

FUNDAÇÃO ESCOLA DE COMÉRCIO ÁLVARES PENTEADO

FECAP

CENTRO UNIVERSITÁRIO ÁLVARES PENTEADO

MESTRADO EM ADMINISTRAÇÃO

GABRIELA DA SILVA LIMA

**MULHERES E O ENDIVIDAMENTO:
UM RETRATO DO IBOVESPA DE 2013 A 2019**

São Paulo

2020

GABRIELA DA SILVA LIMA

**MULHERES E O ENDIVIDAMENTO:
UM RETRATO DO IBOVESPA DE 2013 A 2019**

Artigo apresentado ao Programa de Mestrado em Administração do Centro Universitário Álvares Penteado, como requisito para a obtenção do título de Mestre em Administração.

Orientador: Prof. Dr. Ricardo Goulart Serra

São Paulo

2020

FUNDAÇÃO ESCOLA DE COMÉRCIO ÁLVARES PENTEADO - FECAP

CENTRO UNIVERSITÁRIO ÁLVARES PENTEADO

Prof. Dr. Edison Simoni da Silva
Reitor

Prof. Dr. Ronaldo Fróes de Carvalho
Pró-reitor de Graduação

Prof. Dr. Alexandre Garcia
Pró-reitor de Pós-Graduação

FICHA CATALOGRÁFICA

L732m

Lima, Gabriela da Silva

Mulheres e o endividamento: Um retrato sobre o Ibovespa de 2013 a 2019
/ Gabriela da Silva Lima. - - São Paulo, 2020.

34 f.

Orientador: Prof. Dr. Ricardo Goulart Serra

Artigo (mestrado) – Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado -
FECAP - Centro Universitário Álvares Penteado – Programa de Mestrado
Profissional em Administração com Ênfase em Finanças.

1. Sociedades Comerciais - Dividas.
2. Governança corporativa - Mulheres.
3. Diversidade no ambiente de trabalho.
4. Executivas.

CDD 658.152

Bibliotecário responsável: Elba Lopes, CRB- 8/9622

GABRIELA DA SILVA LIMA

**MULHERES E O ENDIVIDAMENTO:
UM RETRATO DO IBOVESPA DE 2013 A 2019**

Artigo apresentado ao Centro Universitário Álvares Penteado, como requisito para a obtenção do título de Mestre em Administração (Mestrado Profissional em Administração).

COMISSÃO JULGADORA:

Prof. Dra. Annelise Vendramini Felsberg
Fundação Getúlio Vargas

Prof. Dr. Ahmed Sameer El Khatib
Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado – FECAP

Profª. Dr. Ricardo Goulart Serra
Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado – FECAP
Professor Orientador – Presidente da Banca Examinadora

São Paulo, 15 de dezembro de 2020.

Mulheres e o Endividamento: Um retrato sobre o Ibovespa de 2013 a 2019

Gabriela da Silva Lima
Dissertação de Mestrado
E-mail: gabislina86@gmail.com

Resumo

O objetivo do presente trabalho é analisar a relação entre o endividamento das empresas e a presença de mulheres na diretoria e/ou conselho. Considerou-se as 73 empresas que compuseram o Ibovespa no período de 2013 a 2019. Embora a presença feminina na força de trabalho e concluindo cursos de nível superior cresce a cada ano desde 1960, tendo chegado a 61,4% em 2016, a participação nos conselhos e/ou diretoria de empresas é de apenas 10%. Os motivos para esse déficit giram em torno de dois pontos principais: (i) as mulheres têm preferência por outras atividades dentro da empresa e/ou (ii) as sociedades em que estão inseridas não abrem espaço para as mulheres ocuparem essas posições. Os movimentos para incentivar a presença das mulheres nesses cargos estão presentes em todo o mundo pautados, segundo eles, nas qualidades que as mulheres podem agregar às empresas, de maiores retornos a melhor relação com os *stakeholders* provenientes de maior transparência e maior monitoramento das atividades dos administradores. Entretanto, não há consenso sobre esses benefícios e, tão pouco, a partir de que ponto as mulheres passam a influenciar esses resultados de modo que a simples inclusão das mulheres pode não bastar, sendo interessante que mais de uma mulher esteja presente e com diferentes *backgrounds* formando uma massa crítica. Sobre o endividamento das empresas em que as mulheres estão presentes na diretoria e/ou conselho, os resultados também não são consensuais e apontam para empresas menos endividadas – hipoteticamente indicando que a presença feminina reduz a necessidade de monitoramento dos administradores – e também mais endividadas — hipoteticamente indicando que as mulheres assumem tanto ou mais riscos que os homens. Os resultados obtidos apontam para empresas menos endividadas, especialmente na presença de massa crítica feminina. Foram considerados o endividamento a mercado e contábil. As variáveis de interesse foram mulheres CEO, mulheres CFO, mulheres presidentes do conselho, a presença de mulheres independente do cargo e a presença de mulheres a partir de uma massa crítica de 20% de mulheres na diretoria e conselho. As variáveis de controle foram as habituais adotadas para estudo dos determinantes de estrutura de capital. Assim esse trabalho contribui para o fortalecimento da ideia de conselhos mais diversos em gênero que permite a ampliação do

diálogo com diferentes *stakeholders* e exerce a função de monitoramento e gerenciamento imparcial esperada.

Palavras-chave: Estrutura de capital. Diversidade de gênero. Mulheres e risco da empresa. Mulheres e endividamento. Massa crítica. Ibovespa.

Abstract

The purpose of this paper is to analyze the relationship corporate indebtedness and the presence of women on board. Considering a sample of 73 companies that had been part of Ibovespa from 2013 to 2019. Although the female presence in the labor force and finishing the college has been growing every year since 1960 and reached 61,4% in 2016, working on the companies' board is only 10%. The reasons for this deficit revolve around two main points: (i) women has preference to be in other activities not the board and (ii) patriarchal societies don't make room for women to occupy these positions. The movements to encourage the presence of women in these positions are present throughout the world, according to them, based on the qualities that they can add to companies, from higher returns to better relations with stakeholders arising from greater transparency and greater monitoring of the activities of managers. However, there is no consensus on these benefits and, even so, from what point women start to influence these results so that the simple inclusion of women may not be enough, and it is interesting that more than one woman is present and with different backgrounds forming a critical mass. Regarding the indebtedness of the companies that women are on the board the results are also not consensual and point to less indebted companies – denoting a preference for internal financing and the strength of the female presence to monitor managers – and also more in debt – so that women take as much or more risk than men. The results obtained point to less indebted companies, especially in the presence of a critical female mass. Market and accounting indebtedness were considered. The variables of interest were women CEO, women CFO, women chairman of the board, the presence of women independent of the position and the presence of women from a critical mass of 20% of women on the board and advice. The control variables were the usual ones adopted to study the determinants of capital structure. Thus, this work contributes to the strengthening of the idea of more diverse councils in gender that allows the expansion of dialogue with different stakeholders and performs the expected impartial monitoring and management function.

Keywords: Capital structure. Gender diversity. Women and the corporate risk. Women and indebtedness. Critical mass. Ibovespa

1 Introdução

A crescente presença das mulheres na força de trabalho vem ganhando destaque a cada ano assim como a quantidade de mulheres que obtêm formação de nível superior no Brasil que supera a de homens desde 2009 e chegou a 61,4% conforme o Censo da Educação Superior de 2016, sua última edição. No entanto, no Brasil, a quantidade de mulheres nos conselhos e diretoria é de apenas 10,8% segundo levantamento do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) em 2019.

No Brasil, especificamente, o assunto está sendo tratado pelo Projeto de Lei 7179/2017 que tramita na Câmara dos Deputados e prevê que haja 30% de mulheres em conselhos de administração de empresas públicas e sociedades de economia mista, suas subsidiárias e controladas e demais empresas em que a União, direta ou indiretamente, detenha a maioria do capital social com direito a voto.

Esse é um movimento que se estende a outros países, como por exemplo: Itália, Espanha e Noruega e, apesar desse movimento para incluir mais mulheres entre os diretores e conselheiros das empresas, Sila, Gonzalez e Hagendorff (2016) vêm lembrar que as mulheres podem escolher não estar entre esses grupos ou, ainda, como aponta Croson e Gneezy (2009), as sociedades em que as mulheres estão inseridas, como as patriarcais, podem contribuir para esse déficit e as mulheres se mantenham afastadas dessas funções.

Dentro das responsabilidades de diretoras e conselheiras estão as decisões financeiras. Powell e Ansic (1997) indicam que homens e mulheres adotam estratégias diferentes em ambientes de decisão financeira e as mulheres buscam menos riscos independentemente de sua relação prévia com a empresa, isto é, se pertencem a família fundadora da empresa ou não, se formam massa crítica ou não e dos custos que isso possa gerar para a empresa. Entre essas decisões financeiras está a estrutura de capital que diz respeito a composição do endividamento da empresa que é considerado uma *proxy* de medida de risco (Faccio, Marchica, & Mura 2016).

Sob a perspectiva gerencial, a decisão sobre a estrutura do capital pode ser determinada não apenas pelos fatores contextuais, internos e externos, mas também levando-se em consideração valores, objetivos, preferências e interesses do indivíduo tomador da decisão que impactam diretamente o risco financeiro e de controle da companhia (Procianoy & Schnorrenberger, 2004).

As principais teorias sobre estrutura de capital passam pelas ideias de: (a) maximizar a riqueza do agente tomador de decisão preferindo o financiamento externo por ser mais barato

(Durand, 1952), (b) a irrelevância da escolha pelo financiamento interno e externo já que esta não afeta os resultados operacionais da empresa (Modigliani & Miller, 1958), (c) utilizar-se do máximo de dívida possível para se beneficiar da dedução de impostos oriundos da despesa financeira (Modigliani & Miller, 1963), até o ponto em que seus custos marginais excedam seus benefícios e (d) fatores relacionados aos indivíduos que tomam a decisão e não ao mercado ou empresa em si (Jensen & Meckling, 1976). Nota-se que elas se apoiam nas características das empresas ou no comportamento dos agentes (independentemente do gênero).

As teorias, em outros campos de estudo, que analisam as diferenças entre os gêneros na esfera de diretoria executiva embasam-se em duas hipóteses principais: (a) os administradores apresentam maior excesso de confiança/otimismo e (b) as administradoras apresentam maior aversão ao risco (Bengtsson, Persson, & Willenhag, 2005; Charness & Gneezy, 2011; Faccio et al., 2016; Huang & Kisgen, 2013). Quando combinadas na busca pelos determinantes da estrutura de capital, tem-se as seguintes ideias:

(a) Pela ótica do excesso de confiança, os administradores podem ter suas empresas mais endividadas, fugindo da emissão de ações e recorrendo a emissão de dívida, pois consideram suas ações subvalorizadas e os projetos que vão tomar supervalorizados (Heaton, 2019; Malmendier & Tate, 2002); e

(b) Pela ótica da aversão ao risco, as administradoras tendem a manter a empresa menos endividadas, pois são mais conservadoras ao assumir novos projetos (Charness & Gneezy, 2011; Francis et al., 2015; Faccio, Hasan, Park, & Wu, 2016; Huang & Kinsgen, 2013; Prociainous & Schonorrenberger, 2004).

Ambas afirmações levariam a conclusão que empresas com mulheres na diretoria devem ser menos endividadas do que as suas pares com diretores homens. Os estudos acima citados (Charness & Gneezy, 2011; Faccio et al., 2016; Heaton, 2019; Huang & Kinsgen, 2013) apontam nesta direção.

Na contramão dessa conclusão, alguns autores identificam que empresas geridas por mulheres são mais endividadas (Adams & Funk, 2012; Rossi, Cebula, & Barth, 2018; Sila et al., 2016), indicando que nem sempre as mulheres têm menos apetite ao risco e muitas vezes assumem tanto ou mais risco quanto os homens.

Outra hipótese que a literatura levanta sobre a participação feminina, especificamente nos Conselhos, é sua atuação no monitoramento das ações da diretoria e, portanto, importante ferramenta de Governança Corporativa para o controle dos custos de agência (Campbell & Minguez-Vera, 2008; Carter, Simkins & Simpsons, 2003; IBGC, 2015; Sila et al., 2016). De

acordo com esta hipótese, a presença feminina substituiria a dívida como ferramenta de controle, permitindo um menor endividamento nas empresas geridas por mulheres.

A dívida pode ser uma ferramenta de Governança Corporativa para controle dos custos de agência pois reduz a quantidade de fluxo de caixa disponível e diminui a ação discricionária dos administradores (Jensen, 1986) mas mantém a empresa mais endividada.

Os autores mencionados anteriormente apontam para a ideia de que a presença feminina diminui o endividamento pois não é necessário se apoiar na dívida para que se faça controle dos custos de agência, a atuação feminina nas reuniões de conselho permite ter esse controle.

Portanto, nota-se que a presença de mulheres na diretoria e/ou conselho pode impactar nas decisões de estrutura de capital da empresa. Porém, o sentido do impacto (positivo ou negativo) ainda não é um consenso. Sendo assim, o objetivo do presente trabalho é analisar a relação entre o endividamento das empresas e a presença das mulheres na diretoria e/ou conselho.

Para tanto, analisou-se 73 empresas componentes do Índice Bovespa (Ibovespa) pelo período de janeiro de 2013 a dezembro de 2019. O método de estudo adotado foi de dados em painel curto desbalanceado totalizando 367 observações ano-empresa. Duas variáveis de endividamento foram consideradas no estudo (variáveis dependentes): endividamento a mercado (EndivM) e contábil (EndivC). As variáveis de interesse consideram a posição ocupada pelas mulheres: (a) CEO (M_CEO); (b) diretora financeira (M_CFO); (c) presidente do conselho (M_Cons), (d) a simples presença feminina na diretoria ou conselho (D_M) e (e) a presença feminina a partir de uma massa crítica considerada, neste trabalho, em proporção superior a 20% (Prop).

Concluiu-se, para as empresas e para o período de análise, que a presença das mulheres, independentemente de sua posição na empresa, tem relação negativa com o endividamento, principalmente quando uma massa crítica é atingida.

A formação de massa crítica é importante, pois assim a opinião dos que antes eram minoria deixa de ser estigmatizada pelo gênero, como adotado nesse trabalho, e passa a ser considerada pela opinião de uma diretora ou conselheira, e suas características de como conduzir o negócio passam a fazer parte do contexto e cotidiano (Konrad & Kramer, 2006; Kramer, Konrad, Erkut, & Hooper, 2006).

Nesse trabalho adotou-se a porcentagem superior a 20% de mulheres no grupo para atingir massa crítica pois temos grupos com tamanho médio de 20 pessoas (conselho e diretoria) e uma média de 2 mulheres por grupo, ao atingir os 20% levamos em consideração a pontuação de

Konrad e Kramer (2006) e a qualidade da presença de três mulheres ou mais se assemelhar o que agrega o grupo balanceado (Kranter, 1977).

Este estudo contribui para esclarecer a relação entre diversidade de gênero na formação do conselho e diretoria com a estrutura de capital das empresas, e de que modo essa relação se dá no Brasil já que em outros países os resultados são diversos e colabora para a discussão da maior presença feminina no conselho e/ou diretoria.

As seções a seguir se distribuem da seguinte forma: (a) referencial teórico trazendo literatura sobre estrutura de capital, conselho de administração e diretoria executiva e gênero, (b) metodologia, (c) discussão dos resultados e (d) conclusões.

2 Referencial Teórico

2.1 Estrutura de capital

A estrutura de capital de uma empresa diz respeito aos financiamentos, por capital próprio ou dívida, de seus projetos e desde a década de 50 procura-se entender de que forma se dá essa escolha. Muitas são as pesquisas desde então, passando da ideia de haver uma estrutura ótima de endividamento a ideia da sua irrelevância; além da busca por diferentes variáveis explicativas para essa escolha.

Durand (1952), um dos primeiros a estudar a estrutura de capital, concluiu que, como os agentes tomam decisões para maximizar seus próprios interesses, a escolha do financiamento externo em detrimento do capital próprio faz mais sentido já que o financiamento externo é mais barato que o capital próprio, elevando assim o valor da empresa e a riqueza do agente tomador da decisão.

Em contrapartida, Modigliani e Miller (1958) trazem duas proposições: (1) que o custo de capital médio de qualquer empresa é completamente independente de sua estrutura de capital e (2) que o custo do capital próprio é função linear do endividamento de modo que a estrutura de capital é irrelevante. Entretanto, esse cenário desconsidera os custos de falência, os tributos e outros custos de agência.

Em 1963, Modigliani e Miller decidem revisitar suas proposições de 1958 e passam a considerar os impostos em sua análise. Concluem que as empresas devem fazer uso da dívida para aumentar o valor da empresa por meio dos benefícios de dedução dos impostos.

Jensen e Meckling (1976) contra argumentam essa ideia já que a dívida era usada muito antes da existência de benefícios fiscais havendo, então, outros fatores importantes que determinam a estrutura de capital ótima e que estão relacionados aos indivíduos que compõem a empresa, e não a instituição em si, maximizando seus próprios interesses.

Destas discussões seminais surgiram os modelos teóricos explicativos da estrutura de capital: Teoria de *Trade-off*, Teoria de *Pecking Order* ou Assimetria de Informação e Teoria de Agência ou do Fluxo de Caixa Livre.

Em cada teoria, a escolha entre dívida e capital próprio depende de fatores específicos da empresa e institucionais. A teoria de *Trade-off* está relacionada aos custos de impostos, risco do negócio, tipo de ativos, lucratividade e falência. A Teoria de Agência propõe que há possíveis conflitos de interesse entre investidores internos e externos que determinam a estrutura de capital. Na teoria de *Pecking Order* as imperfeições de mercado são centrais de modo que vinculam a capacidade da empresa de realizar novos investimentos levando muitas vezes a recorrer a fundos externos conforme a informação que deseja transparecer ao mercado (Booth, Aivazian, Demircug-Kunt, & Maksimovic, 2001).

2.1.1 Teoria do Trade-off (TOT)

A revisão do próprio trabalho de 1958 feita por Modigliani e Miller em 1963 chamou atenção para a importância dos impostos nas decisões de estrutura de capital, já que os juros da dívida são dedutíveis do imposto de renda, surgindo a ideia de que as empresas deveriam usar tanto quanto possível o financiamento externo.

A teoria do *trade-off* surgiu a partir da combinação de economias fiscais decorrentes do uso da dívida e dos custos de falência esperados com o aumento do endividamento (Nakamura et al., 2007), ou seja, a empresa é retratada nessa teoria equilibrando o valor deduzido do imposto de renda decorrente dos juros da dívida e os custos de falência possíveis com o aumento da dívida (Myers, 1984) e então tem-se a ideia de que há uma estrutura de capital ótima a ser perseguida.

Portanto, a razão ideal de dívida de uma empresa é determinada pelo *trade-off* entre (a) os custos e benefícios do financiamento por dívida e (b) o custo marginal da dívida – que aumenta em decorrência do aumento do endividamento (estrutura de capital ótima).

2.1.2 Teoria de Pecking Order (POT)

A Teoria de *Pecking Order* defende uma hierarquia para o financiamento da empresa em que há uma preferência pelo financiamento interno ao financiamento externo. Quanto ao financiamento interno, a preferência é pelo fluxo de caixa livre seguido da retenção dos lucros e ajuste do pagamento dos dividendos. Quanto ao financiamento externo, a preferência é pela emissão de dívidas e em último lugar a emissão de ações (Myers, 1984).

A assimetria de informações é a justificativa para essa ordem de financiamento. Os novos acionistas, bem como o mercado em geral, assumem que têm menos informações que os administradores das empresas, portanto, a escolha de como a empresa vai se financiar depende da interpretação do administrador sobre o momento da empresa. Conseqüentemente, a decisão pela emissão de ações é interpretada, pelo mercado em geral, como um indício de que a empresa está, na opinião dos seus administradores (mais bem informados), supervalorizada (Myers & Majluf, 1984).

2.1.3 Teoria do fluxo de caixa livre

Jensen e Meckling (1976) definem a relação de agência como um contrato em que há uma ou mais pessoas – o(s) principal(is) – que nomeiam outra(s) pessoa(s) – o(s) agente(s) – para executar algum serviço em seu(s) nome(s) que envolva delegação de alguma autoridade de tomada de decisão. Assumindo que o principal e o agente possuem funções de utilidade individuais e são maximizadores de suas próprias utilidades, há boas razões para acreditar que o agente nem sempre atuará no melhor interesse do principal (Jensen & Meckling, 1976; Ross, 1973).

Os administradores são os agentes dos acionistas e o conflito de interesse entre eles sobre política de endividamento é especialmente severo quando a empresa tem um substancial fluxo de caixa livre. Os administradores têm incentivo para gerar o crescimento da empresa além de sua capacidade ótima já que isso pode aumentar os recursos livres sob seu gerenciamento e também sua compensação financeira (Jensen, 1986).

O fluxo de caixa livre é aquele que excede o necessário para financiar todos os projetos que tenham valores presentes líquidos positivos quando descontados pelo custo de capital relevante. O desafio está em como motivar os administradores a escolher investimentos adequados em vez de investi-lo abaixo do custo de capital ou desperdiçá-lo com ineficiências organizacionais (Jensen, 1986).

O principal pode limitar as divergências entre seu interesse e do agente estabelecendo incentivos apropriados para o agente e incorrendo em custos de monitoramento destinados a limitar as atividades discricionárias dos agentes. Na maioria desses relacionamentos o principal e o agente incorrem em custos positivos de monitoramento e vínculo, mas, ainda assim haverá alguma divergência entre as decisões (Jensen & Meckling, 1976).

Para Jensen (1986), a dívida é uma forma de resolver os conflitos de interesse entre principal e agente, pois força a alocação dos recursos de modo eficiente reduzindo assim os

custos de agência (ajudando as empresas a evitarem desperdícios em projetos com baixo retorno) e, portanto, um importante determinante para a estrutura de capital.

2.1.4 Evidências empíricas

Em busca de responder se as variáveis significantes para explicar a estrutura de capital das empresas nos EUA também são significantes para explicar a estrutura de capital nas economias em desenvolvimento – que incluiu na amostra também o Brasil –, Booth et al. (2001) utilizaram como variáveis dependentes Endividamento de longo prazo a valor contábil e valor de mercado e dívida total e, para as variáveis independentes, Tangibilidade, Retorno sobre Ativos (ROA), Risco, Tamanho e a razão *Market to Book*.

Concluíram que as empresas nos países emergentes têm as mesmas variáveis explicativas que nos EUA e que estão bastante de acordo com a teoria de *Pecking Order* e não com a de *Trade-off* já que as mais lucrativas são menos endividadas, isto é, embora pudessem se beneficiar do desconto de imposto sobre os juros da dívida (*Trade-off*), preferem usar os recursos gerados como fluxo de caixa como um financiamento mais seguro (*Pecking Order*).

Esse fato caminha para a ideia de que existem maiores custos de agência decorrentes de discricção gerencial com o endividamento. A taxa média de impostos não afeta as decisões de financiamento e são apenas uma *proxy* para rentabilidade.

A tangibilidade também teve suporte conforme outros estudos sobre estrutura de capital, quanto mais tangíveis os ativos, maior o endividamento.

Desai, Foley e Hines (2004) analisaram os determinantes da estrutura de capital para empresas multinacionais com afiliadas fora dos Estados Unidos e puderam concluir que em países com maiores taxas de juros, o financiamento das empresas aumenta em todas as fontes (externas e internas) e que as fontes internas de financiamento são maiores em países com mercado de capitais subdesenvolvidos e proteção aos credores mais fraca além disso, ilustrou que as empresas usam mercado de capitais dos países em que estão filiados oportunisticamente quando o financiamento externo é caro e quando existem oportunidades de arbitragem tributária.

As variáveis dependentes utilizadas nesse estudo foram Endividamento a valor de mercado e Dívida total e as variáveis explicativas foram Tamanho da empresa, Capacidade de geração de caixa, Tangibilidade e a média dos impostos cobrados no país em que se encontra a empresa.

Nakamura et al. (2007) buscaram os fatores determinantes da estrutura de capital em uma amostra com 91 empresas brasileiras de companhia abertas no período de 1999 a 2003.

Usando as variáveis *proxy* de endividamento os conceitos contábil e de mercado e, as variáveis controle foram liquidez corrente, tamanho da empresa, rentabilidade, oportunidade de crescimento, risco de negócio, economia fiscal e crescimento de vendas.

Concluíram que os tomadores de decisão brasileiros seguem a lógica da teoria de *Pecking Order*, em prol de flexibilidade e controle de modo que as variáveis: tamanho das empresas e o crescimento das vendas têm relação positiva com o endividamento e a rentabilidade e a expectativa de crescimento, negativa.

Mas também buscam o ajuste em torno de uma estrutura ótima de curto prazo consistente com a teoria do Trade-off e assim as variáveis rentabilidade, colaterais – tangibilidade -, e planejamento tributário – economia fiscal - têm efeito positivo, já a expectativa de crescimento e volatilidade, negativo.

Ainda com um olhar focado para os mercados em desenvolvimento Nakamura e Bastos (2009) buscam entender os fatores determinantes da estrutura de capital das companhias abertas do México, Brasil e Chile no período entre 2001 e 2006 à luz das teorias de *Trade-off*, Assimetria de Informações, *Pecking Order* e Teoria da Agência.

Para o México e Brasil, as variáveis estatisticamente significantes foram Índice de Liquidez Corrente, ROA, *Market to book* e Tamanho além das teorias da Assimetria de Informação e *Pecking order* serem as mais robustas para explicar o endividamento. A *dummy* indústria também se destacou indicando que há diferenças no grau de endividamento entre elas.

Para o Chile além das variáveis significativas já indicadas, foram também significativas Oportunidades de crescimento, Pagamento de IR e Tamanho. As teorias mais robustas em explicar o nível de endividamento foram Assimetria de informações, *Pecking order* e *Trade-off*.

2.2 Conselho de administração e diretoria executiva

A máxima instância decisória em uma empresa é o conselho de administração. As funções do conselho de administração são: contratar, demitir, definir a política de remuneração e as regras do jogo para o CEO e fornecer conselhos relevantes (Jensen, 1993). Seus membros são legalmente responsáveis pela administração da empresa. O fato de suas decisões impactarem o retorno da empresa, faz com que o conselho seja importante para os *stakeholders* (Burke, 1997).

Para Pfeffer (1972) o papel do Conselho de Administração é lidar com os problemas de interdependência externa e incerteza que resulta da troca de recursos entre a empresa e importantes organizações externas.

Assim o Conselho de Administração é uma importante ferramenta de Governança Corporativa no monitoramento da diretoria, assegurando que as demonstrações financeiras expressem com fidelidade e clareza a situação econômica, financeira e patrimonial da organização e prevenir e administrar situações de conflitos de interesses mas, não devem interferir em assuntos operacionais (Campbell & Minguez-Vera, 2008; IBGC, 2015).

Abaixo e subordinada ao conselho de administração, está a diretoria executiva da empresa. As funções da diretoria executiva são: (a) gestão da organização para que possa cumprir seus objetivos e função social, (b) executar as estratégias e diretrizes gerais aprovadas pelo conselho de administração, (c) administrar os ativos da organização e conduzir os negócios, (d) viabilizar e disseminar propósitos, princípios e valores da organização e (e) responsáveis pela elaboração e implementação de todos os processos operacionais e financeiros , inclusive os relacionados à gestão de riscos e de comunicação com o mercado e demais partes interessadas (IBGC, 2015).

Seus membros podem ser divididos entre (a) diretores executivos (aqueles que têm assento no conselho de administração) e (b) diretores não executivos, sendo que os primeiros, usualmente, têm posição mais sênior, e os últimos ocupam essas cadeiras devido a sua especialização, *expertise*, contatos na indústria ou experiência prévia (Burgess & Tharenou, 2002).

Apesar dessa distinção e subordinação, Pfeffer (1972) aponta para o fato de que os conselheiros geralmente são escolhidos pelos diretores e, portanto, essa subordinação nem sempre se cumpre. Ele, assim como Jaskiewicz e Klein (2007) e Sila et al. (2016), conclui que o tamanho e a composição do conselho não são fatores aleatórios, mas respostas organizacionais racionais às condições do ambiente externo.

No que diz respeito ao gênero dos seus componentes, os estudos sobre a presença de mulheres no conselho focam em duas estatísticas: a porcentagem de cadeiras ocupadas por mulheres e a porcentagem de organizações que tem uma ou mais mulheres no conselho e, no sentido qualitativo, focam no papel do gênero ao desempenhar a função de monitoramento da diretoria. Claramente os homens dominam essas cadeiras de modo que as mulheres que as ocupam são ainda chamadas de *tokens*, como sugerido por Kanter (Burgess & Tharenou, 2002; Campbell & Minguez-Vera, 2008).

Quanto ao papel de monitoramento, o gênero pode afetá-lo de forma qualitativa e, conseqüentemente todas as decisões que lhe competem (Campbell & Minguez-Vera, 2008).

2.2.1 Diversidade n conselho e diretoria

A maioria dos trabalhos relacionados a finanças corporativas foca apenas nas características da empresa, negligenciando que as decisões são tomadas por pessoas (administração) e que, portanto, suas características também deveriam ser analisadas, sendo o seu gênero uma importante característica, que raramente se avalia no campo das finanças (Huang & Kisgen, 2013).

A literatura de finanças e psicologia aponta algumas dessas diferenças entre os gêneros: (a) maior excesso de confiança/otimismo dos administradores, (b) maior aversão ao risco das administradoras (Bengtsson et al., 2005; Charness & Gneezy, 2011; Croson & Gneezy, 2009; Faccio et al. 2016; Francis et al. 2015; Huang & Kisgen, 2013) e (c) melhora do monitoramento da diretoria por parte do conselho (Campbell & Minguez-Vera, 2008; Fama & Jensen, 1983).

Combinadas as duas primeiras, implicam em os administradores (superconfiantes) aceitarem projetos com valor presente líquido negativo e as administradoras (avessas ao risco) deixarem de perseguir projetos com valor presente líquido positivo. Ambas as situações são prejudiciais à empresa, pois igualmente contribuem para a redução do valor para os acionistas (Huang & Kisgen, 2013).

Quanto a função de monitoramento, a maior presença de mulheres pode promover independência do conselho já que as mulheres estão mais inclinadas a fazer questões que não seriam levantadas pelos homens trazendo diferentes perspectivas, expandindo os assuntos discutidos nas reuniões, levantando questões que atendam aos diferentes *stakeholders* e usando suas habilidades interpessoais para promover a colaboração (Carter et al., 2003; Kramer et al., 2006).

Croson e Gneezy (2009) concluíram que as diferenças entre homens e mulheres no que diz respeito a aversão ao risco difere do grupo geral para o grupo de alta posição nas empresas. Isto é, as mulheres que escolhem seguir uma carreira de diretoras ou conselheiras geralmente apresentam o mesmo comportamento que os homens ao assumir riscos e optar por ambientes mais competitivos.

Essas diferenças de gênero surgem tardiamente na vida o que sugere uma causa ambiental, isto é, a estrutura social impacta nessas diferenças tanto quanto a natureza do indivíduo e assim, em sociedades patriarcais os homens assumem uma postura mais competitiva que as mulheres, o que não é visto em sociedades mais matriarcais (Croson & Gneezy, 2009).

2.2.1.1 Excesso de confiança e aversão ao risco

Uma das decisões que podem ser afetadas pelo gênero do administrador é a decisão sobre a estrutura de capital da empresa. Neste sentido, os administradores sob excesso de confiança emitem dívida quando há necessidade de fundos para investimento e suas empresas se tornam mais endividadas (Malmendier & Tate, 2002).

Sob excesso de confiança, os administradores avaliam projetos ruins como se fossem bons fazendo mau uso do fluxo de caixa, mas também avaliam o patrimônio da empresa como subvalorizado e emitem dívidas, ao invés de ações (*Pecking Order* ou Assimetria de Informações) e suas empresas tornam-se mais endividadas (Heaton, 2019).

O mau uso do fluxo de caixa a o excesso da emissão de dívidas aumenta a probabilidade dos custos de agência sob a hipótese de falência e há forte correlação entre esses dois fatores e o excesso de confiança (Malmendier & Tate, 2002).

Já as administradoras avessas ao risco fazem menos investimentos que os administradores, quando os consideram muito arriscados (Charness & Gneezy, 2011) mantendo, em geral, menores índices de endividamento, ganhos menos voláteis e maiores chances de sobrevivência que as empresas administradas pelos homens (Faccio et al., 2016).

Ainda condizente com a aversão ao risco, as CFO mantêm menos remuneração baseada em capital, menor risco da empresa, maior nível de ativos tangíveis e menor nível de pagamento de dividendos (Francis et al., 2015; Prociandy & Schonorrenberger, 2004) além de menores níveis de endividamento (Huang & Kisgen, 2013).

Sendo o endividamento como uma medida de risco, um choque econômico teria piores efeitos em uma empresa mais endividada já que diminuiria a rentabilidade líquida – portanto, uma empresa endividada é considerada mais arriscada. Faccio et al. (2016) notou que as empresas administradas por mulheres tinham uma taxa de endividamento de 32,4% contra os 37,4% das empresas administradas por homens.

Assim, as empresas administradas por homens podem ser mais endividadas (excesso de confiança) e as administradas por mulheres menos (aversão ao risco).

Apesar dos estudos em economia e psicologia identificarem que as mulheres são mais avessas ao risco, não está claro que a presença feminina implica que a empresa assuma menos risco (Adams & Funk, 2012; Sila et al., 2016; Rossi et al., 2018).

Em um estudo na Suécia sobre as mulheres no comando das empresas, Adams e Funk (2012) encontraram que as mulheres assumem mais riscos nessa posição que seus pares

homens, por outro lado, Sila et al. (2016) encontraram que as mulheres e os homens no comando das empresas assumem riscos em níveis iguais.

Especificamente relacionado ao endividamento, Rossi et al. (2018) encontraram na Itália que as empresas com maior presença feminina são mais endividadas que as empresas com predominância masculina na diretoria e conselho.

2.2.1.2 Monitoramento e conflito de agência

Outro ponto de vista levantado pela literatura em torno do uso da dívida e a presença das mulheres no Conselho é a função de controle que possuem. Ambos podem ser ferramentas de monitoramento para os custos de agência dos administradores.

O Conselho tem como uma de suas principais atividades resolver os problemas de agência entre acionistas e diretores e, para a boa execução dessa atividade, a independência do Conselho frente a diretoria é essencial (Carter et al., 2003).

A participação feminina leva a maiores expectativas quanto ao seu papel de supervisionar riscos de modo que uma maior presença feminina nos Conselhos de Administração pode supervisionar de maneira mais eficaz os riscos (Sila et al., 2016) já que melhoram a qualidade dos relatórios de resultados com maior transparência e conservadorismo, além de fazerem maiores esforços para monitorar as atividades das empresas (Adams & Ferreira, 2009; Arun et al., 2015, Francis et al., 2015).

A presença das mulheres nos conselhos, independente de sua relação inicial com a empresa, confere os mesmos benefícios que os conselheiros independentes (Adams & Ferreira, 2009).

Já que os diretores sob excesso de confiança (característica masculina) podem se valer do fluxo de caixa livre em prol de si mesmos investindo em projetos que tenham VPL negativo, mas lhe rendam melhores retornos financeiros ou de autoridade (Heaton, 2002) assim com maior probabilidade de gerar custos de agência.

Não é claro que os mecanismos de incentivo internos eliminam a irracionalidade gerencial podendo, inclusive, incentivarem de modo que a dívida e os dividendos podem exercer esse papel (Heaton, 2002).

Os dividendos exercem o papel de monitoramento indicando que há baixos dividendos associados com um aumento do poder gerencial (Easterbrook, 1984; Gonzalez et al., 2010). Os grupos com maior presença feminina têm os dividendos reduzidos e mais pagamentos baseados em ações (Adams & Ferreira, 2009; Francis et al., 2015).

A dívida exerce o papel de monitoramento pois diminui a quantidade de fluxo de caixa livre reduzindo o poder dos administradores e aumentando a probabilidade de incorrer no monitoramento do mercado de capitais (Jensen, 1986).

Entretanto, Heaton (2002) encontrou relação ambígua ao uso de dívida para o financiamento dos projetos corporativos como mecanismo de controle e, não necessariamente, é a melhor maneira sugerindo que o endividamento tem relação com o setor em que atua a empresa.

Dito isso, pretende-se entender o comportamento das empresas brasileiras que compõem o Ibovespa com relação ao endividamento e a presença de mulheres na diretoria e conselho dessas empresas.

2.2.1.3 Massa Crítica

Entretanto, apesar de o gênero interferir nos resultados, ele pode ser dependente da proporção de mulheres em cada posição. Para Kanter (1977), há quatro tipos de grupos conforme a proporção de pessoas que o compõe: uniforme, enviesado, inclinado e balanceado.

O grupo balanceado é o que tem proporção entre 60:40 e 50:50 e as interações desse tipo de grupo trazem discussões mais produtivas e costumam afetar positivamente a performance do grupo (Kanter, 1977; Joecks, Pull, & Vetter, 2012), portanto, é o mais benéfico dos quatro tipos.

Entretanto, o grupo Inclinado começa a se mover dos extremos, e possui efeitos menos exagerados em uma proporção equivalente a 65:35, os dominantes ainda são maioria, mas os *tokens* conseguem se aliar e formar coalisões chegando a exercer certa influência no grupo (Kanter, 1977).

Konrad e Kramer (2006) identificaram que três mulheres ou mais no grupo permite que as mulheres deixem de ser vistas exclusivamente pelo seu gênero (*tokens*) e passam a ser vistas como diretoras/conselheiras assim como os homens.

Kramer et al. (2006) trazem um estudo realizado com 50 diretoras, 12 CEOs e 7 secretários de companhias que estão na *Fortune* 1000 e identificaram que o contraste entre conselhos com 1 mulher, 2 e 3 ou mais é severo.

Quando há apenas uma mulher, elas declaram se sentir intimidadas ou que precisam fazer muito esforço para validar sua ideia pois são vistas apenas como representante do gênero apenas (*token*). Quando mais uma mulher está presente, com diferentes *backgrounds*, ajuda a dissipar a ideia de “ponto de vista feminino”, porém, ainda não há força suficiente para que passem a ser vistas além do gênero (Kramer et al., 2006).

Um grupo (diretoria e conselho) com três ou mais mulheres resulta em uma mudança definitiva. Nessa quantidade o gênero deixa de ser uma preocupação e as características femininas como a colaboração, trazer questões mais complicadas e abrir a discussão do ponto de vista para todos começa a ser o normal (Kramer et al., 2006).

Apesar de se pensar sobre a porcentagem ser melhor que o número absoluto, o estudo mostra que o número absoluto de 3 mulheres traz o resultado positivo esperado para grupos balanceados apresentado por Kanter.

3 Metodologia

3.1 Amostra, variáveis e dados das empresas

A amostra é composta por 73 empresas que fizeram parte do Ibovespa no período de janeiro de 2013 a dezembro de 2019. Nem todas as 73 empresas compuseram a amostra durante todo o período de análise. Apenas as empresas que compunham o índice de um determinado ano compõem a amostra daquele ano, considerando o rebalanceamento de maio.

Foram excluídas da base (i) as empresas do setor financeiro e (ii) as que não possuíam dados financeiros, de conselho e de diretoria disponíveis, o que inclui as empresas com capital aberto cancelado.

Os dados de composição do conselho e da diretoria executiva foram obtidos por meio dos Formulários de Referência entregues pelas próprias empresas à Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Os dados de mercado e contábeis foram obtidos diretamente do sistema de informação Económica[®].

As variáveis dependentes são o Endividamento Contábil (EndivC), definida pela razão entre a dívida total e o ativo total e o Endividamento a Mercado (EndivM), definida pela razão entre a dívida total e o *Enterprise Value*, de forma a refletir o quanto do ativo (a valor contábil ou a valor de mercado, respectivamente) é financiado pela dívida da empresa.

As variáveis explicativas de interesse (no conjunto, VarInteresse) do presente trabalho são:

- (a) Mulheres no Conselho e/ou Diretoria Executiva (D_M) que é uma *dummy* que assume valor: 1 para a presença de mulheres no conselho e/ou diretoria executiva e 0 para empresas que não tenham nenhuma mulher;
- (b) Proporção de mulheres no conselho/diretoria executiva (Prop) que é uma *dummy* que assume valor: 1 para a empresas que tem a partir de 21% de mulheres no conselho e diretoria e 0 para os demais casos;

- (c) Mulheres em posição de diretoria executiva financeira (M_CFO) que será uma *dummy* que assumirá valor: 1 para mulher como CFO e 0 para os demais casos (homens como CFO);
- (d) Mulheres em posição de presidência (M_CEO) que será uma *dummy* que assumirá valor: 1 para mulher como CEO e 0 para os demais casos (homens como CEO); e
- (e) Mulheres na presidência do conselho (M_Cons) que será uma *dummy* que assumirá valor: 1 para mulher como presidente do conselho e 0 para os demais casos (homens como presidentes).

Tabela 1
Variáveis de Interesse

Variáveis de Interesse			
Variáveis	Hipótese	Sinal	Autores
M_Cons	As mulheres assumem tanto ou mais riscos que os homens	Positivo	Rossi et al. (2018)
D_M	Uma relação positiva indica que as mulheres assumem tanto ou mais risco que os homens enquanto uma relação negativa indica que as mulheres têm forte poder de gerenciamento e monitoramento e a dívida não é utilizada para controle dos custos de agência	Positivo/Negativo	Adams & Ferreira (2009); Rossi et al. (2018)
Prop	A maior presença feminina diminui o endividamento devido a aversão ao risco e também por exercerem o papel de monitoramento sem necessidade da dívida	Negativo	Adams & Ferreira (2009);
M_CEO	Sendo as mulheres mais avessas ao risco, tendem a emitir menos dívidas	Negativo	Faccio et al. (2016);
M_CFO	Sendo as mulheres mais avessas ao risco, tendem a emitir menos dívidas	Negativo	Huang e Kinsgen (2013); Francis et al. (2015); Faccio et al. (2016)

As variáveis de controle (no conjunto, VarControle) são:

- (a) Retorno sobre os Ativos (ROA) para identificar tanto a capacidade da empresa de se financiar com fluxo de caixa quanto a alocação eficiente desse fluxo de caixa (Booth et al., 2001; Desai et al., 2004; Nakamura et al., 2007; Nakamura et al., 2009; Rossi et al., 2018). Será calculado pela razão do EBTIDA e Ativos Totais;

- (b) Tangibilidade (Tang) para identificar maior ou menor acesso ao financiamento por dívida conforme mais ou menos tangíveis são os ativos da empresa. Será calculado pela razão da soma do Ativo Imobilizado com os Estoques e Ativos Totais;
- (c) Oportunidades de crescimento (Cresc) calculado pela razão da diferença entre Receita Líquida dos anos 1 e 0 e a Receita Líquida do ano 0;
- (d) Risco (Risco) medido pelo β das ações, considerando retornos diários pelo período histórico de 52 semanas;
- (e) Tamanho (Tam) para controle da geração de caixa interno e financiamento dos projetos com os recursos gerados internamente (Booth et al., 2001; Desai et al., 2004; Faccio et al., 2016; Nakamura et al., 2007; Nakamura et al., 2009; Rossi et al., 2018). É calculado pelo logaritmo da Receita Líquida;
- (f) Índice de liquidez (Índ_Liq) para controle de financiamento dos projetos com recursos gerados internamente por meio da venda dos ativos líquidos. É calculado pela razão entre Ativo Circulante e Passivo Circulante;
- (g) *Market to Book Value* (MB) calculado pela razão entre *Enterprise Value* e Ativo Total;
e
- (h) *Setores* – para controle de efeitos fixos de setores específicos e estão divididos em Comércio, Indústria e Serviços que assumem valor: 1 quando pertencente ao setor específico e 0 para os demais casos. O setor de comércio será adotado como o setor referência (Costa et al., 2019; Nakamura et al., 2009).

Tabela 2
Variáveis de Controle

Variáveis Controle			
Variáveis	Hipóteses	Sinal	Autores
Índice de Liquidez Corrente	As empresas podem usar os ativos com maior liquidez para se financiar ao invés de emitir dívidas.	Negativo	Nakamura et al. (2007); Nakamura e Bastos (2009)
Tamanho	As maiores empresas têm mais facilidade de conseguir financiamentos externos (TOT) assim como de se financiar internamente (POT).	Positivo/Negativo	Nakamura et al. (2007); Nakamura e Bastos (2009); Desai et al. (2004); Booth et al. (2001); Huang e Kisgen, (2013); Faccio et al. (2016); Rossi et al. (2018);
ROA	A empresa com maior rentabilidade e capacidade de gerar caixa vai recorrer menos a emissão de dívida (POT) ou empresa com maior rentabilidade perseguirá maior benefício fiscal recorrendo a maior emissão de dívida (TOT).	Negativo/Positivo	Nakamura et al. (2007); Nakamura e Bastos (2009); Desai et al. (2004); Booth et al. (2001); Huang e Kisgen, (2013); Faccio et al. (2016); Rossi et al. (2018);
Risco	Quanto maior o risco na percepção do mercado, menores as possibilidades de emissão de dívida.	Negativo	Nakamura et al. (2007); Booth et al. (2001); Nakamura e Bastos (2009); Rossi et al., (2018); Huang e Kisgen, (2013); Faccio et al. (2016);
Crescimento	Em linha com a variável <i>Market to Book</i> , mas relacionado ao crescimento das vendas e não do mercado. Está positivamente relacionado com POT e Agência em que a empresa pode preferir se endividar a emitir ações para financiar seus projetos ou, ainda, para que não haja fluxo de caixa livre para uso dos gestores. Negativamente se relaciona com POT já que podem preferir manter o nível de endividamento baixo e utilizar do caixa gerado internamente para se financiar.	Positivo/Negativo	Nakamura e Bastos (2009); Booth et al. (2001); Faccio et al. (2016); Rossi et al., (2018)
<i>Market to Book</i>	Este índice indica a perspectiva que o mercado tem em relação à empresa, tanto do ponto de vista do crescimento como do ponto de vista da agregação de valor. Portanto, ele se apoia nas hipóteses indicadas para as variáveis ROA e Cresc.	Positivo/Negativo	Nakamura et al. (2007); Nakamura e Bastos (2009)
Tangibilidade	Quanto mais ativos tangíveis, maior a capacidade de contrair dívidas devido a maior capacidade de oferecer garantias.	Positivo	Nakamura e Bastos (2009); Desai et al. (2004); Booth et al. (2001); Francis et al. (2015) Faccio et al. (2016)

3.2 Abordagem estatística

A abordagem estatística é de um painel curto (mais empresas do que anos), além de desbalanceado (para evitar problemas de sobrevivência) totalizando 367 observações ano-empresa. Os testes utilizados, para a definição entre os diferentes tipos de painel (Fávero & Belfiore, 2017) - *pooled*, efeito fixo ou efeito aleatório, são: (a) Chow (H0: *pooled* em detrimento a efeito fixo), (b) Hausman (H0: efeito aleatório em detrimento a efeito fixo) e (c) Breusch-Pagan (H0: *pooled* em detrimento a efeito aleatório).

Os modelos testados são apresentados nas Equações (1) e (2):

$$\text{EndivM}_{it} = a + \beta \times \text{VarInteresse}_{it} + \gamma \times \text{VarControle}_{it} + n_t + e_{it} \quad (1)$$

$$\text{EndivC}_{it} = a + \beta \times \text{VarInteresse}_{it} + \gamma \times \text{VarControle}_{it} + n_t + e_{it} \quad (2)$$

Em que EndivM e EndivC são variáveis dependentes correspondente ao Endividamento a Mercado e Contábil, respectivamente, a é o intercepto, β é o vetor de coeficientes angulares das variáveis de interesse (VarInteresse), γ é o vetor de coeficientes angulares das variáveis de controle (VarControle), n_t é a *dummy* temporal e e_{it} é o termo de erro.

O conjunto de variáveis de interesse (VarInteresse) é composto por: Mulheres no Conselho e/ou diretoria executiva (D_M), Proporção de mulheres no conselho/diretoria executiva acima de 20% (Prop), Mulheres executivas financeira (M_CFO), Mulheres presidentes (M_CEO) e Mulheres na presidência do conselho (M_Cons).

O conjunto de variáveis de controle (VarControle) é composto por: Retorno sobre os Ativos (ROA), Tangibilidade (Tang), Oportunidades de crescimento (Cresc), Risco (Risco), Tamanho (Tam), Índice de Liquidez Corrente (Índ_Liq) e os setores da economia que foram divididos em Comércio (Com), Indústria (Ind) e Serviços (Ser) em que o Comércio será usado como referência e Indústria e Serviço são variáveis *dummies*.

Os modelos de regressões variam entre si somente no que diz respeito às VarInteresse e são:

Modelo 1: usado para testar se a presença de mulheres, independentemente da massa crítica e da posição que ocupam, tem relação com o endividamento da empresa. Portanto, utilizou-se a variável de interesse: D_M e não se utilizou M_Cons, M_CEO, M_CFO e Prop;

Modelo 2: usado para testar se a presença de mulheres, independentemente da massa crítica, porém respeitando a posição que ocupam, tem relação com o endividamento da empresa. Portanto, utilizou-se as variáveis de interesse: D_M, M_Cons, M_CEO e M_CFO e não se utilizou Prop;

Modelo 3: usado para testar se a presença de mulheres, com massa crítica, independentemente da posição que ocupam, tem relação com o endividamento da empresa. Portanto, utilizou-se a variável de interesse: Prop e não se utilizou M_Cons, M_CEO, M_CFO e D_M; e

Modelo 4: usado para testar se a presença de mulheres, com massa crítica, porém respeitando a posição que ocupam, tem relação com o endividamento da empresa. Portanto, utilizou-se as variáveis de interesse: Prop, M_Cons, M_CEO e M_CFO e não se utilizou D_M.

Cada modelo foi rodado, separadamente, com as duas variáveis dependentes (EndivC e EndivM). Espera-se o mesmo sinal para as variáveis estatisticamente significativas tanto para EndivC quanto para EndivM (Tabelas 1 e 2).

4 Resultados e Discussão

4.1 Estatísticas descritivas

A Tabela 3 apresenta as estatísticas descritivas da amostra.

Tabela 3
Estatística Descritiva

Variáveis	Média	Desvio-Padrão	Mínimo	Máximo	Total
Variáveis Dependentes					
EndivC	0,34	0,18	0,00	0,90	367
EndivM	0,42	0,28	0,00	1,30	367
Variáveis de Interesse					
D_M	0,77	0,42	0,00	1,00	367
M_Cons	0,03	0,17	0,00	1,00	367
M_CEO	0,02	0,15	0,00	1,00	367
M_CFO	0,003	0,052	0,00	1,00	367
Prop	0,06	0,24	0,00	1,00	367
Variáveis de Controle					
ROA	0,08	0,07	-0,64	0,31	367
Tang	0,29	0,21	0,00	0,77	367
Cresc	0,07	0,19	-1,00	0,94	367
Tam	16,15	1,56	0,00	19,67	367
IndLiq	1,68	0,76	0,29	5,08	367
Risco	0,85	0,57	-2,89	5,64	367
MB	1,15	0,82	0,07	4,74	367
Com	0,21	0,41	0,00	1,00	367
Ind	0,34	0,47	0,00	1,00	367
Serv	0,45	0,50	0,00	1,00	367
Informações Diretoria e Conselho					
Tamanho Diretoria	5,71	2,38	2	14	367
Mulheres Diretoria	0,50	0,73	0	4	367
Tamanho Conselho	16,70	7,68	3	40	367
Mulheres Conselho	1,56	1,67	0	7	367

Os dados mostram um desbalanceamento no gênero dos ocupantes dos assentos de Diretoria e Conselho e os gêneros de seus ocupantes. A Tabela 3 mostra que, no total de assentos da Diretoria (2.094), 183 são ocupadas por mulheres (8,74% do total) e, no caso do Conselho (6.129), 571 cadeiras são para mulheres (9,32% do total). O maior Conselho possui 40 assentos e o menor 3, com uma média de 16,7 assentos e a Diretoria apresenta o máximo de 14 assentos, o mínimo de 2 e a média de 5,7 assentos.

É interessante, ainda, observar que (i) dentro das 2.094 cadeiras da diretoria há 1 CFO e 8 CEO mulheres e (ii) as empresas que concentram mais de 20% de mulheres em assentos de diretoria e conselho são 22 (Prop). Dentro das 367 observações ano-empresa, em 284 (77,38% do total) há a presença de mulheres na diretoria e conselho e 83 (22,62% do total) não há mulheres nessas posições.

As matrizes de correlação são apresentadas nas Tabelas 4, 5 e 6.

Tabela 4

Matriz de Correlação Endividamento (Mercado e Contábil) e VarInteresse

	EndivM	EndivC
EndivC	0,614 (0,000)	
Prop	-0,168 (0,0012)	-0,069 (0,186)
M_CEO	0,065 (0,2158)	0,041 (0,431)
M_Cons	-0,063 (0,2278)	0,023 (0,664)
D_M	-0,069 (0,188)	-0,028 (0,588)
M_CFO	-0,073 (0,1645)	-0,084 (0,108)

Nota. Significância entre parênteses.

As duas variáveis dependentes têm alta correlação estatisticamente positiva, o que é esperado, pois ambas medem endividamento (Tabela 4). Apenas a variável Prop (1 para empresas com mulheres representando mais do que 20% dos integrantes do Conselho e da Diretoria) tem relação estatisticamente negativa com a variável EndivM (endividamento a Mercado), indicando potencial relação negativa entre presença de mulheres e endividamento (a depender desta relação persistir na presença das demais variáveis). Embora a relação não seja estatisticamente significativa para as demais variáveis, na sua maioria o sinal é negativo.

Tabela 5
Matriz de Correlação Endividamento (Mercado e Contábil) e VarControle

	EndivM	EndivC
ROA	-0,442 (0,000)	-0,048 (0,358)
Tang	0,156 (0,003)	0,156 (0,002)
Cresc	-0,143 (0,006)	0,114 (0,029)
Tam	0,202 (0,000)	0,132 (0,012)
IndLiq	-0,059 (0,261)	-0,056 (0,286)
Risco	0,132 (0,011)	0,050 (0,341)
MB	-0,635 (0,000)	-0,190 (0,000)
Com	-0,028 (0,590)	0,149 (0,004)
Ind	0,178 (0,000)	-0,060 (0,249)
Serv	-0,146 (0,005)	-0,065 (0,215)

Nota. Significância entre parênteses.

No que diz respeito à relação entre as variáveis de controle e o endividamento, verifica-se na Tabela 5:

A variável EndivM tem mais relações estatisticamente significativas comparativamente a variável EndivC. Este resultado está em linha com a indicação de Nakamura et al. (2007) a respeito de endividamento a mercado ser a melhor forma de estudar estrutura de capital.

Cotejando os resultados da Tabela 4 com as hipóteses apresentadas na Tabela 2, tem-se: As seguintes relações estão em linha com as hipóteses apresentadas na Tabela 2: índice de liquidez (negativa, embora não significativa) e tangibilidade (positiva).

As seguintes relações estão em linha com a teoria de *pecking order*: ROA (negativa) e *Market to book* (negativa).

A relação positiva entre tamanho e financiamento está em linha com a teoria de *trade off*.

A relação com a variável crescimento é negativa para EndivM e positiva para EndivC, havendo explicação para ambos sinais conforme a Tabela 2.

A relação positiva (significante apenas para a variável EndivM) com a variável risco não é esperada conforme as hipóteses apresentadas na Tabela 2. A hipótese indica que empresas mais arriscadas têm mais dificuldade de captar dívida e o resultado encontrado parece indicar que as empresas com mais dívidas são mais arriscadas.

Tabela 6
Matriz de Correlação VarInteressante e VarControle

	Prop	M_CEO	M_Cons	D_M	M_CFO	ROA	Tang	Cresc	Tam	IndLiq	Risco	MB	Com	Ind
M_CEO	-0,038 (0,471)													
M_Cons	0,090 (0,084)	-0,026 (0,616)												
D_M	0,137 (0,008)	0,081 (0,123)	0,095 (0,069)											
M_CFO	0,207 (0,000)	-0,008 (0,882)	-0,009 (0,861)	0,028 (0,589)										
ROA	0,100 (0,056)	-0,046 (0,377)	0,058 (0,267)	-0,005 (0,924)	0,028 (0,593)									
Tang	0,006 (0,910)	-0,016 (0,759)	-0,115 (0,027)	-0,034 (0,519)	-0,036 (0,494)	-0,079 (0,129)								
Cresc	0,007 (0,895)	0,005 (0,919)	-0,015 (0,778)	0,051 (0,333)	-0,012 (0,818)	0,317 (0,000)	0,069 (0,19)							
Tam	0,015 (0,768)	0,073 (0,1612)	0,005 (0,93)	0,049 (0,349)	-0,034 (0,513)	-0,018 (0,729)	0,465 (0,000)	0,238 (0,000)						
IndLiq	-0,049 (0,352)	-0,060 (0,254)	-0,143 (0,005)	-0,078 (0,136)	0,094 (0,071)	0,000 (0,994)	0,067 (0,203)	-0,052 (0,316)	-0,182 (0,000)					
Risco	-0,005 (0,918)	0,083 (0,112)	0,022 (0,669)	-0,045 (0,391)	-0,034 (0,516)	-0,130 (0,012)	0,004 (0,937)	-0,122 (0,019)	0,029 (0,577)	-0,036 (0,496)				
MB	0,208 (0,000)	-0,066 (0,207)	0,128 (0,014)	-0,023 (0,653)	0,035 (0,503)	0,584 (0,000)	-0,038 (0,462)	0,232 (0,000)	-0,111 (0,033)	0,010 (0,848)	-0,135 (0,009)			
Com	0,236 (0,000)	0,015 (0,779)	0,027 (0,604)	0,071 (0,177)	-0,027 (0,607)	0,037 (0,475)	0,065 (0,211)	0,072 (0,171)	0,252 (0,000)	-0,097 (0,063)	0,005 (0,922)	0,183 (0,000)		
Ind	-0,108 (0,039)	-0,028 (0,596)	-0,126 (0,016)	-0,137 (0,008)	0,073 (0,161)	-0,234 (0,000)	0,434 (0,000)	-0,135 (0,009)	0,116 (0,026)	0,432 (0,000)	0,020 (0,695)	-0,154 (0,003)	-0,368 (0,000)	
Serv	-0,091 (0,081)	0,014 (0,784)	0,097 (0,063)	0,073 (0,165)	-0,048 (0,364)	0,191 (0,000)	-0,466 (0,000)	0,070 (0,180)	-0,316 (0,000)	-0,331 (0,000)	-0,024 (0,652)	-0,004 (0,941)	-0,468 (0,000)	-0,649 (0,000)

Nota. Significância entre parênteses.

No que diz respeito à relação entre as variáveis de controle entre si, considerando correlações acima de 0,3 (em módulo), verifica-se na Tabela 6:

As variáveis de interesse não apresentam correlações acima de 0,3 (em módulo) entre si.

As variáveis setoriais apresentam, como esperado, correlações acima de 0,3 (em módulo) entre si.

A alta correlação entre MB e ROA é esperada, pois MB indica agregação de valor e empresas com maior ROA (retorno) tendem a gerar maior de valor (dependendo da relação entre ROA e custo de capital).

A alta correlação entre ROA e Cresc indica que empresas com maior ROA, ou seja, que agregam maior valor, tem maior incentivo em perseguir maior crescimento.

As variáveis Tam e Tang apresentam correlação de 0,465 indicando que empresas maiores são mais imobilizadas.

O setor industrial é composto de empresas com alta tangibilidade e alto índice de liquidez (correlações positivamente elevadas). O setor de serviço é o inverso, além de serem as menores empresas (correlações negativamente elevadas) (Arbache, 2015).

4.2 Discussão dos resultados dos modelos de regressão

A Tabela 7 apresenta os resultados das regressões expressas nas Equações 1 e 2 (para variável dependente Endividamento a Mercado – EndivM e Endividamento Contábil – EndivC, respectivamente). Os modelos 1 a 4 estão definidos na seção 3.2. O melhor tipo de painel está indicado abaixo da variável dependente para cada modelo – identificado após a realização dos testes para definição do melhor painel (Teste de Chow, Breusch-Pagan e Hausman).

Tabela 7

Resultados estimados

Variáveis	Modelo 1		Modelo 2		Modelo 3		Modelo 4	
Dependente	EndivM	EndivC	EndivM	EndivC	EndivM	EndivC	EndivM	EndivC
Modelo	Aleatório	Aleatório	Aleatório	Aleatório	Fixos	Aleatório	Fixos	Aleatório
VarInteresse								
D_M	-0.044*	0.012	-0.042*	0.014				
M_Cons			-0.064	-0.033			-0.093*	-0.032
M_CEO			0.031	-0.015			0.011	-0.015
M_CFO			-0.103	-0.150**			-0.002	-0.119*
Prop					-0.094***	-0.038**	-0.095***	-0.030
VarControle								
ROA	-0.728***	-0.144	-0.723***	-0.140	-0.956***	-0.139	-0.945***	-0.137
Tang	0.133	0.092	0.128	0.091	0.169	0.076	0.163	0.076
Cresc	-0.015	0.058**	-0.020	0.055**	-0.003	0.055**	-0.012	0.053**
Tam	-0.002	-0.014***	-0.002	-0.014***	-0.011	-0.014***	-0.011	-0.014***
IndLiq	-0.00002	0.004	-0.0001	0.004	0.007	0.003	0.006	0.004
Risco	0.002	0.010	0.001	0.009	-0.002	0.010	-0.003	0.009
MB	-0.121***	-0.009	-0.118***	-0.008	-0.091***	-0.009	-0.090***	-0.008
Ind	0.017	-0.059	0.016	-0.061		-0.067		-0.068
Serv	-0.010	-0.030	-0.010	-0.031		-0.039		-0.039
Constant	0.639***	0.555***	0.636***	0.555***		0.574***		0.574***
Observações	367	367	367	367	367	367	367	367
R ²	0.322	0.064	0.326	0.079	0.293	0.072	0.302	0.083
R ² Ajustado	0.303	0.038	0.301	0.045	0.096	0.046	0.097	0.049
F-Statistic	152.994***	18.710**	155.197***	25.097**	14.843***	22.234**	11.117***	26.583**

Nota. *, ** e *** indicam a significância estatística, respectivamente, de 10%, 5% e 1%.

O Modelo 1 testa se a presença de mulheres no conselho e na diretoria tem relação com o endividamento, independentemente da massa crítica e da posição em que ocupam (D_M). Para a variável EndivM, ela mostrou-se negativamente significativa.

O Modelo 2 testa, ainda sem massa crítica, porém com a distinção da posição que as mulheres ocupam no conselho e na diretoria. Também se nota a significância da relação negativa entre endividamento e gênero (por meio da mesma variável DM para a variável dependente EndivM e por meio da outra variável de interesse (M_CFO) para a variável dependente EndivC).

A relação negativa entre endividamento e a presença de mulheres na diretoria financeira, M_CFO, pode ser explicada pois, as mulheres, nesta posição, têm preferência por investir em ativos mais tangíveis (Francis et al., 2015) o que as permite maior liberdade e controle ao financiar novos projetos e corrobora com Huang e Kisgen, (2013) que também encontraram essa relação negativa.

O Modelo 3 testa a presença de mulheres com massa crítica, independentemente da posição que ocupam. A significância a 1% indica que realmente a massa crítica pode ter um papel importante na explicação do nível de endividamento das empresas.

A massa crítica, nesse trabalho, se forma quando há mais de 20% de mulheres entre diretoria e conselho. A importância da massa crítica é que a minoria deixa de ser considerada *token* e suas ideias passam a ser colocadas para o grupo e consideradas para a tomada de decisão (Konrad & Kramer, 2006).

A relação negativa entre o endividamento e a presença feminina na diretoria e conselho formando massa crítica está em linha com a teoria de Adams e Ferreira (2009) de que as mulheres aparentam ter impacto similar aos de conselheiros independentes tornando os relatórios financeiros mais transparentes e conservadores e, de acordo com (Kramer et al., 2006; Rossi et al., 2018) ao atingir a massa crítica suas características como: (a) colaboração, (b) levantar questões mais abrangentes e (c) aversão ao risco, deixam de ser a posição pessoal de um integrante feminino para ser uma posição do grupo ao qual pertencem indicando que podem substituir o papel exercido pela dívida no controle do fluxo de caixa livre.

O Modelo 4, que considera a posição que as mulheres ocupam e a formação de massa crítica, também indica relação estatisticamente significativa e negativa entre mulheres e endividamento.

Para a variável EndivM, tanto M_Cons (mulheres presidentes do conselho) quanto Prop foram estatisticamente significantes. A relação negativa entre endividamento e a presença de mulheres na presidência do conselho, M_Cons, está em linha com a hipótese de que as

mulheres, nesta posição, têm participação mais conservadora e avessa ao risco (Adams & Ferreira, 2009; Arun et al., 2015; Francis et al., 2015), considerando aqui o endividamento como uma medida de risco tal qual Faccio et al. (2016) e Rossi et al. (2018).

Quanto a Prop, está em linha com o Modelo 3.

Para a variável EndivC apenas M_CFO foi estatisticamente significativa e negativa corroborando o Modelo 2.

A análise univariada (seção 4.1) indicou apenas Prop com relação estatisticamente significativa com EndivM, que continua significativa na presença das demais variáveis. Adicionalmente, as demais variáveis de interesse (representativas da presença de mulheres na diretoria e/ou conselho) também se mostraram estatisticamente significativas na explicação do endividamento. Em todos os modelos, pelo menos uma das variáveis de interesse é estatisticamente significante e com relação econômica negativa (exceto o Modelo 1, para variável dependente EndivC). Os resultados evidenciam, na amostra e no período analisados, uma relação negativa entre participação feminina no Conselho e Diretoria e o Endividamento da empresa.

Faccio et al. (2016) e Rossi et al. (2018) encontraram resultados semelhantes. As empresas com CEO mantinham suas empresas menos endividadas (Faccio et al., 2016) e as empresas em que as mulheres no conselho e diretoria atingiram a massa crítica também mantinham empresas menos endividadas (Rossi et al., 2018), em ambos os casos os resultados foram associados a ideia de aversão ao risco.

No que diz respeito às variáveis de controle, para os modelos de EndivM, as duas variáveis estatisticamente significativas (ROA e MB) permanecem com os sinais identificados na seção 4.1 e consistentes com a teoria *Pecking Order*.

Para os modelos de EndivC, as variáveis de controle significativas são crescimento (positivo) e tamanho (negativo). A variável Cresc, que tem relação univariada negativa com EndivM e positivamente com EndivC, respectivamente (seção 4.1), na presença das demais variáveis analisadas indica apenas a relação positiva com EndivC como significante. O sinal positivo da variável crescimento (Cresc) indica a preferência pela emissão de dívida e não de ações para se financiar ou, ainda, redução do fluxo de caixa livre para controle da utilização pelos gestores.

É interessante notar que a variável Tam apresentou sinal positivo na análise univariada (única variável, naquela análise, a corroborar a teoria de *trade off*, contrariando a indicação pela teoria de *pecking order* das variáveis ROA e MB). Na presença das demais variáveis, a variável tamanho apresenta sinal negativo, este sim em linha com a teoria de *pecking order*.

A Tabela 8 apresenta a comparação dos resultados das VarInteresse com a literatura.

Tabela 8

Resultados comparados das variáveis de interesse

Variáveis	Presente Trabalho	Huang e Kinsgen (2013)	Francis. (2015)	Faccio et al. (2016)	Rossi et al. (2018)
D_M	Negativa				Positiva
M_Cons	Negativa				Positiva
M_CEO	Negativa			Negativo	
M_CFO	Negativa	Negativa	Negativa		
Prop	Negativa				Negativa

5 Conclusão

Ao longo dos anos estudou-se os determinantes da estrutura de capital sem chegar a uma conclusão única, passando por algumas ideias que passam da irrelevância da estrutura de capital ao ponto ótimo entre dívida e capital próprio. Durante esses anos também se buscou entender de que forma a participação das mulheres nas empresas afeta as decisões – como a de endividamento – também sem obter um consenso.

O presente trabalho investigou a relação entre o endividamento e a presença de mulheres na diretoria e/ou conselho das empresas que compuseram o Ibovespa no período de 2013 a 2019 e notou-se uma relação negativa entre a presença de mulheres e o endividamento. Mais precisamente quando as mulheres ocupam o cargo de CFO (significância estatística de 5%) e quando atingem massa crítica (considerada, no presente trabalho, por meio da proporção acima de 20% e com significância estatística de 1%). Além disso, foram significantes para ambas variáveis de endividamento analisadas (endividamento a mercado e endividamento contábil) e na presença das variáveis de controle comumente adotadas nos estudos sobre estrutura de capital.

As hipóteses que costumam ser levantadas na literatura para a relação negativa entre endividamento e a presença de mulheres são: (i) no caso da mulher exercer um papel na diretoria (CFO): mulheres são mais conservadoras do que homens (considerando que endividamento é uma *proxy* de risco) e/ou (ii) no caso da mulher exercer um papel no conselho: sua presença traz os mesmos benefícios de conselheiros independentes e a força de monitoramento de eventuais ações oportunistas por parte da diretoria (com consequente substituição do endividamento como ferramenta de monitoramento de tais ações).

A relação negativa da formação de massa crítica pelas mulheres (Prop) e o endividamento está em linha tanto com a literatura (a) de aversão ao risco e (b) com a de monitoramento atribuída aos conselhos de administração. A formação da massa crítica permite maior heterogeneidade no grupo (em termos de gênero) e, conseqüentemente, mais pontos de vista considerados na tomada de decisão. Embora a decisão direta sobre o endividamento não

esteja relacionada ao conselho de administração e sim à diretoria financeira, a presença de mais mulheres no grupo de decisões gerais traz mais força para a escolha em si e é baseada em questões mais amplas que não são trazidas por grupos homogêneos (compostos majoritariamente por um gênero).

Jensen (1986) defendeu que a dívida deveria ser usada como controle para os custos de agência, pois reduzem o fluxo de caixa livre à disposição dos gestores. Os resultados do presente trabalho corroboram as hipóteses de Adams e Ferreira (2009) e Francis et al. (2015), que as mulheres são mais conservadoras e transparentes em seus relatórios, especialmente quando a massa crítica das mulheres, no grupo, é atingida (significância estatística de 1%) e parecem não precisar recorrer ao uso da dívida como instrumento de controle.

Adicionalmente, analisando as variáveis de controle, os resultados encontrados apontam para a teoria de *Pecking Order*. Booth et al. (2001) encontrou essa preferência pela teoria de *pecking order* em economias emergentes (incluindo o Brasil), bem como Nakamura et al. (2007) e Nakamura et al. (2009).

Por ser um tema novo e pouco explorado, especialmente no Brasil, há oportunidades de aprofundamento nos aspectos relacionados a nomeação dos conselheiros, análise dos relatórios financeiros além da base de dados conter poucas empresas com presença significativa de mulheres na diretoria e conselho como CFO, CEO e presidentes do conselho. As limitações do trabalho são: (i) a pequena participação das mulheres na diretoria e no conselho das empresas brasileiras, (ii) eventuais erros de preenchimento dos formulário de referência que são preenchidos manualmente e (iii) eventuais problemas de endogeneidade entre as variáveis.

Referências

- Adams, R. B., & Funk, P. (2012). Beyond the glass ceiling: Does gender matter? *Management Science*, 58(2), 219-235. <https://doi.org/10.1287/mnsc.1110.1452>
- Arbache, J. (2015). Produtividade no setor de serviços. Produtividade no Brasil: desempenho e determinantes, 2, 277-300. Recuperado de https://economydeservicos.com/wp-content/uploads/2015/06/10-arbache-produtividade-no-setor-de-serviccca7os_final.pdf
- 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>
- Arun, T. G., Almahrog, Y. E., & Aribi, Z. A. (2015). Female directors and earnings management: Evidence from UK companies. *International Review of Financial Analysis*, 39, 137-146. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2015.03.002>

- Bastos, D. D., & Nakamura, W. T. (2009). Determinantes da estrutura de capital das companhias abertas no Brasil, México e Chile no período 2001-2006. *Revista Contabilidade & Finanças*, 20(50), 75-94. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772009000200006>
- Bengtsson, C., Persson, M., & Willenhag, P. (2005). Gender and overconfidence. *Economics Letters*, 86(2), 199-203. <https://doi.org/10.1016/j.econlet.2004.07.012>
- Booth, L., Aivazian, V., Demirguc-Kunt, A., & Maksimovic, V. (2001). Capital structures in developing countries. *Journal of Finance*, 56(1), 87-130. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00320>
- Burgess, Z., & Tharenou, P. (2002). Women board directors: Characteristics of the few. *Journal of Business Ethics*, 37, 39-49. <https://doi.org/10.1023/A:1014726001155>
- Burke, R. J. (1997). Women on corporate boards of directors: A needed resource. In R. J. Burke (ed.), *Women in corporate management* (pp. 37-43). Springer, Dordrecht. https://doi.org/10.1007/978-94-011-5610-3_5
- 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>
- Charness, G., & Gneezy, U. (2012). Strong evidence for gender differences in risk taking. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 83(1), 50-58. <https://doi.org/10.1016/j.jebo.2011.06.007>
- 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(6), 721-738. <https://doi.org/10.1590/1982-7849rac2019180327>
- Croson, R., & Gneezy, U. (2009). Gender differences in preferences. *Journal of Economic Literature*, 47(2), 448-74. <https://doi.org/10.1257/jel.47.2.448>
- Desai, M. A., Foley, C. F., & Hines Jr, J. R. (2004). A multinational perspective on capital structure choice and internal capital markets. *Journal of Finance*, 59(6), 2451-2487.
- Durand, D. (1952). Costs of debt and equity funds for business: trends and problems of measurement. In *Conference on Research in Business Finance* (pp. 215-262). NBER.
- Easterbrook, F. H. (1984). Two agency-cost explanations of dividends. *The American Economic Review*, 74(4), 650-659.
- Faccio, M., Marchica, M. T., & Mura, R. (2016). CEO gender, corporate risk-taking, and the efficiency of capital allocation. *Journal of Corporate Finance*, 39, 193-209. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2016.02.008>

- Fávero, L. P., & Belfiore, P. (2017). *Manual de análise de dados: Estatística e modelagem multivariada com Excel, SPSS e Stata*. Rio de Janeiro: Elsevier.
- Francis, B., Hasan, I., Park, J. C., & Wu, Q. (2015). Gender differences in financial reporting decision making: Evidence from accounting conservatism. *Contemporary Accounting Research*, 32(3), 1285-1318. <https://doi.org/10.1111/1911-3846.12098>
- Heaton, J. B. (2002). Managerial optimism and corporate finance. *Financial Management*, 31(2), 33-45. <https://doi.org/10.2307/3666221>
- Heaton, J. B. (2019). Managerial optimism: New observations on the unifying theory. *European Financial Management*, 25(5), 1150-1167. <https://doi.org/10.1111/eufm.12218>
- Huang, J., & Kisgen, D. J. (2013). Gender and corporate finance: Are male executives overconfident relative to female executives? *Journal of Financial Economics*, 108(3), 822-839. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2012.12.005>
- Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. (2015). *Código das melhores práticas de governança corporativa*. Recuperado de <https://conhecimento.ibgc.org.br/Paginas/Publicacao.aspx?PubId=21138>
- Jaskiewicz, P., & Klein, S. (2007). The impact of goal alignment on board composition and board size in family businesses. *Journal of Business Research*, 60(10), 1080-1089. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2006.12.015>
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323-329.
- Jensen, M. C. (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *Journal of Finance*, 48(3), 831-880. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1993.tb04022.x>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1979). 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)
- Joecks, J., Pull, K., & Vetter, K. (2013). Gender diversity in the boardroom and firm performance: What exactly constitutes a “critical mass?”. *Journal of Business Ethics*, 118(1), 61-72. <https://doi.org/10.1007/s10551-012-1553-6>
- Kanter, R. M. (1977). *Some effects of proportions on group life*. In *The gender gap in psychotherapy* (pp. 53-78). Springer, Boston, MA. Recuperado de https://doi.org/10.1007/978-1-4684-4754-5_5
- Konrad, A. M., & Kramer, V. (2006). How many women do boards need? *Harvard Business Review*, 84(12), 22.

- Kramer, V. W., Konrad, A. M., Erkut, S., & Hooper, M. J. (2006). *Critical mass on corporate boards: Why three or more women enhance governance* (pp. 2-4). Wellesley, MA: Wellesley Centers for Women.
- Malmendier, U., & Tate, G. (2005). CEO overconfidence and corporate investment. *Journal of Finance*, 60(6), 2661-2700. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2005.00813.x>
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261-297.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: A correction. *The American Economic Review*, 53(3), 433-443.
- Myers, S. C. (1984). The capital structure puzzle. *Journal of Finance*, 39(3), 574-592. <https://doi.org/10.3386/w1393>
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)
- Nakamura, W. T., Martin, D. M. L., Forte, D., Carvalho, A. F. D., Fº., Costa, A. C. F. D., & Amaral, A. C. D. (2007). Determinantes de estrutura de capital no mercado brasileiro: Análise de regressão com painel de dados no período 1999-2003. *Revista Contabilidade & Finanças*, 18(44), 72-85. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772007000200007>
- Pfeffer, J. (1972). Size and composition of corporate boards of directors: The organization and its environment. *Administrative Science Quarterly*, 17(2), 218-228. <https://doi.org/10.2307/2393956>
- 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), 122-146. <https://doi.org/10.1590/S0034-71402004000100006>
- Ross, S. A. (1973). The economic theory of agency: The principal's problem. *American Economic Review*, 63(2), 134-139.
- Rossi, F., Cebula, R. J., & Barth, J. R. (2018). Female representation in the boardroom and firm debt: empirical evidence from Italy. *Journal of Economics and Finance*, 42(2), 315-338. <https://doi.org/10.1007/s12197-017-9397-7>
- Sila, V., Gonzalez, A., & Hagendorff, J. (2016). Women on board: Does boardroom gender diversity affect firm risk? *Journal of Corporate Finance*, 36, 26-53. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2015.10.003>