento de resultados foram realizadas por GMM-SYS - *Generalized Method of Moments System*, pois, ao considerar problemas não somente de heterogeneidade, mas também de endogeneidade dentro do modelo, o

GMM-SYS apresenta estimação mais eficiente em relação a outros métodos. Todas as estimações foram realizadas em *Two-Step*, assintoticamente mais eficiente que a opção *One-Step*, e, para minimizar o viés dos erros para pequenas amostras, foi utilizada correção de erros-padrão para amostra finita de Windmeijer, tornando a estimação *Two-Step* GMM-Sys mais robusta.

Para analisar a hipótese de pesquisa H4, fez-se uso da Equação 3:

$$\ln\left(\frac{p_{i,t}}{1-p_{i,t}}\right) = \alpha_0 + \beta_1 PM_{i,t} + \beta_2 ROA_{i,t} + \beta_3 PM_{i,t} \times ROA_{i,t} + \sum_{j=4}^n \beta_j \text{Controles}_{i,t} + u_t \quad (3)$$

em que $P_{i,t}$ representa a probabilidade condicional de ocorrência de *turnover* do CEO no ano $t+1$; $PM_{i,t}$ é o percentual de mulheres no conselho da empresa i no ano t ; $ROA_{i,t}$ é o retorno sobre o ativo da empresa i no ano t ; $\text{Controles}_{i,t}$ são variáveis referentes à governança corporativa e às características da empresa i no ano t , além de *dummies* para setor e ano; u_t é o termo de erro da regressão. A estimação dos parâmetros da Equação 3 foi realizada por meio da regressão logística.

ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

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

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

Tabela 1. Estatística descritiva das variáveis

Variável	Média	Mediana	Desv.-Padrão	Mínimo	Máximo
RT	15,6385	15,7806	1,2537	13,2358	17,7290
RV	15,0193	15,2437	1,6287	6,9976	17,1629
GR	-3,8850	-3,6860	1,1988	-10,3080	-1,2740

Continua

Tabela 1. Estatística descritiva das variáveis

Conclusão

Variável	Média	Mediana	Desv.-Padrão	Mínimo	Máximo
TCEO	0,2028	0,0000	0,4022	0,0000	1,0000
PM	0,0884	0,0000	0,1129	0,0000	0,3333
TC	8,6045	7,0000	4,9257	1,0000	30,0000
DUAL	0,1414	0,0000	0,3486	0,0000	1,0000
IC	0,2086	0,1818	0,2035	0,0000	0,6000
MIC	0,1018	0,0000	0,3025	0,0000	1,0000
CP	0,6443	0,6450	0,1825	0,3237	0,9725
ROA	6,1301	6,2558	7,1609	-9,4545	19,4483
RET	-0,0017	0,0083	0,1827	-0,3842	0,3251
TAM	22,2151	22,8987	1,0345	20,6008	23,0134
MB	15,3800	11,0000	14,1358	1,6678	56,2195
LEV	0,3291	0,3199	0,2216	0,0007	0,8043

Fonte: Elaborado pelos autores.

Apesar do percentual médio de 11% no ano de 2018, o percentual médio de mulheres no conselho de empresas brasileiras no período amostral é de 8,84%. Comparativamente a outros países, a representação de mulheres nos conselhos é de 43,4% na França, 36,3% na Suécia, 27,2% no Reino Unido, 22% na Espanha e 21,7% nos Estados Unidos (World Economic Forum, 2020). Destaca-se que é do contexto desses países que provém a maior parte das evidências empíricas sobre os efeitos da diversidade de gênero nos conselhos de administração, alguns com cotas para mulheres.

Em 685 das 1.287 observações (53,22%), não há mulheres nos conselhos, e em 78,01% há, no máximo, uma mulher, dentro de uma média de oitos assentos nos conselhos de empresas brasileiras. Observou-se, ainda, que 90,52% contam com, no máximo, duas mulheres no conselho, e a presença de três ou mais mulheres é observada em menos de 10% da amostra.

A Tabela 2 exibe as estimações para as três *proxies* de monitoramento. Os testes de sobreidentificação de Hansen e de autocorrelação de Arellano e Bond de primeira e segunda ordens fornecem indícios para não rejeição das hipóteses de exogeneidade dos instrumentos utilizados e não autocorrelação entre os resíduos, sugerindo que são atendidos os pressupostos requeridos para utilização do GMM-SYS.

Tabela 2. Estimções para as proxies de monitoramento do conselho

	RT_t	RV_t	GR_t	$TCEO_{t+1}$
	Eq.1	Eq.1	Eq.2	Eq.3
RT_{t-1}	0,798***	-	-	-
	(0,041)	-	-	-
RV_{t-1}	-	0,643***	-	-
	-	(0,092)	-	-
GR_{t-1}	-	-	0,069	-
	-	-	(0,078)	-
PM_t	-0,302*	-1,042**	-0,280	-0,351
	(0,162)	(0,488)	(0,493)	(0,867)
$PM \times ROA_t$	-	-	-	0,048
	-	-	-	(0,090)
IC_t	-	-	-0,724**	0,312
	-	-	(0,300)	(0,389)
CP_t	-	-	-0,145	-0,440
	-	-	(0,324)	(0,450)
RET_t	0,157	-0,130	-0,475*	-
	(0,136)	(0,248)	(0,243)	-
ROA_t	0,023***	0,036***	-0,015*	-0,030**
	(0,006)	(0,011)	(0,008)	(0,013)
LEV_t	0,128	0,481	0,020	-
	(0,220)	(0,360)	(0,303)	-
TAM_t	-0,090	-0,130	-0,142***	0,051
	(0,058)	(0,082)	(0,018)	(0,072)
MB_t	0,003	0,010*	-0,001	0,011**
	(0,004)	(0,006)	(0,004)	(0,005)
MIC_t	0,175***	0,330**	0,094	-
	(0,064)	(0,143)	(0,157)	-
Intercepto	4,984***	7,538**	-	-1,549
	(1,658)	(2,521)	-	(1,739)

Continua

Tabela 2. Estimacões para as proxies de monitoramento do conselho

Conclusão

	RT_t	RV_t	GR_t	$TCEO_{t+1}$
Dummy de Setor / Ano	Não / Sim	Não / Sim	Não / Não	Sim / Sim
Nº de Observacões	1.287	962	870	1.287
Nº de Grupos	199	163	144	199
Nº de Instrumentos	148	148	45	-
Estat. Wald	1888,576***	246,358***	5010,376***	39,1 ***
Teste de Hansen	136,081	137,430	37,158	-
AR(1)	-5,072***	-4,409**	-3,657***	-
AR(2)	1,729*	-0,437	1,156	-
VIF médio	-	-	-	2,102
Pseudo-R ²	-	-	-	0,041

Nota. * significativo a 10%; ** significativo a 5%; *** significativo a 1%. Entre parênteses são apresentados erros-padrão.

Fonte: Elaborado pelos autores

Os resultados sugerem que a diversidade de gênero, representada pelo percentual de mulheres no conselho, influencia negativamente a remuneração total e a remuneração variável dos executivos, como esperado, não se podendo rejeitar as hipóteses de pesquisa H1 e H2. Os resultados observados estão em linha com os observados em Bugeja *et al.* (2016), Pucheta-Martínez *et al.* (2017), García-Izquierdo *et al.* (2018), Harakeh *et al.* (2019) e Al-Shaer e Harakeh (2020), que também constataram uma relação negativa entre diversidade de gênero e remuneração dos executivos.

Quanto às variáveis de controle, observa-se efeito positivo e significativo do retorno do ativo sobre a remuneração total e variável dos executivos. Quanto maior o desempenho financeiro da firma, maior é a remuneração associada aos seus executivos, que pode estar vinculada à maior parcela variável, uma vez que bônus monetários e em forma de ações ou opções de ações são implementados a partir de políticas de incentivo ao bom desempenho e alcance de metas, sendo uma das métricas o ROA. O *market-to-book* demonstrou influenciar positivamente a parcela variável da remuneração dos executivos. De maneira oposta ao esperado, a variável referente à presença de pelo menos uma mulher como membro independente no conselho de administração apresenta coeficiente positivo, sugerindo que aumentaria a remuneração dos executivos. É possível que esse resultado esteja associado à baixa representatividade de mulheres independentes nas empresas da amostra.

Observa-se que o percentual de mulheres no conselho não se mostrou significativo em afetar a prática de gerenciamento de resultados, a partir do uso de *accruals* discricionários. Nesse sentido, a evidência fornece subsídios que não suportam o argumento de que mulheres no conselho reduzam a prática de gerenciamento de resultados, como constatado em Saona *et al.* (2019) e Azeez *et al.* (2019), e, dessa forma, rejeita-se a hipótese de pesquisa H3. No entanto,

não há consenso na literatura quanto à relação entre a diversidade de gênero no conselho e o gerenciamento de resultados, conforme pode ser observado em *Azeez et al. (2019)*, *Elghuweel et al. (2017)* e *Pavlović et al. (2018)*, que sugerem tanto para relação negativa quanto para relação inexistente.

Quanto às variáveis de controle, a independência do conselho reduz a prática de gerenciamento de resultados, uma vez que diretores sem vínculos com a companhia seriam melhores monitores (*Fama & Jensen, 1983*), representando os interesses dos acionistas e buscando maior transparência nas informações financeiras divulgadas. Além disso, a evidência aponta que o desempenho influencia negativamente o gerenciamento de resultados, observado a partir do retorno das ações, entendendo-se que o baixo desempenho de mercado é um incentivo para que as empresas gerenciem seus resultados, em busca de sinalizar boas expectativas de fluxos de caixa futuros. Há, ainda, indícios de influência também negativa do ROA sobre a prática de gerenciamento de resultados. O tamanho da firma mostra-se explicativo do gerenciamento de resultados, e esse fato pode estar associado ao maior nível de monitoramento externo, a partir de agentes de mercado, direcionado a empresas maiores, que optariam por reduzir o uso de *accruals* discricionários.

Quanto à probabilidade de *turnover* do CEO no ano $t+1$, verifica-se que esta aumenta a partir do menor ROA no ano t . Ou seja, se o desempenho da firma é ruim, as chances de que o CEO seja substituído no ano subsequente aumentam, de maneira condizente ao verificado por *Kim et al. (2020)* e *Buchwald e Hottenrott (2019)*. A análise do coeficiente de interação (PMxROA) sugere a não rejeição da hipótese H4, uma vez que as interações se mostram positivas e não significativas, trazendo evidência de que, em empresas com participação de mulheres no conselho, o ROA não tem poder explicativo sobre a probabilidade de substituição do CEO. Portanto, essa evidência sugere que, conforme argumento de *Kim et al. (2020)*, a diversidade de gênero no conselho torna o julgamento quanto à demissão do CEO mais abrangente do que a observância apenas de uma medida de desempenho e que mulheres no conselho estão dispostas a oferecer ao CEO a chance de mostrar melhoria de desempenho.

Em relação às variáveis de controle, verifica-se que o MB é positivo e significativo, oposto à expectativa inicial adotada, de que sinalização de bons resultados futuros levariam à menor probabilidade de substituição do CEO. É possível que quanto maior for a expectativa de crescimento da companhia, maior será a possibilidade de que o principal executivo opte pelo *turnover* voluntário no período subsequente, em busca de posições em outras companhias, dados seu próprio bom desempenho em gestão, melhoria de seu sucesso empresarial no currículo e sua maior visibilidade por parte de concorrentes e agentes *headhunters*, por exemplo.

Buscando maior detalhamento do efeito da variável percentual de mulheres no conselho sobre as *proxies* de monitoramento, foram realizadas estimações com intervalos percentuais, visando identificar possíveis diferenças no impacto, a partir de diferentes níveis de mulheres nos conselhos. Os resultados são apresentados na Tabela 3. As variáveis PM_10, PM_20 e PM_30 são *dummies* indicativas de intervalo percentual de 11% a 20%, de 21% a 30% e acima de 30% de mulheres no conselho, respectivamente.

Tabela 3. Estimções para as proxies de monitoramento com intervalos percentuais de mulheres no conselho

	RT_t	RV_t	GR_t	$TCEO_{t+1}$
	Eq.1	Eq.1	Eq.2	Eq.3
RT_{t-1}	0,791***	-	-	-
	(0,044)	-	-	-
RV_{t-1}	-	0,652***	-	-
	-	(0,094)	-	-
GR_{t-1}	-	-	0,064	-
	-	-	(0,078)	-
PM_{10}_t	0,068	0,056	-0,337**	0,270
	(0,055)	(0,107)	(0,158)	(0,269)
PM_{20}_t	0,028	-0,079	0,026	-0,442
	(0,066)	(0,140)	(0,176)	(0,500)
PM_{30}_t	-0,138*	-0,407	0,072	-0,393
	(0,073)	(0,258)	(0,155)	(0,387)
PM_{10xROA}_t	-	-	-	-0,048
	-	-	-	(0,031)
PM_{20xROA}_t	-	-	-	0,030
	-	-	-	(0,050)
PM_{30xROA}_t	-	-	-	0,042
	-	-	-	(0,038)
IC_t	-	-	-0,586**	0,262
	-	-	(0,291)	(0,392)
CP_t	-	-	-0,259	-0,544
	-	-	(0,313)	(0,456)
RET_t	0,173	-0,147	-0,485*	-

Continua

Tabela 3. Estimções para as proxies de monitoramento com intervalos percentuais de mulheres no conselho

Conclusão

	RT_t	RV_t	GR_t	$TCEO_{t+1}$
	(0,139)	(0,261)	(0,250)	-
ROA_t	0,022***	0,034***	-0,015*	-0,024**
	(0,006)	(0,011)	(0,008)	(0,012)
LEV_t	0,167	0,501	0,150	-
	(0,223)	(0,337)	(0,295)	-
TAM_t	-0,101*	-0,126	-0,143***	-0,050
	(0,060)	(0,084)	(0,017)	(0,073)
MB_t	0,003	0,008	-0,0004	0,011**
	(0,004)	(0,005)	(0,004)	(0,005)
MIC_t	0,126**	0,216*	0,114	-
	(0,063)	(0,126)	(0,171)	-
Intercepto	5,330***	7,302	-	0,576
	(1,728)	(2,578)	-	(1,654)
Dummy de Setor / Ano	Não / Sim	Não / Sim	Não / Não	Sim / Sim
Nº de Observações	1.287	962	870	-
Nº de Grupos	199	163	144	-
Nº de Instrumentos	152	152	49	-
Estat. Wald	2124,942***	265,476***	5376,17***	53,90***
Teste de Hansen	139,535	135,953	39,767	-
AR(1)	-5,222***	-5,893***	-3,634***	-
AR(2)	1,854*	-0,196	1,139	-
VIF médio	-	-	-	2,176
Pseudo-R ²	-	-	-	0,045

Nota. * significativo a 10%; ** significativo a 5%; *** significativo a 1%. Entre parênteses são apresentados erros-padrão.

Fonte: Elaborado pelos autores.

Ao utilizar a variável RT como *proxy* de monitoramento, observa-se que o nível acima de 30% de mulheres no conselho é negativo e significativo, indicando que a maior diversidade de gênero no conselho tem efeito sobre a remuneração total dos executivos. Já para a remuneração variável, nenhuma das *dummies* apresenta significância estatística, apesar de os intervalos entre 11% e 20% e acima de 30% mostrarem sinal negativo. O efeito verificado em maior participação feminina nos conselhos encontra suporte na massa crítica apontada por Konrad *et al.* (2008), em que a dinâmica do conselho é afetada a partir de três ou mais mulheres no conselho, pois, ao superar visões de estereótipo e ter sua presença vista como algo normal, as mulheres podem trazer contribuições, influenciar discussões e levantar questionamentos e reflexões com olhar de longo prazo. Por outro lado, quando a representatividade é baixa, existiria dificuldade em apresentarem contribuições significativas, pois podem ser apenas uma representação simbólica de uma minoria, refletindo o tokenismo.

Ao utilizar o gerenciamento de resultados como *proxy* de monitoramento, observa-se que o nível entre 11% e 20% de mulheres no conselho é negativo e significativo ao nível de 5%, dando indícios de que essa menor proporção de mulheres no conselho reduz a prática de gerenciamento de resultados. Todavia, destaca-se que, nesse intervalo percentual, se concentra a maior parte da amostra com mulheres no conselho deste estudo, o que pode explicar a não verificação do efeito negativo também nos intervalos de maior percentual. Portanto, há indícios de que a ausência da relação entre a presença de mais mulheres no conselho e o gerenciamento de resultados deve-se à baixa representação feminina na amostra, refletindo o contexto brasileiro.

Observando a sensibilidade do *turnover* do CEO ao desempenho da firma como *proxy* de monitoramento, o ROA é estatisticamente significativo. Entretanto, observando as variáveis de interação entre o desempenho e os intervalos de PM, entende-se que, em intervalos menores, de até 20% de mulheres no conselho, o coeficiente é negativo, e, para de 21% a 30% de mulheres e acima de 30% de mulheres no conselho, o coeficiente é positivo, e não significativo. Portanto, em empresas com maior percentual de mulheres no conselho, o ROA não tem mais poder explicativo sobre a probabilidade de *turnover* do CEO, assim a decisão de substituição do CEO é menos sensível ao desempenho da firma. Nessa direção, entende-se que as mulheres podem estar desempenhando um papel ativo na decisão quanto à permanência ou não do CEO em momento de baixo desempenho da companhia.

No intuito de verificar a consistência dos resultados observados, foram realizadas análises adicionais. Primeiro, no intuito de verificar a consistência da teoria da massa crítica, utilizou-se uma *proxy* alternativa para a diversidade de gênero no conselho: uma *dummy* para a presença de três ou mais mulheres no conselho. Contudo, os resultados não foram consistentes. Esses resultados podem ser explicados pela baixa representação feminina nos conselhos no Brasil, uma vez que, em apenas 5,13% da amostra estudada, observou-se a presença de três ou mais mulheres no conselho, dificultando análises adicionais sobre a teoria da massa crítica.

Em seguida, na análise da sensibilidade do *turnover* do CEO, utilizou-se como *proxy* para o desempenho da firma o retorno das ações, e os resultados observados mostraram-se consistentes com os obtidos ao utilizar o ROA como *proxy*.

Por fim, no intuito de investigar a consistência do efeito da participação de mulheres no conselho sobre as *proxies* de monitoramento investigadas, foram realizados os mesmos passos das estimações apresentadas na Tabela 2, mas acrescentando como variáveis de controle algumas *proxies* de governança corporativa, tais como TC, DUAL, IC e CP. Os resultados das estimações são apresentados na Tabela 4.

Tabela 4. Estimações para as *proxies* de monitoramento do conselho com adição de variáveis de governança

	RT_t	RV_t	GR_t	$TCEO_{t+1}$
	Eq.1	Eq.1	Eq.2	Eq.3
RT_{t-1}	0,755***	-	-	-
	(0,046)	-	-	-
RV_{t-1}	-	0,601***	-	-
	-	(0,082)	-	-
GR_{t-1}	-	-	0,055	-
	-	-	(0,077)	-
PM_t	-0,150	-0,726	-0,123	-0,722
	(0,165)	(0,520)	(0,470)	(0,899)
$PM \times ROA_t$	-	-	-	0,043
	-	-	-	(0,094)
TC_t	0,015**	0,006	-0,028**	0,060***
	(0,007)	(0,011)	(0,012)	(0,016)
$DUAL_t$	-0,067	-0,173	-0,116	0,152
	(0,058)	(0,187)	(0,175)	(0,243)
IC_t	0,475***	0,468	-0,773**	0,595
	(0,157)	(0,293)	(0,307)	(0,409)
CP_t	-0,135	-0,445	-0,210	-0,055
	(0,143)	(0,302)	(0,315)	(0,465)
RET_t	0,176	-0,168	-0,424*	-
	(0,138)	(0,243)	(0,246)	-
ROA_t	0,022***	0,036***	-0,011	-0,037***
	(0,005)	(0,012)	(0,008)	(0,013)
LEV_t	0,033	0,466	0,257	-
	(0,187)	(0,403)	(0,297)	-
TAM_t	-0,092*	-0,161*	-0,137***	0,009

Continua

Tabela 4. Estimacões para as proxies de monitoramento do conselho com adição de variáveis de governança

Conclusão

	RT_t	RV_t	GR_t	$TCEO_{t+1}$
	(0,053)	(0,089)	(0,017)	(0,074)
MB_t	0,003	0,010*	-0,001	0,009*
	(0,003)	(0,006)	(0,004)	(0,005)
MIC_t	0,049	0,134	0,089	-
	(0,070)	(0,157)	(0,146)	-
Intercepto	5,624***	8,999***	-	-1,549
	(1,659)	(2,504)	-	(1,739)
Dummy de Setor / Ano	Não / Sim	Não / Sim	Não / Não	Sim / Sim
Não de Observacões	1.287	962	870	1.287
Não de Grupos	199	163	144	199
Não de Instrumentos	156	156	47	-
Estat. Wald	2380,288***	305,692***	5766,204***	51,3 ***
Teste de Hansen	137,234	136,482	39,525	-
AR(1)	-5,261***	-4,325***	-3,651***	-
AR(2)	1,621	-0,522	1,150	-
VIF médio	-	-	-	2,079
Pseudo-R ²	-	-	-	0,051

Nota. * significativo a 10%; ** significativo a 5%; *** significativo a 1%. Entre parênteses são apresentados erros-padrão.

Fonte: Elaborado pelos autores.

Apesar da verificao de efeito negativo da diversidade de gnero no conselho sobre a remunerao total e variável dos executivos (Tabela 2) e sobre o gerenciamento de resultados (Tabela 3), percebe-se, com base nos resultados da Tabela 4, que, ao considerar outras variáveis relacionadas  governança corporativa no modelo, já consolidadas na literatura, o percentual de mulheres no conselho perde sua significância estatística, não apresentando poder explicativo sobre nenhuma das variáveis de monitoramento. Assim, há indícios de que, embora a diversidade de gnero no conselho reduza a remunerao e o gerenciamento de resultados, esse efeito seja sobrepujado por outras variáveis de governança. Uma possível explicao para esse fato é a de que, conforme destacam Adams e Ferreira (2009), a diversidade de gnero no conselho é valiosa para a companhia quando sua estrutura de governança corporativa é fraca. Partindo desse argumento, infere-se que quando outros instrumentos de governança são escassos ou insuficientes, a diversidade de gnero no conselho é capaz de atuar de maneira mais forte no monitoramento realizado pelo conselho. Quanto ao *turnover* do CEO, não há evidência de que a adio de *proxies* de governança afete as relaes identificadas previamente relacionadas  diversidade de gnero no conselho e desempenho.

CONCLUSÃO

Este artigo teve por objetivo investigar se a diversidade de gênero no conselho afeta a eficácia do monitoramento, no sentido de reduzir a remuneração total e variável dos executivos, a prática de gerenciamento de resultados e a sensibilidade do *turnover* do CEO ao desempenho das empresas brasileiras de capital aberto. Pode-se concluir que há evidências de que a diversidade de gênero nos conselhos tem efeito sobre as três funções de monitoramento investigadas, ou seja, de que o percentual de mulheres no conselho tem efeito negativo sobre a remuneração total e variável dos executivos e reduz a sensibilidade do *turnover* do CEO ao desempenho da firma, tornando não significativo o efeito do retorno sobre o ativo e o retorno das ações na probabilidade de mudança do principal executivo da empresa. Nesse sentido, o conselho consideraria outras informações qualitativas e quantitativas além do ROA para decisão de demissão ou não do CEO, o que, sob as lentes da presente pesquisa, indica melhor monitoramento. Adicionalmente, percentuais entre 11% e 20% de mulheres no conselho têm efeito negativo sobre o gerenciamento de resultados, levando à maior transparência das informações financeiras divulgadas.

Apesar disso, é relevante destacar que o efeito da diversidade de gênero no conselho sobre duas das três funções analisadas não permanece quando consideramos outras *proxies* de governança, tais como independência do conselho, tamanho do conselho, concentração de propriedade e dualidade do CEO, sugerindo que a diversidade de gênero no conselho é mais valiosa para a firma quando a sua governança corporativa é fraca, conforme sugerem Adams e Ferreira (2009). Por isso, entende-se que o papel de monitoramento desempenhado pelo conselho de administração é relevante no contexto de países de baixa governança corporativa, em que mecanismos internos e externos de controle são pouco desenvolvidos. Nesse sentido, a promoção de diversidade de gênero em conselhos de países de economia emergente, de baixa governança, pode ter efeito positivo sobre o monitoramento, auxiliando a redução de conflitos de agência.

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

Os resultados desta pesquisa podem, ainda, fornecer *insights* interessantes, ao trazerem um ponto de vista diferente sobre a influência da representação feminina nos conselhos. Em termos de implicações práticas, esses resultados podem contribuir como instrumento para o maior entendimento crítico acerca de potenciais consequências da inserção de mulheres nos conselhos por parte de agentes econômico-financeiros, normativos, sociais e políticos, ao considerar, por exemplo, a possibilidade de implementação das quotas femininas previstas no Projeto de Lei n. 7.179/17 e outros esforços de incentivo ao aumento da participação de mulheres

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

Ressalta-se, ainda, que este artigo contribui com a literatura anterior, que é concentrada em economias desenvolvidas, muitas delas com cotas para a participação de mulheres no conselho, principalmente com os estudos de *Azeez et al. (2019)*, *García-Izquierdo et al. (2018)*, *Harakeh et al. (2019)*, *Kim et al. (2020)*, *Saona et al. (2019)*, *Usman et al. (2018)*, ao abordar os efeitos da diversidade de gênero nas funções de monitoramento desempenhadas pelo conselho em ambiente caracterizado por baixa governança corporativa e fracos mecanismos de proteção ao investidor, como é o caso do Brasil, onde os estudos têm focado os efeitos da diversidade sobre o desempenho (*Dani et al., 2019*; *Silva & Margem, 2015*).

Quanto às limitações, destaca-se a falta de dados referentes à governança corporativa de empresas no Brasil, que reduziu significativamente a quantidade de observações na amostra e impossibilitou a coleta de dados para variáveis de controle potencialmente relevantes no contexto deste estudo, como a presença de comitê de remuneração e de comitê de auditoria. Além disso, os dados relativos à governança corporativa, que não foram capturados pelo pacote “GetDFPData”, foram coletados manualmente, a partir dos Formulários de Referência, o que supõe possibilidade de erro humano. Ressalta-se, ainda, que a limitação ao acesso mais detalhado de dados sobre a estrutura de capital das firmas não permitiu que se empregassem testes mais detalhados em torno dos possíveis efeitos daquele atributo, como os efeitos da presença feminina no conselho, ao se considerar indicação derivada de relações familiares ou mesmo derivada de investidores sofisticados, ficando para futuras investigações.

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. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2008.10.007>
- Almor, T., Bazel-Shoham, O., & Lee, S. M. (2019). The dual effect of board gender diversity on R&D investments. *Long Range Planning*, 50(3), 1-23. <https://doi.org/10.1016/j.lrp.2019.05.004>
- Al-Shaer, H., & Harakeh, M. (2020). Gender differences in executive compensation on British corporate boards: The role of conditional conservatism. *The International Journal of Accounting*, 55(1), 1-48. <https://doi.org/10.1142/S109440602050002X>
- Azeez, H. A. R. Al, Sukoharsono, E. G., & Andayani, W. (2019). The impact of board characteristics on earnings management in the international oil and gas corporations. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, 23(1), 1-26. <https://encurtador.com.br/cfqxJ>

- Baixauli-Soler, J. S., Lucas-Perez, M. E., Martin-Ugedo, J. F., Minguez-Vera, A., & Sanchez-Marin, G. (2016). Executive directors' compensation and monitoring: The influence of gender diversity on Spanish boards. *Journal of Business Economics and Management*, 17(6), 1133-1154. <https://doi.org/10.3846/16111699.2014.969767>
- Baker, H. K., Pandey, N., Kumar, S., & Haldar, A. (2020). A bibliometric analysis of board diversity: Current status, development, and future research directions. *Journal of Business Research*, 108, 232-246. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2019.11.025>
- Bloomberg Brasil. (2020). *InfoMoney*. Fundo liderado por mulheres aposta em reformas ESG em emergentes. <https://www.infomoney.com.br/onde-investir/fundo-liderado-por-mulheres-aposta-em-reformas-esg-em-emergentes/>
- Buchwald, A., & Hottenrott, H. (2019). Women on the board and executive tenure. *Managerial and Decision Economics*, 40(7), 741-760. <https://doi.org/10.1002/mde.3028>
- Bugeja, M., Matolcsy, Z., & Spiropoulos, H. (2016). The association between gender-diverse compensation committees and CEO compensation. *Journal of Business Ethics*, 139(2), 375-390. <https://doi.org/10.1007/s10551-015-2660-y>
- Campbell, K., & Mínguez-Vera, A. (2008). Gender diversity in the boardroom and firm financial performance. *Journal of Business Ethics*, 83(3), 435-451. <https://doi.org/10.1007/s10551-007-9630-y>
- Carter, D. A., Simkins, B. J., & Simpson, W. G. (2003). Corporate governance, board diversity, and firm value. *Financial Review*, 38(1), 33-53. <https://doi.org/10.1111/1540-6288.00034>
- 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. <https://doi.org/10.1590/1982-7849rac2019180327>
- Cumming, D., Leung, T. Y., & Rui, O. (2015). Gender diversity and securities fraud. *Academy of Management Journal*, 58(5), 1572-1593. <https://doi.org/10.5465/amj.2013.0750>
- Dani, A. C., Picolo, J. D., & Klann, R. C. (2019). Gender influence, social responsibility and governance in performance. *RAUSP Management Journal*, 54(2), 154-177. <https://doi.org/10.1108/RAUSP-07-2018-0041>
- Elghuweel, M. I., Ntim, C. G., Opong, K. K., & Avison, L. (2017). Corporate governance, Islamic governance and earnings management in Oman: A new empirical insights from a behavioural theoretical framework. *Journal of Accounting in Emerging Economies*, 7(2), 190-224. <https://doi.org/10.1108/JAEE-09-2015-0064>
- Faleye, O., Hoitash, R., & Hoitash, U. (2011). The costs of intense board monitoring. *Journal of Financial Economics*, 101(1), 160-181. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2011.02.010>
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Agency problems and residual claims. *The Journal of Law and Economics*, 26(2), 327-349. <https://doi.org/10.1086/467038>
- García-Izquierdo, A. L., Fernández-Méndez, C., & Arrondo-García, R. (2018). Gender diversity on boards of directors and remuneration committees: The influence on listed companies in Spain. *Frontiers in Psychology*, 9, 1351. <https://doi.org/10.3389/fpsyg.2018.01351>

- 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>
- Harakeh, M., El-Gammal, W., & Matar, G. (2019). Female directors, earnings management, and CEO incentive compensation: UK evidence. *Research in International Business and Finance*, 50, 153-170. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2019.05.001>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Kim, O., Kuang, Y. F., & Qin, B. (2020). Female representation on boards and CEO performance-induced turnover: Evidence from Russia. *Corporate Governance: An International Review*, 28(3), 235-260. <https://doi.org/10.1111/corg.12316>
- Kirsch, A. (2018). The gender composition of corporate boards: A review and research agenda. *The Leadership Quarterly*, 29(2), 346-364. <https://doi.org/10.1016/j.leaqua.2017.06.001>
- Konrad, A. M., Kramer, V., & Erkut, S. (2008). The impact of three or more women on corporate boards. *Organizational Dynamics*, 37(2), 145-164. <https://doi.org/10.1016/j.orgdyn.2008.02.005>
- Levi, M., Li, K., & Zhang, F. (2014). Director gender and mergers and acquisitions. *Journal of Corporate Finance*, 28, 185-200. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfn.2013.11.005>
- Li, N., & Wahid, A. S. (2018). Director tenure diversity and board monitoring effectiveness. *Contemporary Accounting Research*, 35(3), 1363-1394. <https://doi.org/10.1111/1911-3846.12332>
- Pucheta Martínez, M. C., Bel Oms, I., & Olcina Sempere, G. (2017). Is board gender diversity a driver of CEO compensation? Examining the leadership style of institutional women directors. *Asian Women*, 33(4), 55-80. <https://doi.org/10.14431/aw.2017.12.33.4.55>
- Nisiyama, E. K., & Nakamura, W. T. (2018). Diversidade do conselho de administração e a estrutura de capital. *RAE-Revista de Administração de Empresas*, 58, 551-563. <https://doi.org/10.1590/S0034-759020180604>
- Pae, J. (2005). Expected accrual models: The impact of operating cash flows and reversals of accruals. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 24(1), 5-22. <https://doi.org/10.1007/s11156-005-5324-7>
- Pavlović, V., Knežević, G., & Bojičić, R. (2018). Board gender diversity and earnings management in agricultural sector: Does it have any influence. *Custos e Agronegócio*, 14(2), 340-363. <http://www.custoseagronegocioonline.com.br/numero2v14/OK%2016%20earnings.pdf>
- Prudêncio, P., Forte, H., Crisóstomo, V., & Vasconcelos, A. (2021). Efeito da diversidade do conselho de administração e da diretoria executiva na responsabilidade social corporativa. *BBR. Brazilian Business Review*, 18, 118-139. <http://dx.doi.org/10.15728/bbr.2021.18.2.1>
- Saona, P., Muro, L., Martín, P. S., & Baier-Fuentes, H. (2019). Diversity and its impact on earnings management: An empirical analysis for select European firms. *Technological and Economic Development of Economy*, 25(4), 634-663. <https://doi.org/10.3846/tede.2019.9381>

- Sarhan, A. A., Ntim, C. G., & Al-Najjar, B. (2019). Board diversity, corporate governance, corporate performance, and executive pay. *International Journal of Finance & Economics*, 24(2), 761-786. <https://doi.org/10.1002/ijfe.1690>
- Silva, A. L. C., & Margem, H. (2015). Mulheres em cargos de alta administração afetam o valor e desempenho das empresas brasileiras? *Brazilian Review of Finance*, 13(1), 103-133. <https://doi.org/10.12660/rbfin.v13n1.2015.35116>
- Silveira, A., & Donaggio, A. (2020). A importância da diversidade de gênero nos conselhos de administração para a promoção da responsabilidade social corporativa. *DESC - Direito, Economia e Sociedade Contemporânea*, 2(2), 11-42. <https://doi.org/10.33389/desc.v2n2.2019.p11-42>
- Sutto, S. (2020). XP Inc. se compromete a ter 50% de mulheres em todos os níveis hierárquicos até 2025. *InfoMoney*. <https://www.infomoney.com.br/carreira/xp-inc-se-compromete-a-ter-50-de-mulheres-em-seu-quadro-de-funcionarios-ate-2025/>
- Usman, M., Zhang, J., Wang, F., Sun, J., & Makki, M. A. M. (2018). Gender diversity in compensation committees and CEO pay: Evidence from China. *Management Decision*, 56(5), 1065-1087. <https://doi.org/10.1108/MD-09-2017-0815>
- World Economic Forum. (2020). *Global Gender Gap Report 2020*. http://www3.weforum.org/docs/WEF_GGGR_2020.pdf
- Zalata, A. M., Ntim, C. G., Choudhry, T., Hassanein, A., & Elzahar, H. (2019). Female directors and managerial opportunism: Monitoring versus advisory female directors. *The Leadership Quarterly*, 30(5), 1-16. <https://doi.org/10.1016/j.leaqua.2019.101309>

CONFLITOS DE INTERESSE

Os autores não têm conflitos de interesse a declarar.

CONTRIBUIÇÃO DOS AUTORES

Camila de Araújo Fernandes: Conceituação, curadoria de dados, análise formal,; Investigação; Metodologia; Administração de projetos; Recursos; Programas; Validação; Visualização; Redação – rascunho original; Redação – revisão e edição.

Márcio André Veras Machado: Conceituação, curadoria de dados, análise formal, aquisição de financiamento; Investigação; Metodologia; Administração de projetos; Recursos; Programas; Supervisão; Validação; Visualização; Redação – rascunho original; Redação – revisão e edição.