



**LISBOA
SCHOOL OF
ECONOMICS &
MANAGEMENT**

MESTRADO

**CONTABILIDADE, FISCALIDADE E FINANÇAS
EMPRESARIAIS**

TRABALHO FINAL DE MESTRADO

DISSERTAÇÃO

**IMPACTO DA PRESENÇA DE MULHERES NA
ADMINISTRAÇÃO NA GESTÃO DE RESULTADOS**

TATIANA RAQUEL ROSA SANTOS

OUTUBRO - 2015



**LISBOA
SCHOOL OF
ECONOMICS &
MANAGEMENT**

**MESTRADO EM
CONTABILIDADE, FISCALIDADE E FINANÇAS
EMPRESARIAIS**

**TRABALHO FINAL DE MESTRADO
DISSERTAÇÃO**

**IMPACTO DA PRESENÇA DE MULHERES NA
ADMINISTRAÇÃO NA GESTÃO DE RESULTADOS**

TATIANA RAQUEL ROSA SANTOS

ORIENTAÇÃO:

**PROFESSORA DOUTORA CRISTINA BELMIRA GAIO MARTINS
DA SILVA**

OUTUBRO - 2015

Resumo

O presente estudo analisa o impacto da presença de mulheres na administração na gestão de resultados em empresas europeias. A amostra é composta por 373 empresas cotadas de 17 países europeus, para o período de 2007 a 2013. Como medidas de gestão de resultados utilizou-se o modelo de Jones modificado (Dechow et al., 1995) e uma das medidas desenvolvidas por Leuz et al. (2003) – magnitude dos *accruals*. Os resultados obtidos não permitem concluir sobre qual a relação entre a presença de mulheres na administração e as práticas de gestão de resultados, no entanto sugerem que a presença de um diretor financeiro do género feminino pode estar associado a menos gestão de resultados. Os resultados permitem evidenciar que empresas com resultado líquido negativo fazem mais gestão de resultados.

Palavras-chave: Mulheres na administração, gestão de resultados, empresas cotadas

Abstract

The present study analyses the impact of women's presence on the board on earnings management in european companies. The sample is composed by 373 listed companies from 17 european countries, between the period of 2007 to 2013. Two earnings management measures are used: total discretionary accruals, from the modified Jones model (Dechow et al., 1995); and the magnitude of accruals from Leuz et al. (2003). The results do not allow conclusions about the relation between the presence of women in administration and the practices of earnings management, however they suggest that the presence of a female CFO may be associated with less earnings management. There is also evidence that companies with net loss engage in more earnings management practices.

Keywords: women on the board, earnings management, listed companies

Agradecimentos

Aos meus pais que tornaram possível tudo o que alguma vez conquistei.

À minha orientadora Professora Cristina Gaio, pela disponibilidade, compreensão e ajuda.

Aos meus amigos e companheiros deste longo percurso: André Flores, Cátia Ferreira, Christian Abreu, Hugo Carvalho, Patrícia Cabral, Susana Alves, Tiago Cunha e Tomás Júdice. Obrigada por tornarem melhores todos os dias de tese, pelos momentos de partilha e pela ajuda.

À minha amiga, e também companheira deste percurso, Sara Seco. Um obrigado muito especial por toda a paciência, ajuda, partilha e incansável disponibilidade.

Índice

Resumo	i
Abstract.....	ii
Agradecimentos	iii
Índice de Tabelas	vi
Índice de Anexos	vi
Lista de Abreviaturas.....	vii
1. Introdução.....	1
2. Revisão de Literatura.....	3
2.1. Definição de Gestão de Resultados	3
2.2. Motivações e Consequências da Gestão de Resultados	4
2.3. Diversidade de Género e Gestão de Resultados	6
2.4. Relação entre Gestão de Resultados e Género.....	7
3. Dados e Metodologia.....	10
3.1. Amostra e Recolha de Dados.....	10
3.2. Metodologia.....	12
3.3. Variáveis	13
3.3.1. Variáveis Dependentes	13
3.3.1.1. GRJones	13
3.3.1.2. GRLeuz.....	15
3.3.2. Variáveis Independentes.....	15
3.4. Modelo Empírico	18
4. Análise de Resultados.....	19
4.1. Estatísticas Descritivas	19

4.2. Matriz de Correlação	21
4.3. Análise de Resultados	23
4.4. Análise Adicional	26
4.5. Análise de Robustez.....	28
5. Conclusão	31
5.1. Principais Conclusões	31
5.2. Limitações do Estudo.....	33
5.3. Possível investigação futura.....	34
Referências Bibliográficas.....	35
Anexos.....	39

Índice de Tabelas

Tabela 1 - Composição da amostra por país.....	12
Tabela 2 - Estatísticas Descritivas	20
Tabela 3 - Matriz de Correlação	22
Tabela 4 - Resultado dos modelos de regressão	23
Tabela 5 - Média do Rácio Dívida Soberana sobre PIB nos países da amostra	27
Tabela 6 - Resultados dos modelos de regressão incluindo a <i>dummy</i> CRISE.....	28
Tabela 7 - GRJones com sinal	Error! Bookmark not defined.

Índice de Anexos

Anexo 1 - Composição da amostra por setor (ICB)	39
Anexo 2 - Descrição das Variáveis.....	40
Anexo 3 - Classificação das Variáveis	41
Anexo 4 - VIFs das variáveis independentes.....	42
Anexo 5 - Resultados dos modelos de regressão incluindo a <i>dummy</i> FEM	42
Anexo 6 - Resultados dos modelos de regressão sem Reino Unido.....	43

Lista de Abreviaturas

CEO – Chief Executive Officer

CFO – Chief Financial Officer

EA – Efeitos Aleatórios

EF – Efeitos Fixos

EUA – Estados Unidos da América

ICB – Industry Classification Benchmark

ROA – Rendibilidade do Ativo

1. Introdução

As normas contabilísticas criam oportunidades para que os administradores das empresas possam gerir os resultados, o que afeta a qualidade do relato financeiro e, assim sendo, não é de surpreender a crescente atenção que a literatura tem vindo a dedicar à temática da gestão de resultados (Peni & Vähämaa, 2010). Durante os últimos anos tem-se verificado um aumento do interesse na diversidade de género nas empresas, quer por parte da sociedade, da comunicação social e ainda da literatura. Estudos anteriores têm vindo a comprovar que há diferenças comportamentais significativas entre géneros que poderão afetar as práticas de relato financeiro. Deste modo, o presente estudo tem como finalidade identificar a relação entre a presença de mulheres na administração e a gestão de resultados. Ou seja, estudar em que medida a presença de mulheres na administração afeta a gestão de resultados e, conseqüentemente, a informação financeira reportada.

A gestão de resultados ocorre quando os gestores utilizam julgamentos no reporte financeiro e na estruturação de transações por forma a alterar os relatórios financeiros (Healy & Wahlen, 1999). Estudos como o de Gavius et al. (2012) encontraram evidência que a gestão de resultados é menor quando o CEO ou o CFO são do género feminino. Por sua vez, Arun et al. (2015) concluíram que a presença feminina na administração está associada a uma gestão de resultados no sentido descendente, sugerindo que as mulheres são mais propensas a praticarem políticas de relato financeiro mais conservadoras. Peni & Vähämaa (2010) obtiveram conclusões semelhantes, considerando empresas com CFO's do género feminino.

Sendo o objetivo do presente estudo verificar qual o impacto da presença de mulheres na administração na gestão de resultados, a variável dependente é a gestão de resultados e foi obtida através do cálculo de duas medidas. Uma das medidas utilizadas é o valor absoluto dos *accruals* discricionários, calculado através do modelo de Jones modificado, e a outra medida foi desenvolvida por Leuz et al. (2003) e utiliza a magnitude dos *accruals* como *proxy* para o nível em que os gestores recorrem à discricionariedade nos resultados reportados. Como variáveis independentes relacionadas com o género considerou-se a percentagem de mulheres no conselho de administração, o género do presidente executivo e do diretor financeiro.

A amostra do estudo é constituída por 373 empresas cotadas de 17 países europeus e abrange o período temporal de 2007 a 2013. Os resultados obtidos evidenciam que não existe uma relação estatisticamente significativa entre a presença de mulheres na administração e a gestão de resultados. No entanto, evidenciou-se que o crescimento das vendas e também o resultado líquido negativo têm uma relação positiva com a gestão de resultados. Constatou-se também que a dimensão da empresa e o fluxo de caixa operacional apresentam uma associação negativa com as práticas de gestão de resultados.

As motivações para a realização deste estudo prendem-se com o facto de o género dos administradores ser um tópico cada vez mais debatido e com interesse para analistas, reguladores, investidores e público em geral. Também, apesar de a temática da gestão de resultados ser amplamente estudada, a literatura académica sobre o género dos administradores das empresas e a sua relação com a gestão de resultados é escassa. Os artigos que analisam essa relação apenas se focam num determinado país europeu, como

é o caso de Arun et al. (2015) que estudaram a realidade do Reino Unido. Contrariamente, o presente estudo inclui empresas com sede em 17 países europeus.

O presente estudo está dividido em 5 secções. Na secção seguinte encontra-se a revisão da literatura, que constitui a base teórica do trabalho. Relativamente à secção 3, apresenta-se a amostra, a metodologia, as variáveis utilizadas e o modelo empírico. A secção 4 revela os resultados e a análise dos mesmos. Por fim, na secção 5, apresentam-se as principais conclusões, limitações e sugestões de investigação futura.

2. Revisão de Literatura

“Earnings management arises from the game of information disclosure that executives and outsiders must play.” (Degeorge et al., 1999, p.3)

2.1. Definição de Gestão de Resultados

Os analistas, investidores e conselhos de administração têm um forte interesse no reporte financeiro porque os resultados fornecem informações críticas para a tomada de decisões de investimento (Degeorge et al., 1999). Como a qualidade dos resultados é deteriorada pela gestão de resultados (Dechow & Schrand, 2004), não é de surpreender a atenção considerável que os reguladores, a imprensa e a literatura têm dedicado à temática da gestão de resultados.

A prática de gestão de resultados suscita, provavelmente, uma das mais importantes questões éticas que os contabilistas enfrentam (Merchant & Rockness, 1994). As empresas que se envolvem nessa prática podem iludir os stakeholders sobre a verdadeira rentabilidade e / ou estabilidade das suas operações. O facto de o relato financeiro ser fiável permite aos stakeholders tomarem decisões corretamente informadas.

A gestão de resultados é a prática de escolher estimativas contabilísticas ou alterar os prazos de decisões operacionais de modo a mover os resultados, para que se atinga o objetivo desejado (Merchant & Rockness, 1994). É uma intervenção deliberada no relato financeiro com o objetivo de obter uma determinada vantagem para si, para a empresa ou para ambos (Schipper, 1989; Healy & Wahlen, 1999). A gestão de resultados ocorre quando os gestores utilizam julgamentos nas demonstrações financeiras e na estruturação de operações por forma a alterar os relatórios financeiros, com o intuito de “enganar” alguns stakeholders sobre o desempenho económico da empresa, ou de influenciar os resultados contratuais que dependem dos resultados contabilísticos reportados (Healy & Wahlen, 1999).

Segundo Beneish (2001), existem duas perspetivas sobre a gestão de resultados: a perspetiva oportunista e a perspetiva informativa. A perspetiva oportunista caracteriza-se pelo facto de os gestores tentarem “enganar” os investidores, agindo em seu benefício e em detrimento dos interesses dos acionistas (Healy & Wahlen, 1999; Schipper, 1989). Por sua vez, na perspetiva informativa os gestores gerem os resultados de modo a reduzirem a assimetria de informação, revelando aos investidores informação privada, nomeadamente, sobre quais são as suas expectativas relativamente aos futuros fluxos de caixa da empresa (Dechow & Schrand, 2004; Subramanyam, 1996). Na literatura prevalece a perspetiva oportunista.

2.2. Motivações e Consequências da Gestão de Resultados

De acordo com Healy & Wahlen (1999), questões relacionadas com os mercados de capital, questões contratuais e também legais podem motivar as práticas de gestão de resultados. Relativamente aos mercados de capital, Healy & Wahlen (1999) consideram

que os gestores são motivados a recorrer a práticas de gestão de resultados de modo a reportar resultados que vão de encontro às expectativas dos analistas e dos investidores. No que respeita às questões contratuais, os resultados de Dechow et al. (1996) revelaram que o desejo de obter financiamento externo a baixo custo e de evitar violações das cláusulas contratuais motivam a gestão de resultados. Por último, as questões regulatórias poderão motivar a gestão de resultados, quer por razões fiscais, como, por exemplo, diminuir os impostos a pagar, ou por forma a evitar determinada regulamentação específica do setor de atividade (Healy & Wahlen, 1999).

Estudos anteriores documentaram que os gestores têm fortes incentivos para gerir os resultados de modo a evitar o reporte de pequenas perdas e a diminuição de resultados (Burgstahler & Dichev, 1997; Roychowdhury, 2006). De acordo com Peasnell et al. (2005), a incidência de gestão de resultados é particularmente acentuada quando os resultados descem abaixo de um dado limiar. Têm sido considerados três limiares na literatura: evitar reportar perdas; relatar um crescimento nos resultados; e ir de encontro às previsões dos analistas. Para Degeorge et al. (1999) parece haver uma hierarquia destes limiares, sendo que reportar lucro é o mais importante, seguido de reportar crescimento nos resultados e, por fim, atingir as previsões dos analistas. Este último objetivo surge apenas se os outros dois forem cumpridos.

Os gestores podem também ser incentivados a recorrer a práticas de gestão de resultados por forma a maximizar o valor da empresa ou a obter algum ganho privado (Beneish, 2001; Christie & Zimmerman, 1994).

A eficiência do mercado é influenciada pela informação que é transmitida para os mercados de capital. Os mercados de capital utilizam a informação financeira para definir os preços dos títulos e os investidores utilizam-na para decidir se compram,

vendem ou mantêm os títulos. Poderá não ser possível para os mercados avaliarem os títulos corretamente quando a informação está incorreta. Como a gestão de resultados pode esconder a performance real e diminuir a habilidade dos acionistas tomarem decisões informadas, pode ser vista como um custo de agência (Xie et al., 2003).

Estudos anteriores assumem a perspectiva que a gestão de resultados é indesejada porque é dispendiosa para os acionista. No entanto, a gestão de resultados irá beneficiar os acionista se os gestores utilizarem a discricionarietà contabilística como forma de indiciar informação privada sobre o desempenho futuro da empresa (Peasnell et al., 2005).

2.3. Diversidade de Género e Gestão de Resultados

Há muito tempo que tanto a literatura na área de gestão como de psicologia reconhecem que existem diferenças significativas entre género, nomeadamente, nos estilos de liderança, na forma de comunicação, no conservadorismo, na aversão ao risco e nas decisões tomadas (Bernardi & Arnold, 1997; Byrnes et al., 1999; Francis et al., 2014; Heminway, 2007). Devido a estas diferenças e às suas implicações na gestão financeira, a questão da diversidade de género tem vindo a receber cada vez mais atenção por parte da literatura.

Bruns & Merchant (1990) demonstraram que a gestão de resultados é geralmente vista como uma questão ética pelos gestores e contabilistas. As diferenças entre homens e mulheres no que respeita à ética nos negócios têm sido consideravelmente estudadas pela literatura nesta área, existindo evidência que mulheres e homens apresentam diferenças nos valores e interesses, e na propensão para

incorrerem num comportamento empresarial antiético (Gilligan, 1982; Betz et al., 1989).

Diferenças no carácter e na qualidade das decisões tomadas pelos gestores e pelas gestoras terão importantes implicações para a organização. As mulheres são mais éticas no local de trabalho, mesmo quando poderiam beneficiar pessoalmente de um comportamento antiético, e menos propensos a incorrerem em comportamentos não éticos com o intuito de obterem ganhos financeiros (Betz et al., 1989; Bernardi & Arnold, 1997; Khazanchi, 1995). Os homens interessam-se por ter uma carreira bem-sucedida e por obter benefícios económicos, tendo maior probabilidade de quebrar as regras para alcançarem sucesso competitivo. Por outro lado, as mulheres têm uma maior tendência para ajudar os outros, para relações harmoniosas e são menos propensas a incorrerem em comportamentos não éticos (Betz et al., 1989; Butz & Lewis, 1996; Mason & Mudrack, 1996).

As mulheres tendem a ser mais avessas ao risco em geral (Byrnes et al., 1999) e mais avessas ao risco no que respeita a decisões de investimentos (Cohn et al., 1975; Riley & Chow, 1992). As mulheres evidenciam uma maior aversão ao risco no que diz respeito a decisões financeiras (Jianakoplos & Bernasek, 1998) e também um maior conservadorismo no relato financeiro (Francis et al., 2014).

Heminway (2007) argumentou que as mulheres são mais fidedignas que os homens e, assim, têm menor probabilidade de manipular o relato financeiro e outras divulgações.

2.4. Relação entre Gestão de Resultados e Género

Por forma a reestruturar os conselhos de administração nos países europeus, os reguladores propuseram tornar a presença de mulheres na administração um requisito

legal. A lógica inerente a estas reformas prende-se com o facto de a diversidade de género melhorar a supervisão dos administradores sobre as atividades corporativas. Este impulso para a reforma da composição dos conselhos incentivou os investigadores a estudarem o efeito do género no reporte financeiro, ou seja, na gestão de resultados (Habib & Hossain, 2013).

Krishnan & Parsons (2008) evidenciaram que melhorias nos resultados em empresas com mais mulheres gestoras de topo não são conseguidas através da gestão de resultados ou de resultados com menor qualidade. Demonstraram também que a qualidade dos resultados está positivamente associada com a diversidade de género dos gestores de topo.

Srinidhi et al. (2011) estudaram a associação entre a participação de mulheres no conselho de administração e a qualidade dos resultados em empresas dos Estados Unidos da América (EUA). Os seus resultados indicam que empresas com maior participação feminina no conselho de administração apresentam maior qualidade dos resultados, conseguida através da melhoria da função de supervisão da administração. Como a qualidade dos resultados é exigida pelos investidores, a sua melhoria constitui um dos objetivos da administração. Este estudo implica que a participação feminina pode ser utilizada para alcançar este objetivo. Os autores salvaguardam, no entanto, que os seus resultados poderão não se conseguir generalizar para outros países e períodos temporais.

Também tendo por amostra empresas dos EUA, Peni & Vähämaa (2010) examinaram a associação entre a gestão de resultados e o género dos executivos da empresa. Mais concretamente, os autores focaram-se no género do *chief executive officer* (CEO) e do *chief financial officer* (CFO) e tentaram aferir se, e de que forma os

executivos do género feminino afetam a qualidade da informação financeira reportada. Os seus resultados evidenciam que empresas com CFO mulher estão associadas com gestão de resultados no sentido decrescente, sugerindo a aplicação de políticas de relato financeiro mais conservadoras. No entanto, não encontraram qualquer relação entre o género do CEO e a prática de gestão de resultados.

Barua et al. (2010) estudaram a relação entre a qualidade dos *accruals* e o género do CFO, igualmente em empresas dos EUA. Evidenciaram que os CFO's do género feminino estão relacionados com uma maior qualidade dos *accruals*.

Gavious et al. (2012), tendo por amostra empresas israelitas de alta tecnologia cotadas nos EUA, encontraram evidência de que a gestão de resultados é menor quando o CEO ou o CFO são do género feminino.

O estudo de Ye et al. (2010) foi o primeiro a analisar a relação entre género e a qualidade dos resultados em mercados emergentes. Pretendiam demonstrar se o efeito do género na qualidade dos resultados nos países em desenvolvimento é igual ao verificado pela literatura nos países desenvolvidos. Ou seja, se as empresas e mercados emergentes com executivos mulheres também reportam resultados com maior qualidade. Para tal investigaram a possível associação entre o género dos executivos de topo e a qualidade dos resultados na China, o maior mercado emergente. Ao contrário das descobertas documentadas nos mercados desenvolvidos, tais como os EUA, os seus resultados evidenciaram que as medidas de qualidade dos resultados utilizadas não são significativamente diferentes entre empresas com executivos homens e com executivos mulheres. Uma das medidas utilizadas foi o valor absoluto dos *accruals* discricionários, que é uma medida tida como indicador de gestão de resultados, e também o seu coeficiente não se revelou estatisticamente significativo.

Arun et al. (2015) analisaram a relação entre a prática de gestão de resultados e diretores mulher em empresas do Reino Unido. Para tal utilizaram como variáveis: mulheres diretoras em número e em proporção, diretoras independentes também em número e proporção e, ainda, uma variável *dummy* a indicar o género do CFO. Através das regressões estimadas descobriram que empresas com um maior número de diretoras e de diretoras independentes são mais propensas a praticarem políticas de relato financeiro mais conservadoras e geralmente utilizam práticas que implicam a gestão de resultados no sentido decrescente. Assim, segundo os autores, pode argumentar-se que a presença de diretoras no conselho pode mitigar a gestão de resultados no sentido crescente. Relativamente à variável *dummy* sobre o género do CFO, apesar de o seu coeficiente ser positivo, ter um diretor financeiro feminino parece não ter nenhum efeito estatisticamente significativo na gestão de resultados.

Com base a literatura referida anteriormente as hipóteses em estudo são:

H₁: A prática de gestão de resultados é menor em empresas com mulheres no conselho de administração.

H₂: A prática de gestão de resultados é menor em empresas com presidente executivo mulher.

H₃: A prática de gestão de resultados é menor em empresas com diretor financeiro mulher.

3. Dados e Metodologia

3.1. Amostra e Recolha de Dados

A amostra do presente estudo foi obtida a partir da base de dados *Bloomberg* no mês de abril de 2015, à exceção da informação sobre o género do presidente executivo e do diretor financeiro que foi recolhida nos meses de junho e julho e foi completada com

informação dos Relatórios e Contas. A amostra inicial é composta por empresas cotadas com sede na Europa, no período de 2007 a 2013.

À amostra inicial foram retiradas empresas do setor financeiro devido às suas características específicas, que poderiam conduzir a enviesamentos de resultados (Klein, 2002). Também foram excluídas empresas para as quais não existia informação disponível para todas as variáveis (Arun et al., 2015) e em que os dados em anos consecutivos eram iguais. Por fim, foram retirados os setores com menos de 6 empresas (Arun et al., 2015; Park & Shin, 2004) e os países com menos de 5 empresas.

Assim, a amostra é constituída por 373 empresas de 17 países europeus e de 16 setores de atividade, num período de 7 anos, entre 2007 e 2013. Pela análise da Tabela 1 é possível verificar-se que o país com maior representatividade na amostra é o Reino Unido (33,78%), seguido da França (11,26%) e da Alemanha (8,04%). Relativamente à distribuição das empresas por setor (ver Anexo 1), destaca-se com 23,86% o setor bens e serviços industriais. Os setores foram classificados de acordo com o *Industry Classification Benchmark (ICB)*.

Tabela 1 - Composição da amostra por país

País	Nº Empresas	Percentagem
Alemanha	30	8.04
Áustria	6	1.61
Bélgica	7	1.88
Dinamarca	16	4.29
Espanha	12	3.22
Finlândia	20	5.36
França	42	11.26
Grécia	5	1.34
Holanda	11	2.95
Irlanda	5	1.34
Itália	18	4.83
Noruega	12	3.22
Portugal	7	1.88
Reino Unido	126	33.78
Suécia	25	6.70
Suíça	26	6.97
Turquia	5	1.34
Total	373	100

3.2. Metodologia

A primeira etapa para a obtenção da análise empírica consistiu no cálculo de duas medidas de gestão de resultados. Através do modelo de Jones Modificado (Dechow et al. 1995) obtiveram-se os *accruals* discricionários, que representam uma das medidas de gestão de resultados (GRJones). A outra medida (GRLeuz) foi desenvolvida por Leuz et al. (2003) e é designada de magnitude dos *accruals*.

Após o cálculo das medidas de gestão de resultados obtiveram-se as estatísticas descritivas e coeficientes de correlação de Pearson. Por fim, desenvolveram-se dois modelos de regressão linear, um para cada medida de gestão de resultados, e estimaram-se várias regressões para os modelos empíricos (subsecção 3.4.). A análise dos dados foi realizada através do programa estatístico Stata e foi feita em dados de painel.

3.3. Variáveis

Nesta secção apresentam-se as variáveis dependentes ou explicadas e as variáveis independentes ou explicativas incluídas no estudo. No Anexo 2 encontra-se a forma de cálculo de todas as variáveis, assim como os estudos anteriores que suportam a sua escolha.

3.3.1. Variáveis Dependentes

A variável dependente em estudo é a gestão de resultados, sendo esta obtida através do cálculo dos *accruals*, segundo duas metodologias: Modelo de Jones Modificado, desenvolvido por Dechow et al. (1995) – GRJones – e uma das medidas de Leuz et al. (2003) – GRLeuz. Os *accruals* criam oportunidade para a gestão de resultados porque requerem que os gestores façam previsões, estimativas e julgamentos. Quanto maior o seu grau de discricionariedade, maior a propensão para a gestão de resultados (Dechow & Schrand, 2004).

3.3.1.1. GRJones

Para o cálculo da GRJones, cálculo dos *accruals* discricionários, utilizou-se o Modelo de Jones Modificado desenvolvido por Dechow et al. (1995).

O modelo de Jones modificado possibilita estimar, para cada setor de atividade, os *accruals* discricionários a partir da regressão dos *accruals* totais. Assim, a primeira etapa foi calcular os *accruals* totais tendo-se optado pela abordagem tradicional do balanço (Dechow et al., 1995), dada pela equação apresentada de seguida:

$$TACC_{x,t} = \Delta AC_{x,t} - \Delta Caixa_{x,t} - \Delta PC_{x,t} + \Delta DCP_{x,t} - DepAm_{x,t} \quad (1)$$

Em que, $TACC_{x,t}$ = total dos *Accruals* da empresa x no ano t; $\Delta AC_{x,t}$ = variação do Ativo Corrente da empresa x entre o ano t-1 e o ano t; $\Delta Caixa_{x,t}$ = variação da Caixa e

Equivalentes de Caixa da empresa x entre o ano $t-1$ e o ano t ; $\Delta PC_{x,t}$ = variação do Passivo Corrente da empresa x entre o ano $t-1$ e o ano t ; $\Delta DCP_{x,t}$ = variação da Dívida de Curto Prazo da empresa x entre o ano $t-1$ e o ano t ; $DepAm_{x,t}$: Depreciações e Amortizações da empresa x no ano t .

De seguida estimaram-se os coeficientes β_1 , β_2 e β_3 para cada setor de atividade, recorrendo à seguinte equação:

$$\frac{TACC_{x,t}}{AT_{x,t-1}} = \beta_1 \left(\frac{1}{AT_{x,t-1}} \right) + \beta_2 \left(\frac{\Delta Receitas_{x,t}}{AT_{x,t-1}} \right) + \beta_3 \left(\frac{AFT_{x,t}}{AT_{x,t-1}} \right) + \varepsilon_{x,t} \quad (2)$$

Em que, $TACC_{x,t}$ = Total dos *Accruals* da empresa x no ano t ; $AT_{x,t-1}$ = Ativo Total da empresa x no ano $t-1$; $\Delta Receitas_{x,t}$ = variação das Receitas da empresa x entre o ano $t-1$ e t ; $AFT_{x,t}$ = Ativo Fixo Tangível da empresa x no ano t .

Após se obter as estimativas dos β , calcularam-se os *accruals* não discricionários para cada empresa de acordo com a equação a seguir descrita:

$$ACCND_{x,t} = b_1 \left(\frac{1}{AT_{x,t-1}} \right) + b_2 \left(\frac{\Delta Receitas_{x,t} - \Delta ContasRec_{x,t}}{AT_{x,t-1}} \right) + b_3 \left(\frac{AFT_{x,t}}{AT_{x,t-1}} \right) \quad (3)$$

Em que, $ACCND_{x,t}$ = *Accruals* Não Discricionários da empresa x no ano t ; $AT_{x,t-1}$ = Ativo Total da empresa x no ano $t-1$; $\Delta Receitas_{x,t}$ = variação das Receitas da empresa x entre o ano $t-1$ e t ; $\Delta ContasRec_{x,t}$ = variação das Contas a Receber da empresa x entre o ano $t-1$ e t ; $AFT_{x,t}$ = Ativo Fixo Tangível da empresa x no ano t .

Por fim, obtiveram-se os *accruals* discricionários subtraindo aos *accruals* totais os *accruals* não discricionários. Ou seja, a medida de gestão de resultados GRJones obtém-se da seguinte forma:

$$GRJones = ACCD_{x,t} = \frac{TACC_{x,t}}{AT_{x,t-1}} - ACCND_{x,t} \quad (4)$$

Em que, $ADCC_{x,t}$ = Accruals Discricionários da empresa x no ano t; $TACC_{x,t}$ = Total dos Accruals da empresa x no ano t; $AT_{x,t-1}$ = Ativo Total da empresa x no ano t-1; $ACCND_{x,t}$ = Accruals Não Discricionários da empresa x no ano t.

3.3.1.2. *GRLeuz*

De acordo com Leuz et al. (2003), os gestores podem recorrer a práticas de gestão de resultados por forma a distorcer o desempenho económico da sua empresa. Podem, por exemplo, recorrer à gestão de resultados quando pretendem divulgar um desempenho da empresa melhor do que o real, ou quando os resultados ficam abaixo de determinadas metas. Assim, os autores utilizaram a magnitude dos *accruals* como uma *proxy* para o nível em que os gestores exercem a componente discricionária nos resultados reportados, sendo obtida da seguinte forma:

$$GRLeuz = |accruals| / |operating cash flow| \quad (5)$$

$$\text{Em que, operating cash flow} = \text{resultado operacional} - \text{accruals} \quad (6)$$

$$\text{accruals}_{x,t} = (\Delta AC_{x,t} - \Delta \text{Caixa}_{x,t}) - (\Delta PC_{x,t} - \Delta DCP_{x,t} - \Delta I_{x,t}) - \text{DepAm}_{x,t} \quad (7)$$

$\Delta I_{x,t}$ = variação dos Impostos sobre rendimentos a pagar e DepAm = Depreciações e Amortizações.

3.3.2. *Variáveis Independentes*

Como referido anteriormente, o objetivo deste estudo é investigar qual o impacto na gestão de resultados de existirem mulheres na administração. Esse impacto será

medido através das variáveis independentes: percentagem de mulheres na administração (MULHERES), variável *dummy* que indica o género do presidente executivo (CEO) e variável *dummy* referente ao género do diretor financeiro (CFO).

Foram consideradas como variáveis de controlo: CVEND (crescimento das vendas); DIM (dimensão da empresa); END (endividamento); FCO (fluxo de caixa operacional); MB (*market-to-book ratio*); PREJ (prejuízo), ROA (rendibilidade do ativo); ANO (*dummy* ano), PAIS (*dummy* país) e SETOR (*dummy* setor). Estas variáveis pretendem controlar fatores que a literatura demonstrou estarem associados com a gestão de resultados.

As variáveis END e PREJ são medidas para a condição financeira das empresas (Peni & Vähämaa, 2010). Em relação à variável END, Park & Shin (2004) afirmam que empresas muito endividadas podem não conseguir recorrer a práticas de gestão de resultados por estarem sobre um forte escrutínio dos credores. Por outro lado, os autores referem também que empresas que enfrentam dificuldades financeiras têm um incentivo para recorrer a práticas de gestão de resultados de modo a evitar potenciais perdas causadas por reportar problemas financeiros, evitar quebrar contratos de dívida e aumentos de custos de financiamento. Assim, a relação entre a variável END e a gestão de resultados poderá ser positiva ou negativa. Também não há qualquer previsão quanto ao sinal da variável PREJ, pois no estudo de González & García-Meca (2014), apesar de esperarem um sinal positivo não conseguiram evidência estatística que o confirmasse.

CVEND e MB são incluídas no modelo por forma a controlar o impacto do crescimento da empresa na gestão de resultado (Arun et al., 2015; Barua, et al. 2010; Peni & Vähämaa, 2010). CVEND refere-se ao crescimento das vendas e MB está relacionada com as expectativas do mercado nas perspetivas de crescimento da empresa

(Barua et al., 2010). Segundo Park & Shin (2004) é mais fácil as empresas de rápido crescimento incorrerem em práticas de gestão de resultados do que as empresas de crescimento lento ou estagnadas. Isto porque, geralmente, é mais difícil de detetar estas práticas através das atividades das empresas de rápido crescimento. Além disso, empresas com um elevado crescimento são, tipicamente menos transparentes e podem ter mais oportunidades para uma gestão de resultados oportunista (Geiger & North, 2006; Meek et al., 2007). Espera-se, portanto, uma associação positiva entre estas variáveis e a gestão de resultados.

A variável DIM pretende controlar o potencial impacto da dimensão da empresa na gestão de resultados (Arun et al., 2015) e é expectável que estejam negativamente associadas. É mais difícil para as empresas de maiores dimensões conseguirem ocultar práticas de gestão de resultados, uma vez que são ativamente seguidas pelos mercados de capitais. Contrariamente às empresas com pequenas dimensões que tendem a ser esquecidas pelos analistas financeiros e pela imprensa (Park & Shin, 2004). Estudos anteriores também sugerem que empresas com maior dimensão têm estruturas de governação mais fortes, menos informação assimétrica, e são geralmente submetidas a uma maior supervisão por parte dos auditores e analistas financeiros (Meek et al., 2007).

ROA e FCO são variáveis de controlo para as diferenças de desempenho entre empresas (Arun et al., 2015; Barua et al., 2010). Quanto ao sinal esperado da variável ROA, a literatura apresenta posições contrárias. Segundo Van Tendeloo & Vanstraelen (2008), empresas com rendibilidades maiores tendem a efetuar menos gestão de resultados. No entanto Carlson & Bathala (1997), afirmam que o aumento da rendibilidade pode implicar num aumento da gestão de resultados. Assim, não há qualquer expectativa quanto ao sinal a esperar destas variáveis.

Dado que a gestão de resultados pode diferir ao longo do tempo e entre setores, incluíram-se, também, variáveis de controlo para potenciais efeitos temporais e do setor de atividade (Arun et al., 2015; Peni & Vähämaa, 2010). A variável ANO é uma variável *dummy* referente ao ano e a variável SETOR é uma *dummy* de acordo com o Industry Classification Benchmark (ICB). Foi ainda utilizada uma variável *dummy*, denominada PAIS, por forma a controlar possíveis efeitos das características do país na gestão de resultados.

3.4. Modelo Empírico

Por forma a testar as hipóteses previamente definidas, foram desenvolvidos os seguintes modelos empíricos:

$$|GRJones|_{x,t} = \alpha + \beta_1MULHERES_{x,t} + \beta_2CEO_{x,t} + \beta_3CFO_{x,t} + \beta_4CVEND_{x,t} + \beta_5DIM_{x,t} + \beta_6END_{x,t} + \beta_7FCO_{x,t} + \beta_8MB_{x,t} + \beta_9PREJ_{x,t} + \beta_{10}ROA_{x,t} + \beta_{11}ANO_x + \beta_{12}PAIS_x + \beta_{13}SETOR_x + \varepsilon_{x,t} \quad (8)$$

$$GRLeuz_{x,t} = \alpha + \beta_1MULHERES_{x,t} + \beta_2CEO_{x,t} + \beta_3CFO_{x,t} + \beta_4CVEND_{x,t} + \beta_5DIM_{x,t} + \beta_6END_{x,t} + \beta_7FCO_{x,t} + \beta_8MB_{x,t} + \beta_9PREJ_{x,t} + \beta_{10}ROA_{x,t} + \beta_{11}ANO_x + \beta_{12}PAIS_x + \beta_{13}SETOR_x + \varepsilon_{x,t} \quad (9)$$

O índice x representa cada uma das empresas da amostra ($x=1,2,\dots, 373$) e o índice t diz respeito ao ano ($t=2007, 2008,\dots, 2013$).

Relativamente aos parâmetros do modelo, α é a constante, os β 's dizem respeito aos coeficientes a serem estimados para cada variável independente e o ε corresponde ao resíduo. Os parâmetros destes modelos são desconhecidos e portanto necessitam de ser estimados com base na amostra disponível. Neste estudo os métodos de estimação utilizados foram os mínimos quadrados (pooled OLS) e os efeitos fixos (EF). O que os

distingue é principalmente o que se assume para os erros do modelo, ϵ . No OLS assume-se que os erros não incluem efeitos individuais (características próprias de cada empresa), mas no EF assume-se que estes efeitos estão presentes e que são fixos, um valor em concreto (Wooldridge, 2009).

Todas as estimações foram feitas selecionando a opção *robust* do Stata, com o intuito de prevenir a existência de heterocedasticidade, e a opção *cluster* por empresa de forma a corrigir a presença de autocorrelação dos erros-padrão.

4. Análise de Resultados

4.1. Estatísticas Descritivas

Na Tabela 2 apresentam-se as estatísticas descritivas das variáveis em estudo. Através da análise desta tabela verifica-se que a média da variável GRJones é de -0,0082, podendo assim afirmar-se que em média as empresas da amostra praticam gestão de resultados no sentido decrescente. Arun et al. (2015) também evidenciaram que as empresas do Reino Unido tendem a ser conservadoras e preferem incorrer em práticas de resultados no sentido descendente. Em relação à média da GRLeuz é possível constatar-se que esta se encontra de acordo com o estudo de Leuz et al. (2003).

No que concerne às três variáveis independentes sobre o género dos administradores, constata-se que as empresas da amostra apresentam, em média, uma percentagem de mulheres no conselho de administração de 13,14%. Existe uma grande discrepância entre o valor mínimo (0%) e o valor máximo (70%) desta variável. O valor máximo de 70% corresponde unicamente a uma empresa e num só ano e apenas 13 empresas das 373 (37 observações) apresentam uma percentagem de mulheres no conselho de administração igual ou superior a 50%. No entanto o valor mínimo de 0% diz respeito a 780 observações, correspondentes a 183 empresas. Evidencia-se, assim, a

reduzida percentagem de mulheres nos conselhos de administração das empresas europeias cotadas. As variáveis CEO e CFO mostram que a maioria das empresas da amostra tem homens como presidente executivo e como diretor financeiro. A média da variável CFO é de 5,82%, sendo ligeiramente superior aos 2,53% da variável CEO. Estes valores indicam que, em média, existem mais CFO mulher do que CEO mulher mas, mesmo assim, o número de mulheres diretoras financeiras é pouco representativo.

Relativamente às variáveis de controlo observa-se que as empresas da amostra apresentam em média uma alavancagem financeira de 58,98%, um crescimento das vendas de 5,11%, um fluxo de caixa operacional de 10,03% do ativo total, um ROA de 5,71% e MB de 2,52. A média de 9,99% da variável PREJ indica que cerca de 10% das empresas da amostra têm resultado líquido negativo.

Tabela 2 - Estatísticas Descritivas

Variável	Obs.	Média	Mediana	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
GRJones	2.611	-0,0082	-0,0079	0,0642	-0,4493	0,5384
GRJones	2.611	0,0433	0,0298	0,0481	0	0,5384
GRLeuz	2.611	0,5016	0,3663	0,5897	0,0003	5,9306
MULHERES	2.611	13,1382	11,1110	12,2170	0	70
CEO	2.611	0,0253	0	0,1570	0	1
CFO	2.611	0,0582	0	0,2342	0	1
CVEND	2.611	0,0511	0,0440	0,1840	-0,7611	1,8506
DIM	2.984	8,2722	8,2408	1,6371	3,8748	12,6895
END	2.984	0,5898	0,6057	0,1590	0,0874	0,9913
FCO	2.611	0,1003	0,0896	0,0673	-0,4162	0,4169
MB	2.611	2,5168	1,9170	2,0239	0,0701	19,4603
PREJ	2.984	0,0999	0	0,2999	0	1
ROA	2.611	0,0571	0,0502	0,0711	-0,5749	0,5610

Variáveis: GRJones *Accruals* Discricionários totais, calculados pelo modelo de Jones modificado; |GRJones| *Accruals* Discricionários totais em valor absoluto, calculados pelo modelo de Jones modificado; GRLeuz = |accruals| / |fluxo caixa operacional|; MULHERES Percentagem de mulheres no conselho de administração; *Dummy* CEO, assume o valor 1 se o CEO é mulher e 0, caso contrário; *Dummy* CFO, assume o valor 1 se o CFO é mulher e 0, caso contrário; CVEND = variação anual das vendas / vendas do ano t-1; DIM = logaritmo natural do ativo total do ano t; END = passivo total do ano t / ativo total do ano t; FCO = fluxo de caixa operacional do ano t / ativo total do ano t-1; MB = valor de mercado do ano t / capital próprio; *Dummy* PREJ assume o valor 1 se o resultado líquido é negativo e 0, caso contrário; ROA = resultado antes de itens extraordinários do ano t / ativo total médio do ano t.

4.2. Matriz de Correlação

A correlação existente entre as variáveis utilizadas no modelo encontra-se presente na Tabela 3. Pode constatar-se que as correlações com significância estatística a 1%, e que são mais acentuadas, são entre ROA e FCO, com um coeficiente de 0,6225, e entre ROA e PREJ, cujo coeficiente é de 0,5316.

A variável dependente GRJones apresenta uma correlação estatisticamente significativa e negativa com as variáveis DIM, END e ROA e está positivamente correlacionado com CVEND e PREJ. Em relação à GRLeuz evidencia-se uma correlação positiva e estatisticamente significativa com END e PREJ e está negativamente correlacionada com CVEND, FCO, MBe ROA. Nenhuma das duas variáveis dependentes apresenta correlações significativas com as variáveis explicativas relacionadas com o género.

Também foi efetuado um teste à multicolinearidade através do cálculo dos Variance Inflation Factors (VIFs). Pelo Anexo 4 é possível verificar-se que o valor mais elevado de VIF encontra-se na variável ROA e é de 2,85, sendo inferior ao valor crítico de 10 (Gujarati, 2003). Estes resultados indicam, portanto, que o modelo não tem problemas de multicolinearidade.

Tabela 3 - Matriz de Correlação

	GRJones	GRLeuz	MULHERES	CEO	CFO	END	CVEND	DIM	MB	FCO	PREJ	ROA
GRJones	1											
GRLeuz	0,3726***	1										
MULHERES	0,0187	-0,008	1									
CEO	0,0117	-0,019	0,0845***	1								
CFO	-0,0243	-0,0182	0,1488***	0,1058***	1							
ALAV	-0,0431**	0,0711***	0,0154	0,0051	-0,0375*	1						
CVEND	0,0673***	-0,1027***	-0,0447**	-0,0135	-0,007	-0,0362*	1					
DIM	-0,1001***	-0,0093	0,1472***	0,0007	-0,0462**	0,3302***	-0,0069	1				
MB	0,0092	-0,2037***	0,0433**	0,0319	0,0374*	0,016	0,1206***	-0,1708***	1			
FLUXCXOP	0,0309	-0,2693***	0,0268	0,0283	0,0251	-0,3033***	0,0740***	-0,2112***	0,4914***	1		
PREJ	0,1554***	0,2913***	0,008	-0,0316	-0,0323*	0,0759***	-0,1780***	-0,0096	-0,2013***	-0,2232***	1	
ROA	-0,0756***	-0,3168***	0,0062	0,0363*	0,0097	-0,3517***	0,2446***	-0,1640***	0,4768***	0,6225***	-0,5316***	1

Nota: ***, ** e * indicam a significância estatística ao nível de 1%, 5% e 10%, respetivamente.

Variáveis: |GRJones| *Accruals* Discricionários totais em valor absoluto, calculados pelo modelo de Jones modificado; GRLeuz = |accruals| / |fluxo caixa operacional|; MULHERES Percentagem de mulheres no conselho de administração; *Dummy* CEO, assume o valor 1 se o CEO é mulher e 0, caso contrário; *Dummy* CFO, assume o valor 1 se o CFO é mulher e 0, caso contrário; END = passivo total do ano t / ativo total do ano t; CVEND = variação anual das vendas / vendas do ano t-1; DIM = logaritmo natural do ativo total do ano t; FLUXCXOP = fluxo de caixa operacional do ano t / ativo total do ano t-1; MB = valor de mercado do ano t / capital próprio; *Dummy* PREJ assume o valor 1 se o resultado líquido é negativo e 0, caso contrário; ROA = resultado antes de itens extraordinários do ano t / ativo total médio do ano t.

4.3. Análise de Resultados

A Tabela 4 apresenta os resultados das regressões pelo método OLS e pelo método dos Efeitos Fixos.

Tabela 4 - Resultado dos modelos de regressão

Variáveis	Sinal Esperado	Pooled OLS GRJones	Pooled OLS GRLeuz	Efeitos Fixos GRJones	Efeitos Fixos GRLeuz
MULHERES	-	0,0001 (0,8778)	0,0006 (0,4457)	-0,0001 (-0,6772)	-0,0008 (-0,4114)
CEO	-	0,0038 (0,4978)	-0,0427 (-0,6241)	-0,0228 (-1,6183)	0,0887 (0,6869)
CFO	-	-0,0059* (-1,6619)	-0,0190 (-0,4210)	-0,0045 (-0,6493)	-0,0580 (-0,9571)
CVEND	+	0,0303*** (3,5923)	-0,0460 (-0,4871)	0,0212** (2,2828)	-0,1079 (-1,0159)
DIM	-	-0,0036*** (-4,0933)	-0,0364*** (-3,9051)	0,0116 (1,2895)	-0,0619 (-0,8634)
END	?	-0,0069 (-0,5754)	0,0616 (0,5656)	0,0239 (0,9593)	0,4842** (2,3931)
FCO	?	0,0512 (1,5813)	-1,4431*** (-3,6096)	0,0088 (0,2486)	-1,6589*** (-3,8450)
MB	+	0,0006 (0,6575)	-0,0143* (-1,7408)	0,0004 (0,3411)	-0,0163 (-1,6133)
PREJ	?	0,0196*** (4,2392)	0,3375*** (6,1184)	0,0144*** (2,8528)	0,2449*** (3,9606)
ROA	?	-0,0752** (-2,2848)	-0,7790* (-1,7996)	-0,0431 (-1,3817)	-0,4024 (-0,8284)
Dummy Ano		Sim	Sim	Sim	Sim
Dummy Setor		Sim	Sim	Sim	Sim
Dummy País		Sim	Sim	Sim	Sim
Constante		0,0655*** (4,9422)	0,8586*** (6,8638)	-0,0658 (-0,8373)	0,9343 (1,5172)
Observações		2.611	2.611	2.611	2.611
R ²		0,0982	0,1763	0,0389	0,0683
Teste F		4,44	9,57	3,93	7,41
Valor-P		0	0	0	0

Notas: ***,** e * indicam a significância estatística ao nível de 1%, 5% e 10%, respetivamente. A estatística do teste t encontra-se em parêntesis.

Variáveis: MULHERES Percentagem de mulheres no conselho de administração; *Dummy* CEO, assume o valor 1 se o CEO é mulher e 0, caso contrário; *Dummy* CFO, assume o valor 1 se o CFO é mulher e 0, caso contrário; CVEND = variação anual das vendas / vendas do ano t-1; DIM = logaritmo natural do ativo total do ano t; END = passivo total do ano t / ativo total do ano t; FCO = fluxo de caixa operacional do ano t / ativo total do ano t-1; MB = valor de mercado do ano t / capital próprio; *Dummy* PREJ assume o valor 1 se o resultado líquido é negativo e 0, caso contrário; ROA = resultado antes de itens extraordinários do ano t / ativo total médio do ano t.

Relativamente à variável MULHERES nada se pode concluir no que concerne ao efeito na gestão de resultados da presença de mulheres no conselho de administração, visto que os seus coeficientes não são estatisticamente significativos. Se, por um lado, o sinal positivo dos coeficientes obtidos pelo método OLS poderia sugerir que mulheres na administração aumentam a gestão de resultados, o método EF sugere o contrário. Ou seja, pelo método EF o sinal desta variável é negativo, nas duas medidas, o que poderia indicar que mulheres na administração implicam menos gestão de resultados. Assim, como nada se pode concluir em relação à variável MULHERES, não se pode aceitar a hipótese 1.

Os resultados da variável CEO também não permitem nenhuma conclusão. Nenhum dos coeficientes desta medida é estatisticamente significativo e os seus sinais não são consistentes nem entre as duas medidas de gestão de resultados, nem entre o método OLS e o método EF. Sendo assim, nada se pode afirmar sobre o impacto do género do presidente executivo na gestão de resultados e a hipótese 2 não poderá ser aceite. Estes resultados são consistentes com o estudo de Peni & Vähämaa (2010) que também não observaram uma associação significativa entre o género do CEO e as práticas de gestão de resultados nas empresas dos EUA.

Em relação aos resultados da variável CFO, verifica-se que esta apresenta um coeficiente negativo e estatisticamente significativo a um nível de significância de 10% para a variável GRJones no método OLS. Este resultado indica que, para um nível de significância de 10%, empresas com CFO mulher efetuam menos gestão de resultados. Apesar de o coeficiente da GRLeuz não ser estatisticamente significativo no método OLS e de no método EF nenhuma das medidas ser estatisticamente significativa, o facto de o sinal do coeficiente ser sempre negativo poderá, também, indicar que existe menos

gestão de resultados em empresas com diretor financeiro do género feminino. No entanto, estes resultados não são suficientes para se aceitar a hipótese 3. Estes resultados estão de acordo com os de Barua et al. (2010) que evidenciaram que empresas dos EUA com diretor financeiro mulher reportam menores níveis de *accruals* anormais absolutos.

No que respeita às variáveis de controlo, destaca-se os resultados da variável PREJ visto que esta apresenta uma relação positiva e estatisticamente significativa a 1% para as duas medidas de gestão de resultados e nos dois métodos de estimação. Sendo assim, evidencia-se que empresas com resultado líquido negativo fazem mais gestão de resultados. Em relação aos resultados da variável DIM, estes são interessantes visto que o seu coeficiente é negativo e estatisticamente significativo a 1%, para as duas medidas no modelo OLS. No modelo EF o coeficiente de GRLeuz, apesar de não ser estatisticamente significativo, também apresenta sinal negativo. Este resultado está de acordo com a literatura existente e sugere que empresas de maior dimensão efetuam menos gestão de resultados. Outro resultado de acordo com a literatura é o da variável CVEND, pois sugere que empresas com maior crescimento das vendas apresentam mais gestão de resultados. Isto porque a medida GRJones no método OLS e no EF é estatisticamente significativa com um nível de significância de 1% e 5%, respetivamente, e os seus coeficientes apresentam sinal positivo. Quanto à variável FCO, os coeficientes da medida GRLeuz são negativos e estatisticamente significativos a 1%, o sugere que empresas com maior fluxo de caixa operacional fazem menos gestão de resultados. Constata-se ainda que o coeficiente da variável ROA indica que empresas com maior rentabilidade fazem menos gestão de resultados, visto que todos os seus coeficientes apresentam sinal negativo e no método OLS as duas medidas são estatisticamente significativas.

As variáveis END e MB apenas apresentam um dos seus coeficientes estatisticamente significativo. Relativamente à variável END, a medida GRLeuz no método EF apresenta um coeficiente positivo e estatisticamente significativo a 5% e também a GRLeuz no método EF e a GRJones no OLS apresenta sinal positivo. Deste modo, os resultados desta medida sugerem que empresas mais endividadas praticam mais gestão de resultados. Quanto à MB, a GRLeuz apresenta sinal negativo e o seu coeficiente no método OLS é estatisticamente significativo a 10%. Em posição, a GRJones apresenta sinal positivo. Como o sinal do coeficiente estatisticamente significativo é negativo, poderá indicar que empresas com um maior rácio *market-to-book* fazem menos gestão de resultados.

Por último, é de referir que o valor-p do teste F é zero, o que significa que se rejeita a hipótese de nulidade conjunta dos coeficientes das variáveis independentes e, portanto, o modelo em estudo é válido para explicar as práticas de gestão de resultados. Importa também mencionar que o R^2 apresenta valores entre 0,0389 e 0,1763. No entanto, estes valores reduzidos são normais em modelos de regressões com *accruals* (Arun et al., 2015).

4.4. Análise Adicional

Tendo em conta que o período amostral inclui anos de crise económica e financeira, considerou-se importante analisar o possível efeito da crise nas práticas de gestão de resultados. Assim, utilizou-se uma variável *dummy* denominada CRISE que assume o valor 1 se determinado ano estiver compreendido entre o período de 2009 a 2013 e o valor 0, caso contrário.

Os anos de 2009 a 2013 foram os considerados como anos de crise pois, como se demonstra na Tabela 5, ocorreu uma grande variação do rácio da dívida soberana sobre o PIB do ano 2008 para o ano 2009. Evidencia-se também que este rácio continuou a aumentar até ao ano 2013.

Tabela 5 - Média do Rácio Dívida Soberana sobre PIB nos países da amostra

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Dívida soberana/PIB (%)	55,63	53,32	58,42	68,18	74,25	81,87	85,51	88,53
(Média dos países da amostra)								
Variação anual		-4,16	9,57%	16,71%	8,91%	10,26%	4,45%	3,52%

Fonte: Dados do Eurostat, elaboração própria

A Tabela 6 apresenta os resultados obtidos com a introdução da variável CRISE nos modelos (8) e (9). Constata-se que para o método OLS as duas medidas apresentam sinal positivo, sendo a GRJones estatisticamente significativa a 10%. No método dos efeitos fixos as medidas apresentam sinais contrários. Apesar de não existir evidência estatística que permita concluir qual a associação entre a gestão de resultados e anos de crise, é possível constatar-se que os resultados parecem sugerir uma relação positiva. Ou seja, em períodos de crise as empresas incorrem em mais práticas de gestão de resultados.

Tabela 6 - Resultados dos modelos de regressão incluindo a *dummy* CRISE

Variáveis	Pooled OLS		Efeitos Fixos	
	GRJones	GRLeuz	GRJones	GRLeuz
CRISE	0,0054*	0,0592	-0,0023	0,0364
	(1,7302)	(1,3890)	(-0,5257)	(0,9176)
Variáveis Iniciais	Sim	Sim	Sim	Sim
<i>Dummy</i> Ano	Sim	Sim	Sim	Sim
<i>Dummy</i> Setor	Sim	Sim	Sim	Sim
<i>Dummy</i> País	Sim	Sim	Sim	Sim
Constante	0,0692***	0,8591***	-0,0577	0,9661
	(5.0931)	(6.4754)	(-0.7483)	(1.6076)
Observações	2.611	2.611	2.611	2.611
R ²	0,0982	0,1763	0,0389	0,0683
Teste F	4,44	9,57	3,93	7,41
Valor-p	0	0	0	0

Notas: ***,** e * indicam a significância estatística ao nível de 1%, 5% e 10%, respetivamente. A estatística do teste t encontra-se em parêntesis.

Variável: *Dummy* CRISE, assume o valor 1 se determinado ano pertencer ao período de 2009 a 2013 e 0, caso contrário.

4.5. Análise de Robustez

De modo garantir a solidez dos resultados apresentados foram realizados algumas análises de robustez. As análises realizadas foram: substituir a variável percentagem de mulheres no conselho de administração por uma *dummy*, que assume o valor 1 se existem mulheres no conselho de administração e 0, caso contrário; retirar da amostra as empresas do país de maior representatividade, ou seja, o Reino Unido; e considerar a variável GRJones com sinal como variável dependente.

Em relação aos resultados substituindo a variável percentagem de mulheres no conselho de administração por uma *dummy* e aos resultados sem o Reino Unido, não se verificou nenhuma alteração significativa às conclusões obtidas no modelo base. Os resultados destas duas análises encontram-se no Anexo 5 e no Anexo 6, respetivamente.

A Tabela 7 apresenta os resultados da análise efetuada considerando como variável dependente a GRJones com sinal.

Tabela 7 - GRJones com sinal

Variáveis	GRJones com sinal negativo		GRJones com sinal positivo	
	Pooled OLS GRJones	Efeitos Fixos GRJones	Pooled OLS GRJones	Efeitos Fixos GRJones
MULHERES	-0,0001 (-0,7347)	0,0001 (0,2667)	0,0001 (0,3488)	-0,0002 (-0,7081)
CEO	-0,0072 (-1,0363)	0,0349* (1,7576)	0,0019 (0,1887)	-0,0269 (-1,3739)
CFO	0,0087** (2,4988)	0,0007 (0,1368)	-0,0035 (-0,5680)	0,0042 (0,5319)
CVEND	-0,0327*** (-2,6576)	-0,0309*** (-2,7263)	0,0246** (1,9852)	0,0055 (0,3639)
DIM	0,0022** (2,2710)	-0,0051 (-0,4231)	-0,0034*** (-2,7130)	0,0431** (2,5410)
ALAV	0,0054 (0,3386)	-0,0098 (-0,3935)	-0,0153 (-1,1354)	0,0453 (1,0666)
FCO	-0,2608*** (-5,6560)	-0,2377*** (-4,4079)	-0,2472*** (-5,3208)	-0,3451*** (-5,4625)
MB	-0,0014 (-1,0192)	-0,0021 (-1,3649)	-0,0005 (-0,5233)	0,0007 (0,4607)
PREJ	-0,0132*** (-3,0618)	-0,0102** (-2,0207)	0,0283*** (2,5943)	0,0298** (2,3147)
ROA	0,2692*** (4,9178)	0,1910*** (3,8271)	0,1844*** (3,8562)	0,2714*** (3,8631)
<i>Dummy</i> Ano	Sim	Sim	Sim	Sim
<i>Dummy</i> País	Sim	Sim	Sim	Sim
<i>Dummy</i> Setor	Sim	Sim	Sim	Sim
Constante	-0,0406** (-2,4669)	0,0217 (0,1980)	0,0814*** (4,3200)	-0,3118** (-2,2325)
Observações	1.505	1.505	1.106	1.106
R ²	0,2129	0,1166	0,1335	0,1212
Teste F	4,85	9,97	2,87	3,75
Valor-p	0	0	0	0

Notas: ***, ** e * indicam a significância estatística ao nível de 1%, 5% e 10%, respetivamente. A estatística do teste t encontra-se em parêntesis.

Variáveis: MULHERES Percentagem de mulheres no conselho de administração; *Dummy* CEO, assume o valor 1 se o CEO é mulher e 0, caso contrário; *Dummy* CFO, assume o valor 1 se o CFO é mulher e 0, caso contrário; CVEND = variação anual das vendas / vendas do ano t-1; DIM = logaritmo natural do ativo total do ano t; END = passivo total do ano t / ativo total do ano t; FCO = fluxo de caixa operacional do ano t / ativo total do ano t-1; MB = valor de mercado do ano t / capital próprio; *Dummy* PREJ assume o valor 1 se o resultado líquido é negativo e 0, caso contrário; ROA = resultado antes de itens extraordinários do ano t / ativo total médio do ano t.

A GRJones com sinal positivo indica a gestão de resultados com o propósito de aumentar os resultados, em oposição a GRJones com sinal negativo que corresponde à gestão efetuada para diminuir os resultados.

No modelo com sinal negativo, evidencia-se que na variável CEO o coeficiente do método EF é estatisticamente significativo a 10% e apresenta um sinal positivo, o que poderá indicar que empresas com presidente executivo mulher evidenciam gestão de resultados no sentido descendente. No entanto, como este resultado não é suportado nem pelo método OLS nem pelo modelo com sinal positivo, não é possível retirar-se qualquer conclusão sobre se o impacto de um presidente executivo mulher é no sentido da diminuição ou do aumento da gestão de resultados. O mesmo se verifica para a variável CFO, pois apesar de apresentar um coeficiente com sinal positivo, e estatisticamente significativo a 5% no modelo com sinal negativo, não é suficiente para se concluir que se o diretor financeiro for mulher irá ocorrer gestão de resultados no sentido descendente. Relativamente à GRJones com sinal positivo nenhuma das variáveis associadas ao género apresenta relevância estatística. Em suma, os resultados obtidos não permitem qualquer conclusão sobre se o impacto nos resultados da presença de mulheres na administração é com propósito de os diminuir ou aumentar.

Em relação às variáveis de controlo, verifica-se através da análise da Tabela 7 que no modelo GRJones com sinal negativo os coeficientes da variável PREJ são estatisticamente significativos e apresentam sinal negativo, nos dois métodos de estimação, o que indica que empresas com resultado líquido negativo apresentam gestão de resultados no sentido ascendente. Da análise do modelo GRJones com sinal positivo retira-se a mesma conclusão pois os dois coeficientes têm sinal positivo e são estatisticamente significativos. Na subsecção 4.3. evidenciou-se que empresas com

resultado líquido negativo apresentam mais gestão de resultados, podendo-se evidenciar, pelo disposto anteriormente, que é efetuada no sentido ascendente, ou seja, empresas com prejuízo gerem os resultados com o intuito de os aumentar. Os resultados da variável CVEND também se destacam pois no modelo GRJones com sinal negativo os coeficientes nos dois métodos de estimação são estatisticamente significativos a 1% e negativos, o que evidencia que empresas com um maior crescimento das vendas fazem gestão de resultados no sentido ascendente. Este resultado fica parcialmente confirmado pelo modelo GRJones com sinal positivo visto que o sinal é positivo nos dois métodos de estimação e no OLS é estatisticamente significativo a 5%. Os resultados presentes na subsecção 4.3 sugeriram que empresas com maior crescimento das vendas fazem mais gestão de resultados e, como referido anteriormente, esta poderá ser efetuada com o objetivo de aumentar os resultados.

5. Conclusão

5.1. Principais Conclusões

Este estudo foi realizado com o objetivo de investigar se a presença de mulheres na administração tem impacto na gestão de resultados. Assim, pretendia-se perceber se mulheres na administração fazem mais ou menos gestão de resultados do que administradores do género masculino. Considerou-se que esta seria uma questão pertinente, dado que a gestão de resultados diminui a qualidade dos resultados reportados e estes são de extrema importância para os analistas, investidores e todos os interessados no relato financeiro.

Relativamente às variáveis de género em estudo, não se obteve uma relação estatisticamente significativa consistente entre estas variáveis e a gestão de resultados.

No entanto, os resultados sugerem que em empresas com diretor financeiro mulher há menos práticas de gestão de resultados. Os resultados deste estudo sugerem também, em relação às variáveis de controlo, que há mais práticas de gestão de resultados em empresas com maior crescimento das vendas e ainda que empresas de maior dimensão e empresas com maior rendibilidade do ativo fazem menos gestão de resultados. É também possível evidenciar que empresas com resultado líquido negativo praticam mais gestão de resultados.

No que respeita à análise de robustez considerando a variável dependente GRJones com sinal, os resultados obtidos não permitem concluir se a presença de mulheres na administração implica gestão de resultados no sentido descendente ou ascendente. No entanto, os resultados parecem indicar que empresas com presidente executivo ou com diretor financeiro mulher fazem gestão de resultados no sentido descendente. Os resultados desta análise sugerem também que empresas com um maior crescimento das vendas fazem gestão de resultados com o intuito de os aumentar e que empresas com prejuízos gerem os resultados no sentido ascendente.

No que concerne às restantes análises de robustez, não se verificou nenhuma alteração significativa às conclusões obtidas no modelo base ao se retirar o Reino Unido da amostra e ao substituir a variável percentagem de mulheres no conselho de administração por uma *dummy*.

Em relação à análise adicional sobre o possível impacto da crise, os resultados obtidos não permitem concluir se em anos de crise há mais ou menos práticas gestão de resultados. No entanto, parecem sugerir que em períodos de crise as empresas incorrem em mais práticas de gestão de resultados.

Espera-se que este estudo contribua para a literatura sobre os determinantes da prática de gestão de resultados e, em particular, para a ainda escassa literatura no impacto da presença de mulheres na administração na gestão de resultados e, conseqüentemente, na qualidade do relato financeiro.

5.2. Limitações do Estudo

O presente estudo tem limitações que podem ser tidas em conta em investigações futuras. A principal limitação é a falta de informação sobre as variáveis relacionadas com o género dos administradores. No que diz respeito às variáveis sobre o género do presidente executivo e do diretor financeiro, não existe uma variável na base de dados com essa informação disponível sendo apenas possível consultar empresa a empresa qual o nome do CEO e do CFO. Mesmo assim, nem essa informação está disponível para todos os anos e todas as empresas tendo, que ser completada com a consulta de informação dos relatórios e contas. Apesar de a variável percentagem de mulheres na administração ter sido retirada da base de dados, o número de empresas com esta variável não foi muito elevado. Assim, este estudo apresenta uma reduzida dimensão da amostra.

O reduzido número de mulheres que ocupam cargos de presidente executivo e de diretor financeiro nas empresas da amostra é também uma limitação do estudo visto que restringe os resultados dos testes estatísticos.

Outra limitação a apontar está relacionada com as medidas de gestão de resultados utilizadas. Dado que a gestão de resultados se pode manifestar de várias formas, esta é difícil de medir (Leuz et al. 2003). Assim, tentando mitigar esta limitação utilizou-se duas medidas de gestão de resultados.

Por fim, outra das limitações a apontar é o facto de o período amostral contemplar anos de crise económica e financeira. No entanto, o impacto da crise é mitigado pelas dummies ano utilizadas no modelo, podendo assim considerar-se que esta limitação foi parcialmente ultrapassada.

5.3. Possível investigação futura

Como pistas de investigação futura sugiro incluir empresas fora da Europa, por forma a se realizar um estudo com uma amostra de continentes diferentes. Também seria interessante utilizar como amostra empresas que não sejam cotadas.

Considero ainda que seria interessante estudar se mulheres de diferentes culturas e também de gerações diferentes evidenciam as mesmas práticas de gestão de resultados. Isto é, por exemplo comparar as práticas de gestão de resultados em empresas chinesas e em empresas europeias, com mulheres na administração. Ou, tendo uma amostra de empresas com mulheres na administração, separar essa amostra em diferentes faixas etárias e verificar se as práticas de gestão de resultados são iguais.

Referências Bibliográficas

- Arun, T., Almahrog, Y. & Aribi, Z., 2015. Female Directors and Earnings Management: Evidence from UK companies. *International Review of Financial Analysis*, 39, pp.137–146.
- Barua, A., Davidson, L. & Rama, D., 2010. CFO gender and accruals quality. *Accounting Horizons*, 24(1), pp.25–39.
- Beneish, M., 2001. Earnings management: A perspective. *Managerial Finance*, 27(12), pp.3–17.
- Bernardi, R. & Arnold, D., 1997. An Examination of Moral Development within Public Accounting by Gender, Staff Level, and Firm. *Contemporary Accounting Research*, 14(4), pp.653–668.
- Betz, M., O’Connell, L. & Shepard, J., 1989. Gender differences in proclivity for unethical behavior. *Journal of Business Ethics*, 8(5), pp.321–324.
- Bruns, W. & Merchant, K., 1990. The Dangerous Morality of Managing Earnings. *Management Accounting*, 72(2), pp.22–25.
- Burgstahler, D. & Dichev, I., 1997. Earnings management to avoid earnings decreases and losses. *Journal of accounting and economics*, 24(1), pp.99–126.
- Butz, C. & Lewis, P., 1996. Correlation of gender-related values of independence and relationship and leadership orientation. *Journal of Business Ethics*, 15(11), pp.1141–1149.
- Byrnes, J., Miller, D. & Schafer, W., 1999. Gender differences in risk taking: A meta-analysis. *Psychological bulletin*, 125(3), pp.367–383.
- Carlson, S. & Bathala, C., 1997. Ownership differences and firms’ income smoothing behavior. *Journal of Business Finance & Accounting*, 24(2), pp.179–196.
- Christie, A. & Zimmerman, J., 1994. Efficient and opportunistic choices of accounting procedures: Corporate control contests. *The Accounting Review*, 69(4), pp.539–566.
- Cohn, R. et al., 1975. Individual investor risk aversion and investment portfolio composition. *The Journal of Finance*, 30(2), pp.605–620.
- Dechow, P. & Schrand, C., 2004. *Earnings quality*, CFA Institute.
- Dechow, P., Sloan, R. & Sweeney, A., 1995. Detecting Earnings Management. *The Accounting Review*, 70(2), pp.193–225.

- Dechow, P.M., Sloan, R.G. & Sweeney, A.P., 1996. Causes and Consequences of Earnings Manipulation: An Analysis of Firms Subject to Enforcement Actions by the SEC. *Contemporary Accounting Research*, 13(1), pp.1–36.
- Degeorge, F., Patel, J. & Zeckhauser, R., 1999. Earnings management to exceed thresholds. *The Journal of Business*, 72(1), pp.1–33.
- Francis, B., Hassan, I., Park, J. & Wu, Q., 2014. Gender Differences in Financial Reporting Decision-Making: Evidence from Accounting Conservatism. *Contemporary Accounting Research*, pp.1285-1318.
- Gavious, I., Segev, E. & Yosef, R., 2012. Female directors and earnings management in high-technology firms. *Pacific Accounting Review*, 24(1), pp.4–32.
- Geiger, M. & North, D., 2006. Does hiring a new CFO change things? An investigation of changes in discretionary accruals. *The Accounting Review*, 81(4), pp.781–809.
- Gilligan, C., 1982. In a different voice: Psychological Theory and Women’s Development. *Cambridge, MA: Harvard*.
- González, J. & García-Meca, E., 2014. Does corporate governance influence earnings management in Latin American markets? *Journal of Business Ethics*, 121(3), pp.419–440.
- Gujarati, D., 2003. *Basic Econometrics*, McGraw-Hill New York, NY.
- Habib, A. & Hossain, M., 2013. CEO/CFO characteristics and financial reporting quality: A review. *Research in Accounting Regulation*, 25(1), pp.88–100.
- Healy, P. & Wahlen, J., 1999. A Review of the Earnings Management Literature and Its Implications for Standard Setting. *Accounting horizons*, 13(4), pp.365–383.
- Heminway, J., 2007. Sex, trust, and corporate boards. *Hastings Women’s Law Journal*, 18, pp.173–193.
- Jianakoplos, N. & Bernasek, A., 1998. Are women more risk averse? *Economic inquiry*, 36(4), pp.620–630.
- Khazanchi, D., 1995. Unethical Behavior in Information Systems : The Gender Factor. *Journal of Business Ethics*, 14(9), pp.741–749.
- Klein, A., 2002. Audit committee, board of director characteristics, and earnings management. *Journal of accounting and economics*, 33(3), pp.375–400.
- Krishnan, G. & Parsons, L., 2008. Getting to the bottom line: An exploration of gender and earnings quality. *Journal of Business Ethics*, 78(1-2), pp.65–76.

- Leuz, C., Nanda, D. & Wysocki, P., 2003. Earnings management and investor protection: An international comparison. *Journal of Financial Economics*, 69(3), pp.505–527.
- Mason, E.S. & Mudrack, P.E., 1996. Gender and ethical orientation: A test of gender and occupational socialization theories. *Journal of Business Ethics*, 15(6), pp.599–604.
- Meek, G.K., Rao, R.P. & Skousen, C.J., 2007. Evidence on factors affecting the relationship between CEO stock option compensation and earnings management. *Review of Accounting and Finance*, 6(3), pp.304–323.
- Merchant, K. a. & Rockness, J., 1994. The ethics of managing earnings: An empirical investigation. *Journal of Accounting and Public Policy*, 13(1), pp.79–94.
- Park, Y.W. & Shin, H.-H., 2004. Board composition and earnings management in Canada. *Journal of corporate Finance*, 10(3), pp.431–457.
- Peasnell, K. V, Pope, P.F. & Young, S., 2005. Board monitoring and Earnings Management: Do Outside Directors Influence Abnormal Accruals? *Journal of Business Finance & Accounting*, 32(7-8), pp.1311–1346.
- Peni, E. & Vähämaa, S., 2010. Female executives and earnings management. *Managerial Finance*, 36(7), pp.629–645.
- Riley, W.B. & Chow, K.V., 1992. Asset allocation and individual risk aversion. *Financial Analysts Journal*, 48(6), pp.32–37.
- Roychowdhury, S., 2006. Earnings management through real activities manipulation. *Journal of Accounting and Economics*, 42(3), pp.335–370.
- Schipper, K., 1989. Commentary on earnings management. *Accounting Horizons*, 3(4), pp.91–102.
- Srinidhi, B., Gul, F. a. & Tsui, J., 2011. Female directors and earnings quality. *Contemporary Accounting Research*, 28(5), pp.1610–1644.
- Subramanyam, K.R., 1996. The pricing of discretionary accruals. *Journal of accounting and economics*, 22(1), pp.249–281.
- Van Tendeloo, B. & Vanstraelen, A., 2008. Earnings management and audit quality in Europe: Evidence from the private client segment market. *European accounting review*, 17(3), pp.447–469.
- Wooldridge, J., 2009. *Introductory econometrics: A modern approach*, South-Western.

- Xie, B., Davidson, W. & Dadalt, P., 2003. Earnings management and corporate governance: The role of the board and the audit committee. *Journal of Corporate Finance*, 9(3), pp.295–316.
- Ye, K., Zhang, R. & Rezaee, Z., 2010. Does top executive gender diversity affect earnings quality? A large sample analysis of Chinese listed firms. *Advances in Accounting*, 26(1), pp.47–54.

Anexos**Anexo 1 - Composição da amostra por setor (ICB)**

Indústria ICB	Nº Empresas	Percentagem
Alimentação e bebidas	23	6,1662
Automóveis e componentes	11	2,9491
Bens de uso pessoal e doméstico	20	5,3619
Bens e serviços industriais	89	23,8606
Construções e materiais	29	7,7748
Cuidados de saúde	25	6,7024
Imobiliário	6	1,6086
Media	22	5,8981
Petróleo e gás	25	6,7024
Produtos químicos	14	3,7534
Recursos básicos	20	5,3619
Retalho	14	3,7534
Tecnologia	26	6,9705
Telecomunicações	15	4,0214
Utilities	24	6,4343
Viagens e lazer	10	2,6810
Total	373	100

Anexo 2 - Descrição das Variáveis

Variável	Definição/ Forma de Cálculo	Estudos Anteriores
Variáveis Dependentes		
GRJones	Accruals discricionários calculados de acordo com o modelo de Jones Modificado	Dechow et al. (1995)
GRLeuz	accruals / fluxo caixa operacional	Leuz et al. (2003)
Variáveis Independentes – associadas ao gênero		
MULHERES	% de mulheres no conselho de administração	Arun et al. (2015)
CEO	Variável <i>dummy</i> que assume o valor 1 se o CEO da empresa x no ano t é mulher e valor 0, caso contrário	Peni & Vähämaa (2010); Ye et al. (2010)
CFO	Variável <i>dummy</i> que assume o valor 1 se o CFO da empresa x no ano t é mulher e valor 0, caso contrário	Arun et al. (2015); Barua et al. (2010); Peni & Vähämaa (2010); Ye et al. (2010)
Variáveis Independentes - Variáveis de Controle		
CVEND	$(\text{vendas}_t - \text{vendas}_{t-1}) / \text{vendas}_{t-1}$	Arun et al. (2015); Barua et al. (2010); Peni & Vähämaa (2010);
DIM	Logaritmo natural do ativo total	Arun et al. (2015); Barua et al. (2010); Park & Shin (2004); Peni & Vähämaa (2010); Ye et al. (2010)
END	passivo total / ativo total	Arun et al. (2015); Barua et al. (2010); Park & Shin (2004); Peni & Vähämaa (2010)
FCO	fluxo de caixa operacional / ativo total	Arun et al. (2015); Barua et al. (2010)
MB	valor de mercado / capital próprio	Arun et al. (2015); Barua et al. (2010); Peni & Vähämaa (2010);
PREJ	Variável <i>dummy</i> que assume o valor 1 se determinada empresa apresentou resultado líquido negativo no ano t, e valor 0 caso contrário	Arun et al. (2015); (Peni & Vähämaa 2010); (Ye et al. 2010)
ROA	Resultados antes de itens extraordinários / ativo total médio do ano	Barua et al. (2010)
ANO	Representa o conjunto de variáveis <i>dummy</i> para cada ano e assume o valor 1 para dados relativos a esse ano e 0, caso contrário	Arun et al. (2015); Peni & Vähämaa (2010)
PAIS	Representa o conjunto de variáveis <i>dummy</i> para cada país e assume o valor 1 se a empresa pertencer ao respectivo país e 0, caso contrário	
Setor	Representa o conjunto de variáveis <i>dummy</i> para cada setor e assume o valor 1 caso a empresa pertença ao respectivo setor e 0, caso contrário	Arun et al. (2015); Peni & Vähämaa (2010)

Anexo 3 - Classificação das Variáveis

Denominação da Variável	Abreviatura	Denominação dada na base de dados	Base de dados	
Ativo Corrente	AC	Current Assets Reported	Bloomberg	
Ativo Fixo Tangível	AFT	Net Fixed Assets		
Ativo Total	AT	Total Assets		
Caixa e equivalentes de caixa	Caixa	Cash and Near Cash Items		
Capital Próprio	CP	Total shareholders equity		
Contas a Receber	ContasRec	Accounts & Notes Receivable		
Depreciações e amortizações	DepAm	Depreciation & Amortization		
Dívida de Curto Prazo	DCP	Short Term Borrowings		
Fluxo de Caixa Operacional	FLUXCXOP	cash from operations		
Impostos sobre rendimentos	I	income tax expenses (credits)		
Passivo Corrente	PC	Current Liabilities		
Passivo Total	PT	Total Liabilities		
Porcentagem de mulheres no conselho de administração	MULHERES	% Women on Board		
Receitas/Vendas	Receitas	Revenue		
Resultados Antes de Itens Extraordinários	RAEI	inc (loss) bef extraord items		
Resultado Líquido	RL	Net Income/Net Profit (Losses)		
Resultado Operacional	RO	operating income or losses		
Valor de Mercado	ValorMercado	market cap		
Chief Executive Officer Presidente Executivo	CEO	Female CEO or equivalent		Bloomberg, relatórios e contas e pesquisa na internet
Chief Financial Officer Diretor Financeiro	CFO	Não existe esta variável, é necessário pesquisar cada empresa individualmente		

Anexo 4 - VIFs das variáveis independentes

Variável	MULHERES	CEO	CFO	ALAV	CVEND	DIM	FLUXCXOP	MB	PREJ	ROA
VIF	2,01	1,12	1,11	1,89	1,25	1,81	2,24	1,91	1,54	2,85

Anexo 5 - Resultados dos modelos de regressão incluindo a *dummy* FEM

Variáveis	Pooled OLS GRJones	Pooled OLS GRLeuz	Efeitos Fixos GRJones	Efeitos Fixos GRLeuz
FEM	0,0003 (0,1180)	0,0420 (1,4102)	-0,0041 (-1,0359)	0,0214 (0,5622)
CEO	0,0044 (0,5844)	-0,0519 (-0,7558)	-0,0224 (-1,5888)	0,0869 (0,6806)
CFO	-0,0054 (-1,5267)	-0,0198 (-0,4364)	-0,0046 (-0,6679)	-0,0649 (-1,0644)
CVEND	0,0302*** (3,5806)	-0,0438 (-0,4635)	0,0211** (2,2852)	-0,1086 (-1,0236)
DIM	-0,0035*** (-3,8230)	-0,0391*** (-4,0342)	0,0117 (1,3030)	-0,0619 (-0,8596)
END	-0,0067 (-0,5563)	0,0599 (0,5485)	0,0242 (0,9741)	0,4886** (2,4125)
FCO	0,0517 (1,5841)	-1,4376*** (-3,6043)	0,0082 (0,2324)	-1,6607*** (-3,8402)
MB	0,0006 (0,6710)	-0,0144* (-1,7531)	0,0004 (0,3752)	-0,0161 (-1,6050)
PREJ	0,0197*** (4,2275)	0,3379*** (6,1527)	0,0144*** (2,8464)	0,2456*** (3,9735)
ROA	-0,0749** (-2,2790)	-0,7744* (-1,7914)	-0,0432 (-1,3688)	-0,3906 (-0,8019)
<i>Dummy</i> Ano	Sim	Sim	Sim	Sim
<i>Dummy</i> Setor	Sim	Sim	Sim	Sim
<i>Dummy</i> País	Sim	Sim	Sim	Sim
Constante	0,0679*** (5,0100)	0,8648*** (6,6340)	-0,0655 (-0,8414)	0,9083 (1,4700)
Observações	2.611	2.611	2.611	2.611
R ²	0,0979	0,1769	0,0392	0,0684
Teste F	4,47	8,54	3,77	7,56
Valor-P	0	0	0	0

Notas: ***, ** e * indicam a significância estatística ao nível de 1%, 5% e 10%, respectivamente. A estatística do teste t encontra-se em parêntesis.

Variáveis: *Dummy* FEM, assume o valor 1 se existem mulheres na administração e 0, caso contrário; *Dummy* CEO, assume o valor 1 se o CEO é mulher e 0, caso contrário; *Dummy* CFO, assume o valor 1 se o CFO é mulher e 0, caso contrário; CVEND = variação anual das vendas / vendas do ano t-1; DIM = logaritmo natural do ativo total do ano t; END = passivo total do ano t / ativo total do ano t; FCO = fluxo de caixa operacional do ano t / ativo total do ano t-1; MB = valor de mercado do ano t / capital próprio; *Dummy* PREJ assume o valor 1 se o resultado líquido é negativo e 0, caso contrário; ROA = resultado antes de itens extraordinários do ano t / ativo total médio do ano t.

Anexo 6 - Resultados dos modelos de regressão sem Reino Unido

Variáveis	Pooled OLS GRJones	Pooled OLS GRLeuz	Efeitos Fixos GRJones	Efeitos Fixos GRLeuz
MULHERES	0,0001 (0,6856)	0,0005 (0,3754)	-0,0001 (-0,3030)	-0,0001 (-0,0334)
CEO	-0,0039 (-0,2887)	0,0489 (0,3479)	-0,0027 (-0,1710)	-0,0697 (-0,4005)
CFO	-0,0071 (-1,4489)	-0,0245 (-0,4789)	-0,0149 (-1,4906)	-0,0387 (-0,5783)
CVEND	0,0250*** (2,8780)	0,0265 (0,2132)	0,0171 (1,5938)	-0,0510 (-0,3788)
DIM	-0,0028** (-2,5088)	-0,0245** (-2,3881)	0,0067 (0,5192)	0,0649 (0,7889)
END	-0,0082 (-0,5064)	-0,0044 (-0,0370)	0,0021 (0,0610)	0,1663 (0,6729)
FCO	0,0242 (0,5150)	-1,7190*** (-3,8116)	-0,0177 (-0,3668)	-2,3392*** (-4,3248)
MB	0,0022* (1,7194)	0,0112 (1,1129)	0,0012 (0,7168)	0,0071 (0,6043)
PREJ	0,0186*** (3,3281)	0,3720*** (5,9161)	0,0153** (2,4449)	0,3080*** (4,6264)
ROA	-0,0907** (-2,2589)	-1,1345** (-2,2630)	-0,0604 (-1,6101)	-0,9129 (-1,6368)
<i>Dummy</i> Ano	Sim	Sim	Sim	Sim
<i>Dummy</i> Setor	Sim	Sim	Sim	Sim
<i>Dummy</i> País	Sim	Sim	Sim	Sim
Constante	0,0646*** (3,6136)	0,7997*** (6,1097)	-0,0181 (-0,1456)	0,0619 (0,0820)
Observações	1.701	1.701	1.701	1.701
R ²	0,0988	0,2161	0,0341	0,1171
Teste F	3,58	9,42	3,50	8,68
Valor-P	0	0	0	0

Notas: ***, ** e * indicam a significância estatística ao nível de 1%, 5% e 10%, respetivamente. A estatística do teste t encontra-se em parêntesis.

Variáveis: Percentagem de mulheres no conselho de administração; *Dummy* CEO, assume o valor 1 se o CEO é mulher e 0, caso contrário; *Dummy* CFO, assume o valor 1 se o CFO é mulher e 0, caso contrário; CVEND = variação anual das vendas / vendas do ano t-1; DIM = logaritmo natural do ativo total do ano t; END = passivo total do ano t / ativo total do ano t; FCO = fluxo de caixa operacional do ano t / ativo total do ano t-1; MB = valor de mercado do ano t / capital próprio; *Dummy* PREJ assume o valor 1 se o resultado líquido é negativo e 0, caso contrário; ROA = resultado antes de itens extraordinários do ano t / ativo total médio do ano t.