

Características do CEO e a Estrutura de Capital de empresas negociadas na B3

Aluno Doutorado/Ph.D. Student Juliana Ribeiro Souza [ORCID iD](#), Doutor/Ph.D. Valéria Gama Fully Bressan [ORCID iD](#), Doutor/Ph.D. Juliano Lima Pinheiro [ORCID iD](#)

Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG), Belo Horizonte, Minas Gerais, Brazil

Aluno Doutorado/Ph.D. Student Juliana Ribeiro Souza

[0000-0002-0198-2275](#)

Programa de Pós-Graduação/Course

Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade da FACE/UFMG

Doutor/Ph.D. Valéria Gama Fully Bressan

[0000-0001-6340-9717](#)

Programa de Pós-Graduação/Course

Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade da FACE/UFMG

Doutor/Ph.D. Juliano Lima Pinheiro

[0000-0003-0715-2237](#)

Programa de Pós-Graduação/Course

Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade da FACE/UFMG

Resumo/Abstract

O objetivo do artigo consistiu em analisar os efeitos das características do Chief Executive Officer (CEO) na estrutura de capital de empresas listadas na bolsa brasileira (B3) no período de 2010 a 2019. Para investigar essa relação empregou-se a visão da teoria dos escalões superiores integrada com as teorias trade off e pecking order da estrutura de capital. As proxies de estrutura de capital corresponderam ao nível de alavancagem no curto e longo prazo, e ao total; enquanto as características do CEO foram representadas pela idade, tempo de mandato, expertise financeira, remuneração e relação familiar. Para as análises dos dados aplicou-se o GMM-Sistêmico pois a literatura aponta endogenia entre as variáveis e devido ao caráter de persistência da dívida. De modo geral, as análises revelaram relações entre as características do CEO e a estrutura de capital das empresas analisadas, especificamente relativas a idade e remuneração. Os resultados demonstraram que o gestor tem poder para definir e estabelecer o estilo da gestão e, conseqüentemente o nível da estrutura de capital de uma empresa em virtude de sua vivência e estilo de compensação. Assim, o estudo proporcionou o entendimento do que influencia as decisões sobre a estrutura de capital das organizações analisadas, bem como evidenciou as características que podem ajudar nas escolhas da alta gestão ao tomarem decisões na contratação do CEO.



Modalidade/Type

Artigo Científico / Scientific Paper

Área Temática/Research Area

Controladoria e Contabilidade Gerencial (CCG) / Management Accounting



Características do CEO e a Estrutura de Capital de empresas negociadas na B³

Resumo

O objetivo do artigo consistiu em analisar os efeitos das características do Chief Executive Officer (CEO) na estrutura de capital de empresas listadas na bolsa brasileira (B³) no período de 2010 a 2019. Para investigar essa relação empregou-se a visão da teoria dos escalões superiores integrada com as teorias trade off e pecking order da estrutura de capital. As proxies de estrutura de capital corresponderam ao nível de alavancagem no curto e longo prazo, e ao total; enquanto as características do CEO foram representadas pela idade, tempo de mandato, expertise financeira, remuneração e relação familiar. Para as análises dos dados aplicou-se o GMM-Sistêmico pois a literatura aponta endogenia entre as variáveis e devido ao caráter de persistência da dívida. De modo geral, as análises revelaram relações entre as características do CEO e a estrutura de capital das empresas analisadas, especificamente relativas a idade e remuneração. Os resultados demonstraram que o gestor tem poder para definir e estabelecer o estilo da gestão e, conseqüentemente o nível da estrutura de capital de uma empresa em virtude de sua vivência e estilo de compensação. Assim, o estudo proporcionou o entendimento do que influencia as decisões sobre a estrutura de capital das organizações analisadas, bem como evidenciou as características que podem ajudar nas escolhas da alta gestão ao tomarem decisões na contratação do CEO.

Palavras-chave: CEO; Características do CEO; Estrutura de Capital; GMM-Sistêmico.

1. Introdução

Pesquisadores em Finanças Corporativas têm se empenhado em investigar a estrutura de capital das empresas e suas particularidades desde os artigos sobre a estrutura de financiamento de Modigliani e Miller (1958; 1963). Alguns estudos foram desenvolvidos com o objetivo de incrementar os achados desses autores, direcionando-se a investigação dos fatores determinantes da estrutura de capital e os diferentes elementos que possam influenciá-la (Cronqvist et al., 2012).

Contudo, a importância dos determinantes tradicionais da estrutura de capital das empresas foi recentemente desafiada (Matemilola et al., 2017). E isso, se deve ao fato dos resultados das pesquisas incrementais, de modo geral, apontarem insuficiência das principais teorias (*pecking order e trade off*) em explicar plenamente os fatores de primeira ordem associados às decisões do endividamento corporativo (Frank & Goyal, 2008; Graham et al., 2015). De acordo com Graham et al. (2015), essas teorias explicam parcialmente as variações da alavancagem, permanecendo grande parte das variações no longo prazo sem explicação empírica (Lemmon, Roberts & Zender, 2008).

Nessa conjuntura, segundo Cavalcanti et al. (2018), as características do CEO (*Chief Executive Officer*), principal gestor das empresas, despontam como variáveis determinantes do endividamento das organizações na medida em que incorporam o estilo de gestão adotado, configurando-se assim como uma alternativa complementar às principais teorias da estrutura de capital que investigam os fatores que a influenciam.

As habilidades e características individuais dos gestores centrais (*CEO's*) de uma organização são fatores inobserváveis que têm sido largamente negligenciados nas pesquisas relativas à estrutura de capital (Matemilola et al., 2017). Quando são consideradas nas pesquisas, essas características são geralmente apontadas como um efeito fixo que não varia ao longo do tempo (Frank & Goyal, 2007). Porém, os *CEO's* são os principais sujeitos



responsáveis pela tomada de decisão corporativa dentro de uma organização e, suas características são diferentes entre si. Logo, essas particularidades podem ter uma forte influência nas decisões de estrutura de capital, e precisam ser consideradas nas análises (Cavalcanti et al, 2018). Lemmon et al. (2008), Hanousek e Shamsur (2011), entre outros pesquisadores têm empiricamente demonstrado que fatores específicos da empresa não observados explicam a maior parte da variação de sua estrutura de capital.

Nessa perspectiva, Naz et al. (2016) analisaram em seu estudo o papel dos *CEO's* nas decisões financeiras de empresas em conformidade com regras do Paquistão, avaliando o fator inobservável e heterogeneidade observável. Eles identificaram as diferenças observáveis nas decisões de financiamento de empresas que são atribuíveis aos efeitos fixos (heterogeneidade não observada) dos gerentes, ou seja, suas características individuais.

Por sua vez, Matemilola et al. (2017) utilizaram a teoria do *trade off* para investigar a experiência gerencial dos principais gerentes como determinante da estrutura do capital de empresas listadas na *Bursa Malaysia* de 2008 a 2012. Os resultados indicaram que a experiência dos altos gerentes é um determinante potencial da estrutura de capital das empresas, e que os altos executivos experientes maximizam os benefícios do escopo fiscal dos juros da dívida, para que assim possam aumentar o valor da empresa.

De modo geral, os pesquisadores reconhecem que os gerentes tomam decisões estratégicas importantes, tais como decidir sobre as combinações ideais de dívida-capital que maximizam o valor da empresa. No entanto, a prevalência de utilização alta de dívida em algumas empresas levanta a questão de se os gerentes principais realmente usam suas habilidades para maximizar o valor da empresa.

Considerando as correntes teóricas observa-se a existência de divergências entre duas linhas, a visão neoclássica e a teoria da agência, que abordam a influência dos *CEO's* na tomada de decisão e na geração de valor da empresa. Segundo a visão neoclássica as características dos *CEO's* e o estilo de gestão são irrelevantes nas decisões corporativas, visto que eles são homogêneos e substitutos perfeitos entre si (Beber & Fabbri, 2012). Essa visão defende que a influência dos *CEO's* na tomada de decisões comparada com o volume de ativos negociados pelas empresas é insignificante. Assim, conforme Beber e Fabbri (2012), dado que as decisões corporativas são determinadas por fatores exógenos, como tecnologia e oscilações de mercado, uma única pessoa não conseguiria interferir de forma significativa nesse contexto.

Em contrapartida, Jensen e Meckling (1976), argumentam que as decisões corporativas não estão sujeitas apenas a fatores externos a organização, pois existem os fatores internos, que podem impactá-las de diferentes formas. Conforme os referidos autores, dado que os agentes de uma organização estão sujeitos a conflitos de interesses, e o gestor pode tomar decisões diferentes daquelas que maximizem o valor da empresa para o principal, gerando custos denominados de custos de agência, eles podem influenciar diretamente as decisões na medida dos seus interesses pessoais. Esses custos de agência são ocasionados por assimetria de informações, comportamento oportunista dos *CEO's* e falhas nos mecanismos de controle e monitoramento dos agentes (Yim, 2013).

E, é nesse contexto que as características dos *CEO's* ganham relevância para análise dos determinantes da estrutura de capital, visto que a separação entre propriedade e controle nas organizações, demanda alinhamento de interesses entre os agentes. O *CEO* é o cargo mais elevado na hierarquia organizacional, de modo que suas características podem delimitar uma forma ou estilo de gestão. As variações do comportamento corporativo quanto ao poder de discricionariedade do *CEO* dependem da heterogeneidade e intensidade dos mecanismos de governança, se falhos o *CEO* consegue impor suas preferências e crenças pessoais nas decisões corporativas de modo a beneficiá-lo (Cronqvist et al., 2012). Assim, com base na teoria da



agência são desejáveis características do gestor (*CEO*) que alinhe os interesses dos agentes e que maximize o desempenho corporativo da organização (Beber & Fabbri, 2012).

Torna-se importante evidenciar a relevância que o *CEO* desempenha nas decisões estratégicas das empresas, principalmente na forma como suas características individuais podem influenciar na geração de valor por meio da estrutura de capital das empresas (Cavalcanti, et al 2018). Portanto, a pertinência de considerar essas particularidades dos principais gestores sustenta-se no fato de que eles são díspares entre si e detêm expertises e diversas qualidades distintas, que conforme o seu estilo de atuação e gestão pode influenciar o modo como a empresa determina sua estrutura de capital (Frank & Goyal, 2007; Escriba-Esteve et al., 2009; Chen et al., 2010; Matemilola et al., 2017; Cavalcanti et al., 2018).

Nesse sentido, diante do exposto, a questão de pesquisa reside em: *Quais os efeitos das características do CEO na estrutura de capital de empresas de capital aberto no Brasil?* Assim, o objetivo desta pesquisa consiste em analisar os efeitos das características do *CEO* na estrutura de capital de empresas listadas na bolsa brasileira no período de 2010 a 2019.

O conselho de administração, principal componente do sistema de governança, de acordo com o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa ([IBGC], 2015), é o órgão responsável pelo processo de decisão organizacional dirigido ao planejamento estratégico, inclusive em se tratando de captação de recursos de terceiros ou próprios. Esse conselho tem por competência monitorar a diretoria, atuando como elo entre esta e os sócios, e deve ser composto tendo em vista a diversidade de conhecimentos, experiências, comportamentos, aspectos culturais, faixa etária e de gênero (IBGC, 2015). De modo que, as características individuais do seu principal diretor executivo, o *CEO*, são um caminho que pode oferecer novas evidências para compreensão das decisões sobre a estrutura de capital das organizações.

Portanto, a relevância desta pesquisa está na incorporação de atributos pessoais do *CEO* na geração de valor da firma por meio da estrutura de capital, principalmente no longo prazo, de acordo com a visão tradicional das Finanças Corporativas. Pois, ao incluir o estilo de gestão do *CEO* como determinante relevante para a composição da estrutura de endividamento, conforme sugerem alguns trabalhos internacionais (Frank & Goyal, 2007; Escriba-Esteve et al., 2009; Chen et al., 2010; Cronqvist, Makhija & Yonker, 2012; Custódio & Metzger, 2014; Matemilola et al., 2017) e nacionais (Barros & Silveira, 2008; Santos et al, 2017; Araújo et al., 2017; Cavalcanti et al., 2018), o estudo contribui para o desenvolvimento da literatura teórica e empírica sobre a estrutura de capital no Brasil.

Ademais, *CEO's* experientes e com expertises financeiras são mais propensos a tomarem decisões de estrutura de capital (por exemplo, escolhendo o nível ótimo de dívida que eleve os seus benefícios) que alinhe os interesses dos agentes, e conseqüentemente maximize o valor das organizações. Desta forma, a partir dos resultados derivados das análises realizadas, este estudo disponibiliza informações relativas à influência das habilidades dos principais gestores no desempenho das organizações, sob a ótica da estrutura de capital, que os reguladores das empresas podem utilizar como base para fortalecer ainda mais a implementação das leis e regulamentações referentes aos requisitos de experiência e habilidades dos *CEO's*. Bem como, os resultados dessa pesquisa são úteis para empresas melhor avaliarem suas escolhas ao tomarem decisões na contratação de *CEO's*.

2. Referencial Teórico

2.1. Estrutura de Capital e suas Teorias

As pesquisas a respeito da estrutura de capital das empresas discutem a forma como elas devem obter recursos, seja por meio de fontes internas, emissão de dívidas ou captação de capital. Os percussores desse tema foram Modigliani e Miller (1958) que analisaram em seu



estudo questões relativas ao custo de capital. A partir do qual inúmeros pesquisadores se interessaram pela temática, e por meio de diversas pesquisas surgiram as teorias de sustentação que buscam explicar como deve ocorrer a captação de financiamentos e recursos, divididas em teoria *trade off* e teoria *pecking order*. Apesar de se desenvolverem de formas diferentes, as duas resvalam em aspectos relacionados à influência dos gestores no processo das decisões de financiamento e definição da estrutura de capital das empresas (Araújo et al., 2017), assim como a Teoria dos Escalões Superiores.

Na teoria *trade off* os gerentes (*CEO's*) buscam uma combinação ideal de estrutura de capital maximizando o benefício de um escudo fiscal, e substituindo a dívida por patrimônio ou capital próprio até que o valor das empresas seja maximizado. Se a suposição de um mercado de capitais perfeito for relaxada, a teoria *trade off* pode ser considerada como um desvio da teoria de Modigliani e Miller (1958; 1963), subdividindo-se em duas versões: estática e dinâmica. A versão estática da teoria pressupõe que as empresas estarão sempre em sua estrutura de capital ideal (Myers, 1984). Já a versão melhorada – teoria *trade off* dinâmica – argumenta que, devido aos custos de transação, as empresas se desviarão sistematicamente de suas estrutura de capital, fazendo ajustes na estrutura de capital ótima (Flannery & Hankins, 2013; Nunkoo & Boateng, 2010; Frank & Goyal, 2009).

Nakamura et al. (2007) ressaltam que o a teoria *trade off* se desenvolveu a partir da combinação das economias fiscais, associadas a dívidas e custos de falência decorrentes do endividamento que influenciam as decisões das empresas, quanto à estrutura de capital. Segundo Miller (1977), essa teoria define que o nível ótimo de endividamento é avaliado a partir dos custos e benefícios da dívida, considerando, inclusive, os efeitos que os impostos exercem nas dívidas e nos custos de falência voltados à alavancagem. Deste modo, a empresa eleva seu nível de endividamento até o momento em que o benefício fiscal sobre a dívida seja compensado (Araújo et al, 2017).

A teoria *pecking order* caracteriza-se por enfatizar a forma de financiamento em função de uma sequência preferencial de utilização de recursos, priorizando a obtenção de recursos internos, seguidos de emissão de dívida e capital próprio (por meio do lançamento de novas ações da empresa no mercado) (Myers, 1984). A justificativa de ordem de preferência se dá pela existência de assimetria de informação entre os investidores e os gestores da organização. Myers (1984) e Myers e Majluf (1984) sugerem que se a empresa objetiva alcançar uma estrutura de capital como uma forma de desempenho, ela deverá consumir folga financeira, em prol de aumentar o capital interno, antes mesmo de recorrer à alavancagem financeira. Em seguida, ela deve utilizar as dívidas como uma alternativa de adquirir meio de financiamentos, ativos e ações para o seu crescimento.

A Teoria dos Escalões Superiores (TES) tem fornecido novos conhecimentos acerca das características dos altos executivos e os relacionado com as estratégias organizacionais e o desempenho das empresas (Bortoluzzi et al., 2016). Essa teoria identifica atributos ou características dos *CEO's* como um indicador dos dados que eles agregam as empresas que gerenciam, de forma que elementos como experiência em gestão e nível de formação acadêmica influenciam suas escolhas estratégicas. Os teóricos do alto escalão sugerem que os principais administradores detêm um recurso crítico para o sucesso das empresas, visto que exercem por meio de decisões estratégicas influência significativa em seus resultados (Hambrick & Mason, 1984; Barney, 1991). Além disso, os atributos dos gestores superiores podem produzir previsões mais fortes de resultados estratégicos (Finkelstein, 1992).

Portanto, a teoria do escalão superior identifica o *CEO* como recurso humano importantes que utiliza sua experiência para formular estratégias eficazes como a determinação estrutura de capital ideal para uma empresa. Ele toma decisões de alta qualidade porque tem



habilidades cognitivas para executar decisões estratégicas complexas e influenciar resultados estratégicos (Escriba-Esteve et al., 2009). Assim, esta pesquisa emprega a visão da teoria dos escalões superiores e integra-a com as teorias *trade off* e *pecking order* da estrutura de capital para analisar os efeitos das características do *CEO*, o principal executivo das companhias, na estrutura de capital das empresas brasileiras de capital aberto.

2.2. Literatura Relacionada

No contexto da literatura internacional, desenvolveu-se uma série de pesquisas na área de finanças em mercados emergentes sobre as características e habilidades dos principais gestores (*CEO's*) e o desempenho com base na estrutura de capital das empresas (Chen et al., 2010; Srivastava, 2013; Zhang et al., 2015; Lien et al., 2016; Naz et al., 2016; Matemilola et al., 2017). Chen et al. (2010) com base na teoria da agência e na teoria dos escalões superiores examinam relação entre o investimento em Pesquisa e Desenvolvimento (P&D) e a estrutura de capital, bem como o efeito moderador das características da equipe de gestão de topo sobre as decisões financeiras de pequenas e médias empresas em Taiwan. Os resultados revelaram que quanto maior o clima de confiança da equipe de gestão, mais eles se tornam avessos ao risco e tendem a usar dívidas menores.

Já Srivastava (2013) observou em sua pesquisa que os *CEO's* possuem capacidade crítica extraordinária ao desempenho organizacional, medindo a capacidade de previsão de risco dos *CEO's* pela informação contida em suas transações de patrimônio pessoal. Zhang et al. (2015) propuseram um comportamento diferenciado de liderança do *CEO* dirigido a diferentes membros em organizações na China e os resultados revelaram que a liderança transformacional aumentou a eficácia da equipe e firmou o desempenho.

Por sua vez, Lin et al. (2016) examinaram o papel do clima de confiança da alta gerência na relação entre a liderança transformacional dos *CEO's* e o desempenho das empresas, e seus resultados mostraram que o clima de confiança é um mediador chave que pode converter esse tipo de liderança dos *CEO's* em melhores resultados de desempenho em empresas do Vietnã. Naz et al. (2016) examinaram o papel dos *CEO's* nas decisões financeiras em empresas no Paquistão, os resultados revelam que os gestores exercem significativa influência sobre as decisões de dívida e dividendos.

E, por fim, Matemilola et al. (2017) utilizaram a teoria do *trade off* para investigar a experiência gerencial dos principais gerentes como determinante da estrutura do capital de empresas listadas na *Bursa Malaysia*. Os resultados demonstraram que a experiência dos altos gerentes é um determinante potencial da estrutura de capital das empresas; os altos executivos experientes maximizam os benefícios do escopo fiscal dos juros da dívida; e assim eles podem aumentar o valor da empresa.

No contexto nacional, as pesquisas a respeito da temática não são muito expressivas, dentre os estudos que avaliaram a relação das características e habilidades dos *CEO's* e a estrutura de capital nas empresas brasileiras estão as pesquisas de Barros e Silveira (2008); Araújo et al (2017); Santos et. al (2017) e Cavalcanti et al. (2018).

Barros e Silveira (2008) analisaram os determinantes da estrutura de capital das empresas introduzindo a perspectiva comportamental de que empresas geridas por indivíduos otimistas e/ou excessivamente confiantes serão mais relativamente endividadas do que as demais. A análise empírica demonstrou que as *proxies* para os referidos vieses cognitivos figuram entre os principais determinantes da estrutura de financiamento das empresas analisadas. Já Santos et al. (2017) verificaram a relação entre as características observáveis do conselho de administração e os resultados dos indicadores procedentes das estratégias e decisões relacionadas à captação de recursos. Dentre os resultados, observaram que as variáveis



de capitalização apresentaram relação mais significativa com as variáveis referentes às características dos gestores do conselho. Ainda identificaram a necessidade de diversificar as características dos membros da alta gestão, considerando a pequena participação de mulheres e a predominância de dirigentes mais velhos.

Araújo et al. (2017) analisaram a luz da teoria *pecking order* se existe uma relação entre as variáveis que compõem o conselho de administração, a estrutura de propriedade e a estrutura de capital das empresas. Os resultados indicaram que não existe relação entre as características da composição do conselho de administração e a estrutura de capital, divergindo do corpo de evidências já existente na literatura. Afinal, Cavalcanti et al. (2018), analisaram quais características individuais dos *CEO's* quanto à idade, sexo, tempo de mandato na empresa, presença de relação familiar, tipo de remuneração e curso de graduação obtido, influenciam na estrutura de capital das empresas listadas no IBrX-100 da B3 no período de 2009 a 2013. Os resultados encontrados sugeriram que os *CEO's* tendem a imprimir seu estilo de gestão, uma vez que o “curso de graduação” foi a variável mais significativa, demonstrando que *CEO's* com curso de graduação na área de exatas e na área de negócios apresentaram maior alavancagem no longo prazo.

Diante disso, é necessário dar sequência as pesquisas sobre a incorporação de atributos pessoais do *CEO* na geração de valor da firma por meio da estrutura de capital, pois podem contribuir para o desenvolvimento da literatura teórica e empírica, tal como para a alta administração das organizações criarem parâmetros de seleção para cargos de *CEO*, que se adequem aos seus objetivos.

3. Metodologia de Pesquisa

Considerando as tipologias de pesquisa definidas por Beuren et al. (2012), o presente estudo caracteriza-se quanto aos objetivos, como pesquisa descritiva; quanto à abordagem do problema como pesquisa quantitativa e em relação aos procedimentos como documental e *ex-post-facto*. Deste modo, o estudo é descritivo, pois analisa os efeitos das características do *CEO* na estrutura de capital de empresas de capital aberto brasileiras; quantitativo, pois emprega métodos de análises estatísticas, tais como análise descritiva, correlação entre as variáveis e GMM (*Generalised Method of Moments*) – Método dos Momentos Generalizado – para analisar como ocorre essa relação; e documental e *–ex-post-facto* por usar dados de demonstrações contábeis e formulários de referências já publicados.

A população alvo deste estudo contemplou as empresas brasileiras listadas na Brasil, Bolsa e Balcão (B³). No total 357 empresas dispunham de ações negociadas na B3 no momento da pesquisa, no entanto a constituição da amostra se deu pelas empresas que divulgaram as informações sobre as características dos *CEO's* e da estrutura de capital, como evidenciado na Tabela 1. Optou-se pela exclusão das empresas do setor “Financeiro” devido as particularidades de suas atividades, principalmente, a forma de organização de sua estrutura de capital que não se alinha com as demais empresas da amostra, e isso poderia influenciar os resultados da pesquisa, portanto as 82 empresas desse setor foram excluídas da amostra. Outras 65 empresas foram excluídas por ausência de dados referentes as características do *CEO* (37) e informações contábeis sobre a estrutura de capital (28), e 25 por terem apresentado patrimônio líquido negativo e isso impactar nos indicadores de alavancagem, o que poderia demonstrar comportamento divergente da realidade da empresa. Assim, a amostra final do estudo se deu em virtude da disponibilidade dos dados e consistiu em 185 empresas de capital aberto, que foram analisadas no período de 2010 a 2019.

Tabela 1
Constituição da amostra do estudo

	Total de Empresas
População Inicial	357
(-) Exclusão das empresas do setor “Financeiros”	<u>(82)</u>
Amostra Inicial	<u>275</u>
(-) Exclusão de empresas por ausência de dados das Características do CEO	(37)
(-) Exclusão de empresas por ausência de dados de Contábeis	(28)
(-) Exclusão de empresas que apresentaram Patrimônio Líquido negativo	<u>(25)</u>
Amostra Final	185

Fonte: Dados da pesquisa.

Os dados referentes às características individuais dos *CEO's* foram coletados no Formulário de Referência das empresas, ano a ano, no período de 2010 a 2019, que fica disponível no sítio eletrônico da B³, e é divulgado conforme requisitos caracterizados na Instrução Normativa da Comissão de valores Mobiliários (CVM) nº 480/2009. Já as informações relativas aos determinantes da estrutura de capital foram coletados na base de dados Economatica®. Considerou-se como principal diretor executivo, o *CEO*, o ocupante do cargo de Diretor Presidente – descrição adotada nos Formulários de Referência.

Como *proxies* da estrutura de capital das empresas, e variáveis dependentes, empregou-se os índices de endividamento ou alavancagem total, de curto prazo e de longo prazo. As características do *CEO* que foram consideradas variáveis independentes e determinantes da estrutura de capital das empresas consistiram em: idade, tempo de mandato, gênero; presença de relação familiar, tipo de remuneração e expertise financeira (dada pela formação em cursos de graduação da área de administração, economia ou contabilidade).

Por fim, as variáveis de controle da pesquisa que também se caracterizam como determinantes da estrutura de capital baseados nas teorias *trade off* e *pecking order* foram: tangibilidade dos ativos, tamanho, *price-to-book*, lucratividade, singularidade e escudo fiscal. A Figura 1 sintetiza as variáveis dependentes, independentes e de controle utilizadas na pesquisa e apresenta a relação esperada com base na literatura. Destaca-se que para contornar problemas de *outliers* (valores extremos) na amostra do estudo as variáveis, com exceção das *dummies*, foram *winsorizadas* considerando os percentis de 2,5% e 97,5%.

Dado o objetivo de investigar as características do *CEO* como determinantes da estrutura de capital, o Método de Momentos Generalizados (GMM) é apropriado, visto que a aplicação de métodos tradicionais de mínimos quadrados ordinários para estimar parâmetros em um modelo dinâmico que inclua efeitos específicos da empresa e variável dependente defasada produz coeficientes tendenciosos (Barros, et al., 2010; Flannery & Hankins 2013; Barros et al.; 2020). Portanto, este estudo aplicou o GMM-Sistêmico, método reconhecido como um dos melhores para estimar parâmetros da estrutura de capital alvo na presença de efeitos específicos da empresa e fontes de endogenia (Flannery & Hankins, 2013). O sistema GMM mitiga os efeitos decorrentes de problemas de endogeneidade, como a causalidade reversa, entre variáveis usando técnicas eficientes de variáveis instrumentais (Blundell & Bond, 1998).

Figura 1
Variáveis da pesquisa

Variável	Sigla	Teoria	Fórmula	Relação Esperada	Autores
Variáveis Dependentes					
Alavancagem Total (CP+LP)	ALAT		$\frac{\text{Empréstimos, financiamentos e debêntures de CP e LP}}{\text{Capital Investido}}$		Medeiros e Eid Júnior (2010); Lien et al. (2016); Matemilola et al., (2017); Cavalcanti et al. (2018)
Alavancagem de Curto Prazo	ALACP		$\frac{\text{Empréstimos, financiamentos e debêntures de CP}}{\text{Capital Investido}}$		
Alavancagem de Longo Prazo	ALALP		$\frac{\text{Empréstimos, financiamentos e debêntures de LP}}{\text{Capital Investido}}$		
Variáveis Independentes					
Idade em anos	ID	Trade off, Pecking order e Teoria do alto escalão	$Ln(idade)$	Negativa	Araújo et al. (2017); Santos et al. (2017). Matemilola et al., (2017); Cavalcanti et al. (2018)
Tempo de Mandato em anos	MAND		$Ln(\text{tempo de mandato})$	Negativa	
Gênero	HOM		1 = homem 0 = mulher	Indefinida	
Remuneração	REMV		1 = Variável 0 = outras	Indefinida	
Expertise Financeira	EXP		1 = Possui graduação em administração, economia ou contabilidade. 0 = Não possui graduação em administração, economia ou contabilidade	Indefinida	
Relação de familiares	FAMI		1 = sim 0 = não	Indefinida	
Variáveis de Controle					
Tangibilidade dos ativos	TANG	Trade off	$\frac{\text{Ativo Imobilizado}}{\text{Ativo Total}}$	Positiva	Nakamura (2007); Rocha (2014); Lien et al. (2016); Naz et al. (2016); Matemilola et al. (2017); Cavalcanti et al. 2018;
Tamanho	TAM	Trade off	$Ln(\text{Ativo Total})$	Positiva	
Price-to-book	PRICE	Trade off e pecking order	$\frac{\text{Valor de mercado do PL}}{\text{Valor contábil do PL}}$	Indefinida	
Lucratividade	LUC	Pecking order	$\frac{\text{EBITDA}}{\text{Ativo Total}}$	Negativa	
Singularidade	SING	Trade off	$\frac{\text{Ativo Intangível}}{\text{Ativo Total}}$	Negativa	
Escudo Fiscal	ESC	Trade off	$\frac{\text{Depreciação, amortização e exaustão}}{\text{Ativo Total}}$	Negativa	

Fonte: Elaborado pelos autores.

Portanto, como a dívida pode apresentar o caráter de persistência e existe possibilidade de causalidade reversa entre a dívida e as características e habilidades dos gestores, como também a causalidade reversa entre dívida e outras variáveis explicativas (Lemmon et al., 2008), os modelos das equações 1, 2 e 3, definidos com base literatura e considerando as variáveis a serem utilizadas neste estudo evidenciadas na Figura 1 foram estimados via GMM-Sistêmico.

$$ALAT_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ALAT_{i,t-1} + \beta_2 ID_{i,t} + \beta_3 MAND_{i,t} + \beta_4 HOM_{i,t} + \beta_5 REMV_{i,t} + \beta_6 EXP_{i,t} + \beta_7 FAMI_{i,t} + \beta_8 TANG_{i,t} + \beta_9 TAM_{i,t} + \beta_{10} PRICE_{i,t} + \beta_{11} LUC_{i,t} + \beta_{12} SING_{i,t} + \beta_{13} ESC_{i,t} + \mu_i + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$ALACP_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ALACP_{i,t-1} + \beta_2 ID_{i,t} + \beta_3 MAND_{i,t} + \beta_4 HOM_{i,t} + \beta_5 REMV_{i,t} + \beta_6 EXP_{i,t} + \beta_7 FAMI_{i,t} + \beta_8 TANG_{i,t} + \beta_9 TAM_{i,t} + \beta_{10} PRICE_{i,t} + \beta_{11} LUC_{i,t} + \beta_{12} SING_{i,t} + \beta_{13} ESC_{i,t} + \mu_i + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

$$ALALP_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ALALP_{i,t-1} + \beta_2 ID_{i,t} + \beta_3 MAND_{i,t} + \beta_4 HOM_{i,t} + \beta_5 REMV_{i,t} + \beta_6 EXP_{i,t} + \beta_7 FAMI_{i,t} + \beta_8 TANG_{i,t} + \beta_9 TAM_{i,t} + \beta_{10} PRICE_{i,t} + \beta_{11} LUC_{i,t} + \beta_{12} SING_{i,t} + \beta_{13} ESC_{i,t} + \mu_i + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

Onde,

- $ALAT_{i,t}$ é uma *proxy* da alavancagem total na empresa i no período t ; $ALAT_{i,t-1}$ é uma *proxy* da alavancagem total na empresa i no período $t-1$;
- $ALACP_{i,t}$ é uma *proxy* da alavancagem de curto prazo na empresa i no período t ; $ALACP_{i,t-1}$ é uma *proxy* da alavancagem de curto prazo na empresa i no período $t-1$;
- $ALALP_{i,t}$ é uma *proxy* da alavancagem de longo prazo na empresa i no período t ; $ALALP_{i,t-1}$ é uma *proxy* da alavancagem de longo prazo na empresa i no período $t-1$;
- $ID_{i,t}$ é uma *proxy* da idade do CEO dado pelo ln do tempo em anos na empresa i no período t ;
- $MAND_{i,t}$ é uma *proxy* dos anos de experiência no CEO dado pelo ln do tempo de mandato em anos na empresa i no período t ;
- $HOM_{i,t}$ é uma *dummy* para gênero, =1 para homem, e =0 para mulher;
- $REMV_{i,t}$ é uma *dummy* para remuneração, =1 para recebimento de remuneração variável, e =0 caso contrário;
- $EXP_{i,t}$ é uma *dummy* para expertise financeira, =1 para graduação em cursos de administração, economia ou contabilidade, e =0 caso contrário;
- $FAMI_{i,t}$ é uma *dummy* para relações de familiares, =1 para presença, e =0 caso contrário;
- $TANG_{i,t}$ é uma *proxy* da tangibilidade dos ativos da empresa utilizada como variável de controle;
- $TAM_{i,t}$ é uma *proxy* do tamanho da empresa utilizada como variável de controle;
- $PRICE_{i,t}$ é uma *proxy* da price-to-book da empresa utilizada como variável de controle;
- $LUC_{i,t}$ é uma *proxy* que captura o nível de lucratividade da empresa utilizada como variável de controle;
- $SING_{i,t}$ é uma *proxy* de singularidade dos ativos intangíveis da empresa utilizada como variável de controle;
- $ESC_{i,t}$ captura o benefício fiscal da empresa utilizada como variável de controle;
- μ_i capta quaisquer características não observadas da organização i , que não variam entre os períodos;
- $\varepsilon_{i,t}$ é o termo de erro da organização i no período t .

A validação desses modelos para posterior análise dos resultados envolveu o atendimento a alguns pressupostos que neste estudo foram avaliados via testes de Raiz Unitária do tipo Fisher, de Aurello Bond, Sargan-Hansen e Dif-Hansen, que verificam respectivamente, a estacionariedade das séries, ausência de autocorrelação de segunda ordem, validade dos instrumentos (exogeneidade), e validade do GMM-Sistêmico. Todos esses pressupostos foram

atendidos a um nível de significância de 5%, o que validou os modelos estatisticamente, e seus resultados encontram-se ao final da Tabela 5 que apresenta também os resultados das estimações dos modelos. Salienta-se que as variáveis utilizadas não apresentaram problema de multicolineariedade, pois o VIF médio nos três modelos foi de aproximadamente 1,35, e que a estimação via GMM-Sistêmicos é robusta para contornar problemas de heterocedasticidade e autocorrelação.

4. Análise de Resultados

A Tabela 2 apresenta a estatística descritiva das características dos *CEO's* das empresas analisadas no período de 2010 a 2019. Em média, os *CEO's* possuem 53,4 anos e dirigem as empresas durante 3,9 anos. Porém, percebe-se que o tempo de mandato na amostra apresentou uma variabilidade de 0,8, o que demonstra indícios de que podem ocorrer alterações de diretores frequentes, e isso contribui para explicar essa alta variação, e justificaria o baixo tempo médio de mandando, já que na amostra o tempo oscila entre 1 e 15 anos. No que se refere à idade, apesar de um coeficiente de variação de 0,2 dado uma média elevada, observa-se que a idade mínima de um *CEO* foi de 32 e máxima de 74 anos.

Em relação as variáveis qualitativas, têm-se que 91,41% das observações é dada por *CEO's* do gênero masculino, o que evidencia ainda a discrepância entre o número de mulheres no cargo de diretora presidente de uma empresa, da mesma forma como foi observado por Santos et al. (2017) que também identificaram a necessidade de diversificar as características dos membros da alta gestão, considerando a pequena participação de mulheres e a predominância de dirigentes mais velhos, ou seja, com maior vivência. Além disso, apenas 33,19% das observações correspondem a *CEO's* que possuem graduação em Administração, Economia ou Contabilidade; e 25,89% têm relações familiares nas empresas analisadas. Aproximadamente 141 empresas analisadas remuneraram seus diretores com remunerações variáveis, sejam baseadas em resultados, ações, comissões ou bônus.

Tabela 2

Características dos CEO's

	ID	MAND		HOM	EXP	FAMI	REMV	
Média	53,4	3,9	<i>Dummies</i>	Obs	1691	614	479	1418
Desvio-padrão	9,2	3,0		%	91,41	33,19	25,89	76,65
Coeficiente de Variação	0,2	0,8		-	-	-	-	
Mínimo	32,0	1,0		0	0	0	0	
Máximo	74,0	15,0		1	1	1	1	

Legenda: ID: Idade de CEO em anos; MAND: Tempo de mandato do CEO em anos; HOM: quando CEO do gênero masculino assume valor igual a 1; EXP: igual a 1 quando o CEO possui graduação em administração, economia ou contabilidade; FAMI: igual a 1 quando tem relações familiares na empresa; RV: igual a 1 quando a empresa paga remuneração variável aos executivos.

Fonte: Dados da pesquisa.

Por sua vez, a Tabela 3 evidencia a estatística descritiva das variáveis referente as informações contábeis de estrutura de capital e de controle. No que diz respeito às variáveis de alavancagem, em média 40,2% do capital investido das empresas correspondem a capital de terceiros via dívidas (ALAT), e foi a variável que apresentou menor coeficiente de variação entre as de alavancagem. Desse capital de terceiros 13,3% em média corresponde a ALACP (Alavancagem de Curto Prazo), variável dependente com maior dispersão na amostra (índice de 1,18) analisada, que indica que as empresas minimizam os seus riscos, pois 26,6% consiste em alavancagem de longo prazo (ALALP).

Tabela 3

Variáveis explicativas e explicadas

	ALACP	ALALP	ALAT	TANG	TAM	PRICE	LUC	SING	ESC
Média	0,133	0,266	0,402	0,243	14,816	2,067	0,097	0,126	0,030
Desvio-padrão	0,157	0,201	0,278	0,228	1,757	2,057	0,086	0,189	0,022
Coefic.de Variação	1,180	0,753	0,692	0,941	0,119	0,995	0,891	1,498	0,713
Mínimo	-0,495	0	-0,682	0	10,5870	-0,473	-0,281	0	0
Máximo	1,126	0,822	1,6	0,823	18,438	11,287	0,311	0,767	0,118

Legenda: ALACP: Alavancagem de Curto Prazo; ALALP: Alavancagem de Longo Prazo; ALAT: Alavancagem Total; TANG: Tangibilidade; TAM: Tamanho da empresa; PRICE: *Price-to-book* da empresa; LUC: Lucratividade; SING: Singularidade; e ESC: Escudo Fiscal.

Fonte: Dados da pesquisa.

Ainda na Tabela 3, observa-se a descritiva das variáveis de controle. Em média as empresas possuem um ativo total de R\$ 14,8 milhões, porém há uma variação expressiva entre as empresas da amostra, e o porte é uma variável com alta dispersão. O valor de mercado das empresas da amostra, na média, é 2,067 maior que o seu valor contábil; e elas tem uma lucratividade de 9,7%. Ademais, 24,3% dos ativos das empresas são representados por Imobilizados (TANG), e 12,6% por Intangíveis (SING), contas para as quais as empresas podem estar direcionando parte dos recursos captados com terceiros. Por fim, em média, a depreciação, amortização e exaustão correspondem a 3% do ativo, evidenciando que as empresas analisadas não têm utilizado com expressividade o escudo fiscal para substituir a dívida por patrimônio.

Tabela 4

Correlações entre as variáveis

	ID	MAND	HOM	FORM	RV	ALACP	ALALP	ALAT	TANG	TAM	PRICE	LUC	SING	ESC
ID	1,00													
MAND	0,27	1,00												
HOM	0,07	0,02	1,00											
FORM	-0,22	0,00	-0,05	1,00										
RV	-0,06	-0,05	-0,08	0,01	1,00									
ALACP	-0,05	0,00	0,05	0,03	-0,14	1,00								
ALALP	-0,06	-0,09	-0,06	0,05	0,16	0,08	1,00							
ALAT	-0,08	-0,06	-0,01	0,05	0,02	0,70	0,74	1,00						
TANG	0,05	0,02	0,06	0,04	-0,09	0,01	0,08	0,06	1,00					
TAM	-0,05	-0,11	-0,07	0,03	0,48	-0,08	0,43	0,25	-0,02	1,00				
PRICE	-0,03	-0,02	0,04	0,03	0,02	-0,06	0,07	0,01	-0,06	-0,03	1,00			
LUC	0,03	0,02	0,00	0,07	0,13	-0,23	0,04	-0,14	0,04	0,09	0,43	1,00		
SING	-0,05	-0,01	-0,19	0,00	0,17	-0,10	0,15	0,03	-0,34	0,18	0,20	0,27	1,00	
ESC	-0,07	0,00	0,01	0,01	0,03	-0,01	0,16	0,10	0,38	0,04	0,16	0,29	0,28	1,00

Fonte: Dados da pesquisa.

Na Tabela 4 destacam-se as correlações das variáveis utilizadas no estudo. As maiores correlações ocorrem entre *as proxies* de curto, longo prazo e total da estrutura de capital das empresas, por serem diretamente relacionadas, evidenciando correlação positiva de aproximadamente 0,7. Em seguida destacam as correlações positivas de 0,48 entre remuneração variável e tamanho, e de 0,43 entre lucratividade e *price-to-book*, que indicam na referida



ordem, que empresas maiores pagam remunerações variáveis, e empresas lucrativas têm maior valor de mercado em relação patrimônio líquido contábil. Mais diretamente relacionada às características dos diretores observou-se correlação positiva entre a idade do *CEO* e o tempo de mandato; e relação negativa entre a idade e a formação dos *CEO's*. Neste último caso, a relação é contrária, se maior a idade do *CEO*, menor a possibilidade do mesmo ter formação em graduação na área de administração, economia e contabilidade.

As correlações das características dos *CEO's* com as variáveis de alavancagem demonstraram se baixas, no entanto em sua maioria com direções contrárias, ou seja, *CEO's* do gênero masculino, com maior idade e tempo de mandato tendem a minimizar os níveis de alavancagem da empresa. Entretanto, àqueles que possuem maior expertise inclinam-se a maximizá-la, indício que coaduna com o que foi encontrado por Cavalcanti et al. (2018) ao analisarem empresas do IBr-X 100 e observarem que empresa com *CEO* que tinham curso de graduação na área de exatas e na área de negócios apresentaram maior alavancagem no longo prazo. De modo geral, essas análises revelam indícios de relação entre as características dos *CEO's* e a estrutura de capital das empresas.

Como discutido anteriormente, essa relação das empresas pode ser endógena, de tal forma, que não se sabe a direção em que ela pode ocorrer, sendo necessária a adoção de ferramentas que possam minimizar esse problema. E, para tanto empregou o GMM-Sistêmico como técnica econométrica de estimação dos modelos de regressão para mitigar a endogenia entre as variáveis, e alcançar o objetivo de se avaliar a relação entre as características dos *CEO's* e o nível de alavancagem das empresas listadas na B³. Todos os pressupostos de aplicação do método foram atendidos, e não há raiz unitária entre as variáveis, há ausência de correlação de segunda ordem, os instrumentos são válidos assim como o GMM-Sistêmico. Dessa maneira, a Tabela 5 apresenta os resultados das regressões dos modelos com as diferente *proxies* de estrutura de capital, e dos testes de validação como definido na metodologia deste estudo.

No consoante as teorias que fundamentam este estudo, segundo a teoria *trade off* os diretores (*CEO's*) buscam uma combinação ideal de estrutura, e com base no resultado encontrado de que quanto maior a idade do CEO menor o nível de endividamento de curto prazo, por essa teoria pode-se afirmar que os gestores das empresas analisadas estão buscando uma estrutura ótima de capital, ao concentrar, como já evidenciado na estatística descritiva, suas dívidas no longo prazo. Sob a ótica da teoria *pecking order*, dado que na média as empresas apresentaram no total 37% de imobilizado e intangível (TANG e SING) em relação ao ativo, e lucratividade de 9,7%, como se observou na Tabela 3, reafirma-se o conservadorismo dos *CEO's* da amostra. No que diz respeito a teoria do alto escalão os *CEO's* utilizam sua experiência para formular estratégias eficazes como a determinação estrutura de capital ideal para uma empresa, e o resultado da relação negativa entre a idade dos mesmos e a alavancagem de curto prazo se alinha com essa ideia, assim como as outras teorias mencionadas, indicando a existência de relação das características dos *CEO's* com a estrutura de capital das empresas.

Ainda no modelo 1, destacam-se as variáveis Remuneração Variável (REMV) e Lucratividade (LUC) que a um nível de 10% de significância foram estaticamente significativas. Ambas apresentaram relação negativa com a alavancagem de curto prazo das empresas analisadas, ou seja, quando se concede incentivos variáveis aos diretores (REMV) menor tende a ser a concentração de dívidas no curto prazo, o que pulveriza o risco da empresa, e contribui para tornar a empresa mais líquida. Comportamento semelhante é observado no que se refere a lucratividade, quanto maior a relação do EBITDA com o ativo, menor é o nível de alavancagem de curto prazo, isto é, maior a geração e retenção de lucros, menor a captação de capital de terceiros no curto prazo, assim como esperado segundo os fundamentos da teoria *pecking order*.

Tabela 5
Resultados dos modelos estimados via GMM-Sistêmico

Variáveis Dependentes	Modelo 1		Modelo 2		Modelo 3	
	ALACP		ALALP		ALAT	
Estatísticas das Variáveis	Coefficiente	Erro padrão Robusto	Coefficiente	Erro padrão Robusto	Coefficiente	Erro padrão Robusto
Intercepto	0,8192***	0,3097	-0,4480	0,4628	0,2019	1,0825
ALACP em t-1	0,5688***	0,1278				
ALALP em t-1			0,6750***	0,0894		
ALAT em t-1					0,7486***	0,1248
ID	-0,2086***	0,07396	0,0436	0,1014	-0,0878	0,2499
MAND	-0,0157	0,0272	-0,0155	0,0153	-0,00269	0,0372
HOM	0,0492	0,0410	0,0444	0,0438	0,07829	0,0524
REMV	-0,1096*	0,0656	0,0405	0,04273	0,03633	0,0712
EXP	0,0063	0,03937	-0,0278	0,0373	-0,02394	0,0614
FAMI	-0,0056	0,0585	0,02957	0,0500	-0,0207	0,1187
TANG	0,0059	0,02797	0,02189	0,0442	0,07036	0,0688
TAM	0,0093	0,00678	0,0181**	0,0083	0,0109	0,0137
PRICE	0,0014	0,0042	0,0024	0,0055	0,00247	0,0057
LUC	-0,1380*	0,0779	0,00076	0,0664	-0,2257**	0,1037
SING	-0,0027	0,0595	0,0294	0,0532	0,0243	0,0958
ESC	-0,1949	0,3425	0,5008	0,4389	-0,2552	0,6618
Testes – Estimação por Pooled						
VIF Médio	1,33		1,35		1,34	
RESET	Estat. F 48,74	Prob. Estat. F 0,000***	Estat. F 1,56	Prob. Estat. F 0,1962	Estat. F 80,29	Prob. Estat. F 0,000***
Breusch-Pagan	Estat. χ^2 1617,24	Prob. Estat. χ^2 0,000***	Estat. χ^2 56,58	Prob. Estat. χ^2 0,000***	Estat. χ^2 163,46	Prob. Estat. χ^2 0,000***
Doornik-Hansen	D-H 2881,94	Prob. Estat. χ^2 0,000***	D-H 1179,07	Prob. Estat. χ^2 0,000***	D-H 6847,72	Prob. Estat. χ^2 0,000***
Testes - Estimação via GMM-Sistêmico						
Arellano-Bond AR(1)	Z -2,48	Pr> z 0,013**	Z -4,53	Pr> z 0,000***	Z 1,78	Pr> z 0,075
Arellano-Bond AR(2)	Z 0,48	Pr> z 0,630	Z -0,19	Pr> z 0,851	Z -1,48	Pr> z 0,139
Teste de Sargan	χ^2 144,46	Prob> χ^2 0,000***	χ^2 49,76	Prob> χ^2 0,116	χ^2 75,45	Prob> χ^2 0,000***
Teste de Hansen	χ^2 57,08	Prob> χ^2 0,801	χ^2 27,5	Prob> χ^2 0,916	χ^2 25,54	Prob> χ^2 0,952
Teste Dif-Hansen	χ^2 6,49	Prob> χ^2 0,370	χ^2 5,86	Prob> χ^2 0,439	χ^2 7,29	Prob> χ^2 0,295
Nº de Observações	1091		1091		1091	
Nº de Grupos	151		151		151	
Nº de Instrumentos	81		53		53	
Defasagens	4		2		2	
* significativo a 10% ** significativo a 5% *** significativo a 1%						

Legenda: ALACP: Alavancagem de Curto Prazo; ALALP: Alavancagem de Longo Prazo; ALAT: Alavancagem Total; ID: Ln da Idade do CEO; MAND: Ln do Tempo de mandato do CEO; HOM: quando CEO do gênero masculino assume valor igual a 1; EXP: igual a 1 quando o CEO possui graduação em administração, economia ou contabilidade; FAMI: igual a 1 quando tem relações familiares na empresa; REMV: igual a 1 quando a empresa paga remuneração variável aos executivos; TANG: Tangibilidade; TAM: Tamanho da empresa; PRICE: Price-to-book da empresa; LUC: Lucratividade; SING: Singularidade; e ESC: Escudo Fiscal.

Fonte: Dados da pesquisa.



No modelo 2, referente a Alavancagem de Longo Prazo (ALALP), somente as variáveis ALALP defasada e Tamanho (TAM) foram significativas estatisticamente, ambas a um nível de 5% de significância. A relação dessas variáveis com o nível de alavancagem no longo prazo apresentou-se de forma positiva, de modo que quanto maior o porte da empresa na amostra analisada, maior a concentração de capital de terceiros no longo prazo, o que reduz o risco da empresa, a torna mais líquida, ou seja com maior capacidade de arcar com suas dívidas de curto prazo, visto que seu endividamento está mais concentrado no longo prazo. Resultados condizentes com o esperado, dado a relação positiva do tamanho com a ALAP, e com a teoria *trade off*, via o objetivo de ajuste ideal de estrutura de capital. E, novamente a significância da variável de alavancagem defasada evidência a persistência da dívida no período analisado, as empresas se mantêm alavancadas.

Por fim, o modelo 3, que analisou Alavancagem Total (ALAT) das empresas, o nível de dívida total, seja por empréstimos, financiamentos e debêntures de curto e longo prazo, evidenciou como significativas estatisticamente apenas a ALAT defasada e a Lucratividade (LUC) a 5% de significância. Mais uma vez, confirma-se a persistência da dívida no período analisado, dado a relação positiva em ALAT em t e ALAT em $t-1$. E, relação negativa entre Lucratividade e nível de Alavancagem como evidenciado no modelo 1, indicativo que maior lucratividade reduz o nível de endividamento das empresas investigadas, reafirmando seu conformidade com a teoria *pecking order*.

Assim, dado que o objetivo do estudo foi investigar a relação entre as características dos *CEO's*, os diretores presidentes das empresas negociadas na bolsa brasileira no período de 2010 a 2019, com a estrutura de capital, os modelos revelaram que existe uma relação negativa entre idade e nível de alavancagem de uma empresa, quanto mais experiência de vida tem um *CEO* menor a concentração de dívida no curto prazo, há uma dispersão do risco, pois como evidenciado na estatística descritiva, em média, as empresas analisadas concentram a maior parcela de seu endividamento no longo prazo. Destarte, a outra característica dos *CEO's* que evidenciou relação com a estrutura de capital foi a remuneração variável dos diretores, maior remuneração dada a utilização de incentivos variáveis, mais estímulo é concedido para que ocorra gestão eficiente do endividamento, pois menor é a concentração de dívida no curto prazo. Portanto, com base na teoria dos escalões superiores integrada aos fundamentos das teorias de estrutura de capital *trade-off* e *pecking order* os resultados do estudo confirmam os indícios de relação entre as características dos *CEO's* e a estrutura de capital das empresa apontados na análise de correlação e esperado segundo as correntes teóricas.

5. Considerações Finais

O objetivo do estudo foi analisar os efeitos das características do *CEO* na estrutura de capital de empresas de capital aberto listadas na bolsa brasileira no período de 2010 a 2019. As habilidades e características individuais dos *CEO's* (diretores presidentes) são fatores inobserváveis que são ignorados nas pesquisas relativas à estrutura de capital, porém são eles os responsáveis pela tomada de decisão corporativa dentro de uma organização e, suas características são diferentes entre si. Logo, essas particularidades podem ter uma forte influência nas decisões de estrutura de capital, e por isso foram investigadas neste estudo.

Considerou-se como características do *CEO* as variáveis idade, tempo de mandato, gênero, expertise financeira, remuneração e relação familiar; e como *proxies* de estrutura de capital as variáveis relativas a alavancagem de curto e longo prazo, e o somatório dessas duas, a alavancagem total. Para análise da relação empregou o GMM-Sistêmico, dado que a literatura aponta para existência de endogenia entre as variáveis de estrutura e as características, e que a dívida possa ser persistente, assim como foi evidenciado no estudo. Validou-se todo os



pressupostos de estimação desse método, e incluiu-se além dessas variáveis, *proxies* de controle, que também foram utilizadas como instrumentos nos modelos, são elas a tangibilidade dos ativos, tamanho, *price-to-book*, lucratividade, singularidade e escudo fiscal.

A relação investigada somente apresentou-se estatisticamente significativa a um nível de 5% de significância, no modelo 1 cuja *proxy* de estrutura foi dada pela alavancagem de curto prazo. Em que a idade dos *CEO's* demonstrou-se negativamente relacionada com a alavancagem, evidenciando o conservadorismo desses gestores, pois a relação encontrada demonstra retração da alavancagem de curto prazo à medida que aumenta o tempo de vivência (idade), como apontou Cavalcanti et al. (2018), pois em média as empresas analisadas concentram suas dívidas no longo prazo. A 10% de significância, no mesmo modelo, a remuneração apresentou-se significativa, também com relação negativa, indicando que o pagamento de remuneração variável aos diretores influencia na estrutura de capital.

Desta forma, as análises que foram baseadas nas teorias de alto escalões, *trade off*, e *pecking order*, apontam para existência de relação entre as características dos *CEO's* e a estrutura de capital das empresas analisadas. E, os resultados demonstram que o gestor tem o poder de definir e estabelecer o estilo da gestão e conseqüentemente o nível da estrutura de capital de uma empresa em virtude de sua vivência e compensação. Entre as demais variáveis, àquelas que foram significativas são a lucratividade e o tamanho que apresentaram comportamento conforme esperado e discutido pela teoria *pecking order* e *trade off*, respectivamente; e a alavancagem defasada que indicou a persistência da dívida ao longo dos anos analisados, e as empresas tenderam a se manter alavancadas.

Salienta-se que os resultados dessa pesquisa não podem ser generalizados dado a limitação da amostra. Não foi possível analisar a população, e nem mesmo a amostra inicial proposta devido à ausência de dados, principalmente relativos as características dos *CEO's*, que apesar de possuírem norma de como devem ser divulgadas pelas empresas no Formulário de Referência, caracterizadas na Instrução Normativa da Comissão de valores Mobiliários (CVM) nº 480/2009, ainda assim, são divulgadas de diferentes formas pelas empresas, com dados faltantes, dados conflitantes ou ausentes. Fato que foi um dos principais limitadores da pesquisa.

Por fim, sugere-se como pesquisas futuras a utilização de outras características dos *CEO*, como o nível de experiência gerencial, bem como a realização da mesma análise considerando as características do *CFO* (o diretor financeiro), dado que este pode estar mais próximos das decisões relativa ao endividamento das empresas. Sugere-se também, investigar se os diferentes tipos de remuneração variável dos diretores influenciam na estrutura de capital das empresas, visto que o pagamento de remuneração variável demonstrou-se negativamente relacionado com a alavancagem de curto prazo.

Referências

- Araújo, J. G.; Confessor, K. L. A.; Santos, J. F.; Oliveira, M. R. G.; & Prazeres, R. V. (2017). A estrutura de capital e a governança: análise dos conselhos de administração e estrutura de propriedade nas empresas listadas no IBRX-100. *Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade*, 7 (2), p. 121-140. Doi: <<http://dx.doi.org/10.18028/2238-5320/rgfc.v7n2p121-140>>.
- Barros, L.; & Silveira, A. (2008). Excesso de confiança, otimismo gerencial e os determinantes da estrutura de capital. *Revista Brasileira de Finanças*, 6 (3), p. 293-335.
- Barros, L. A. B. C., Castro Junior, F. H., Silveira, A. D. M., & Bergmann, D. R. (2010) A questão da endogeneidade nas pesquisas empíricas em finanças corporativas: principais problemas e formas de mitigação. Working Paper. Social Science Research Network.



Recuperado em 10 de maio, 2019, de https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1593187.

- Barros, L. A. B. C., Bergmann, D. R.; Castro, F. H.; & Silveira, A. D. M. (2020). Endogeneity in panel data regressions: methodological guidance for corporate finance researchers. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios* 22 (Esp), p. 437-461. Doi: <<https://doi.org/10.7819/rbgn.v22i0.4059>>.
- Blundell, R., & Bond, S. (1998). Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models. *Journal of Econometrics*, 87(1), p. 115–143. Doi: <[https://doi.org/10.1016/S0304-4076\(98\)00009-8](https://doi.org/10.1016/S0304-4076(98)00009-8)>.
- Beber, A.; Fabbri, D. (2012). Who times the foreign exchange market? Corporate speculation and CEO characteristics. *Journal of Corporate Finance*, 18, p. 1065-1087. Doi: <<https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2012.07.004>>.
- Beuren, I. M.; Longaray, A. A.; Raupp, F. M.; Sousa, M. A. B.; Colauto, R. D.; & Porton, R. A. B. (2012). Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade: teoria e prática. 3 ed. 7. reimpr. São Paulo: Atlas.
- Bortoluzzi, D. A.; Zakaria, J.; Santos, E. A.; & Lunkes, R. J. (2016). A influência das características dos executivos de alto escalão sobre a estrutura de capital: um estudo em empresas listadas na BM&FBovespa. *Revista Espacios*, v. 37, p. 29-42.
- Cavalcanti, J. M. M.; Paz, R. A. L.; Ferreira, B. P.; Amaral, H. F.; & Mól, A. L. R. (2018). Relevância das características dos CEO'S na estrutura de capital de empresas listadas no IBRX-100 da BM&FBOVESPA. *Pretexto*, 19 (1), p. 25-42. Doi: <<http://dx.doi.org/10.21714/pretexto.v19i1.3638>>.
- Chen, H. L.; Hsu, W. T.; & Huang, Y. S. (2010). Top management team characteristics, R&D investment and capital structure in the I.T industry. *Small Business Economics*, 35, p. 319-333. Recuperado de: <<https://www.jstor.org/stable/40802567>>.
- Cronqvist, H.; Makhija, A.; & Yonker, S. (2012). Behavioral consistency in corporate finance: CEO personal and corporate leverage. *Journal of Financial Economics*, 103, p. 20-40. Doi: <<https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2011.08.005>>.
- Custódio, C.; & Metzger, D. (2014). Financial expert CEO's: CEO's work experience and firm's financial policies. *Journal of Financial Economics*, 114 (1), p. 125-154. Doi: <<https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2014.06.002>>.
- Escriba-Esteve, A.; Sanchez-Peinado, L.; & Sanchez-Peinado, E. (2009). The influence of top management teams in the strategic orientation and performance of small and medium-sized enterprises. *British Journal of Management*, 20, p. 581-597. Doi: <<https://doi.org/10.1111/j.1467-8551.2008.00606.x>>.
- Finkelstein, S. (1992). Power in top management teams: Dimensions, measurement, and validation. *Academy of Management Journal*, 35, p. 505–538. Doi: <<https://www.jstor.org/stable/256485>>.
- Flannery, M. J.; & Hankins, K. W. (2013). Estimating dynamic panel models in corporate finance. *Journal of Corporate Finance*, 19, p. 1-19. Doi: <<https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2012.09.004>>.

- Frank, M. Z.; & Goyal, V. K. (2007). Corporate Leverage: How Much Do Managers Really Matter?. Doi: <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.971082>>.
- Graham, J. R.; Leary, M. T.; & Roberts, M. R. (2015). A century of capital structure: the leveraging of corporate America. *Journal of Financial Economics*, 118 (3), p. 658-683. Doi: <<https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2014.08.005>>.
- Hambrick, D. C., & Mason, P. (1984). Upper-echelon: the organization as a reflection of its top Managers. *Academy of Management Review*, 9, p. 193-206. Doi: <<https://doi.org/10.2307/258434>>.
- Hanousek, J.; & Shamshur, A. (2011). A stubborn persistent: is the stability of leverage ratios determined by the stability of the economy. *Journal of Corporate Finance*, 17(5), p.1360-1376. Doi: <<https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2011.07.004>>.
- Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. (2015). Código das melhores práticas de governança corporativa (5.ed.). São Paulo: IBGC.
- Jensen, M.; & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3 (4) p. 305-360. Doi: <[https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)>.
- Lemmon, M.L., Roberts, M.R., & Zender, J. F. (2008). Back to the beginning: Persistence and the cross-section of corporate capital structure. *Journal of Finance*, 63 (4), p.1575-1608. Doi: <<https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2008.01369.x>>.
- Lin, H. C.; Dang, T. T. H.; & Liu, Y. S. (2016). CEO transformational leadership and firm performance: a moderated mediation model of TMT trust climate and environmental dynamism. *Asia Pacific Journal of Management*, p.1-28. Doi:<[10.1007/s10490-016-9468-x](https://doi.org/10.1007/s10490-016-9468-x)>.
- Matemilola, B.T.; Bany-Ariffin, A. N.; Azman-Saini, W. N.W.; & Nassir, A. Md. (2017). Does top managers' experience affect firms' capital structure?. *Research in International Business and Finance*, p. 1-28. Doi: <<http://dx.doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.07.184>>
- Miller, M. H. (1977). Debt and taxes. *The Journal of Finance*, 32, p. 261–275. Doi: <<https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1977.tb03267.x>>.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporate finance and the theory of investment. *American Economic Review* 48 (3), p. 261-297. Recuperado de: <<http://www.jstor.org/stable/1809766?origin=JSTOR-pdf>>.
- Modigliani, F.; & Miller, M. H. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital, a Correction. *American Economic Review*, 53 (3), p. 433-443. Recuperado de: <<http://www.jstor.org/stable/1809167?origin=JSTOR-pdf>>.
- Myers, S. (1984). The capital structure puzzle. *Journal of Finance*, 39, p. 575-592. Doi: <<https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1984.tb03646.x>>.
- Nakamura, W. T.; Martin, D. M. L.; Forte, D.; Carvalho Filho, A. D.; Costa, A. D., & Amaral, A. 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), p. 72-85. Doi: <<https://doi.org/10.1590/S1519-70772007000200007>>.



- Naz, I.; Shah, S. M. A.; & Kutan, A. M. (2016). Do managers of sharia-compliant firms have distinctive financial styles?. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money* In Press, p. 174-187. Doi: <<https://doi.org/10.1016/j.intfin.2016.05.005>>.
- Santos, E. A.; Lara, F. L.; Oliveira, R. M.; & Lunkes, R. J. (2017). Características dos membros do conselho de administração e sua relação com as decisões estratégicas de captação de recursos: evidências em empresas listadas na BM&FBOVESPA. *Contextus*, 15 (2), p. 165-187. Doi: <<https://doi.org/10.19094/contextus.v15i2.955>>.
- Srivastava, A. (2013). Do CEO's possess any extraordinary ability? Can those abilities justify large CEO pay? *Asia-Pacific Journal of Accounting and Economics*, 20(4), p. 349-384. Doi: <<https://doi.org/10.1080/16081625.2013.828670>>.
- Yim, S. (2013). The acquisitiveness of youth: CEO age and acquisition behavior. *Journal of Financial Economics*, 108, p. 250-273. Doi: <<https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2012.11.003>>.
- Zhang, Xi.; Li, N.; Ullrich, J.; & Dick, R. (2015). Getting Everyone on Board: The Effect of Differentiated Transformational Leadership by CEO's on Top Management Team Effectiveness and Leader-Rated Firm Performance. *Journal of Management*, 41 (7), p. 1898–1933. Doi: <<https://doi.org/10.1177/0149206312471387>>.