

INFLUÊNCIA DAS CARACTERÍSTICAS DOS ESCALÕES SUPERIORES NA ESTRUTURA DE CAPITAL DAS EMPRESAS DE ENERGIA

¹Paula de Souza Michelin; ¹pauladesouza1604@gmail.com; ¹Universidade Federal de Santa Catarina
²Rogério João Lunkes; ²rogeriolunkes@hotmail.com; ² Universidade Federal de Santa Catarina;
³Antonio Cezar Bornia; ³cezar.bornia@gmail.com; ³ Universidade Federal de Santa Catarina

RESUMO: *A Teoria dos Escalões Superiores (TES) pondera que os valores, experiências e personalidades da equipe de gestão do topo interferem nas escolhas estratégicas da organização. Assim, espera-se que diferentes gestores escolham estruturas de capital que melhor atendam às necessidades de diferentes estratégias. Com base na TES, a presente pesquisa objetiva estudar a relação entre as características da equipe do alto escalão e a estrutura de capital das empresas de energia. Pretende-se explorar o efeito das características dos gestores no nível de endividamento da empresa, ou seja, capital de terceiros. A regressão linear de três modelos permitiu constatar que, dentre as variáveis da equipe consideradas, tempo médio no cargo foi aquela que apresentou relação estatística significativa com o nível de capital de terceiros da empresa.*

PALAVRAS-CHAVE: *Escalões Superiores; Estrutura de capital; Custo do capital; Capital de terceiros.*

ABSTRACT: *The Upper Echelons Theory (UET) considers that the values, experiences and personalities of the top management team interfere with the organization's strategic choices. Thus, different managers are expected to choose capital structures that best meet the needs of different strategies. Based on the UET, the present research aims to study the relationship between the characteristics of the high-ranking team and the capital structure of energy companies. The intention is to explore the effect of the characteristics of managers on the level of indebtedness of the company, that is, third-party capital. The linear regression of three models showed that among the variables of the team considered, mean time in the position was that which presented a statistically significant relationship with the level of third-party capital of the company.*

KEYWORDS: *Upper Echelons, Capital structure; Cost of capital; Third-party capital.*

1. Introdução

A Teoria dos Escalões Superiores (TES) argumenta que os valores, experiências e personalidades da equipe de gestão do topo interferem nas escolhas estratégicas da organização, bem como no sucesso dessas escolhas (HAMBRICK, 2007). Características demográficas, como idade, sexo, educação e experiência funcional são indicativos de aspectos gerenciais cognitivos e afetivos subjacentes que determinam as decisões das equipes de gestão, que afetam posteriormente o desempenho da organização (BELL *et al.*, 2007).

Bertrand e Schoar (2003) argumentam que os gestores desempenham um papel crítico nas políticas de investimento, nas políticas financeiras, nas estratégias organizacionais e no desempenho operacional da empresa. Os gestores de escalões superiores influenciam importantes decisões estratégicas relacionadas a atividades como investimentos, formação de

alianças estratégicas e internacionalização, sendo que cada uma delas provocará impactos no desempenho (XIE; WANG; QI, 2015).

Maksimovic (1998) procurou esclarecer a relação entre estratégia e estrutura de capital, mas sem verificar a influência das características dos gestores. Barker e Mueller (2002), Kor (2006) e Chen, Hsu e Huang (2010) estudaram a conexão entre as características dos executivos e a estrutura de capital das empresas, mas com foco no financiamento com pesquisa e desenvolvimento.

Nesse contexto, a presente pesquisa objetiva estudar a relação entre as características da equipe do alto escalão e a estrutura de capital das empresas de energia. Pretende-se explorar o efeito das características dos gestores no nível de endividamento da empresa, ou seja, capital de terceiros.

Justifica-se a escolha por empresas do setor de energia elétrica pelo papel fundamental que o setor tem na atividade econômica: mútua interdependência entre a economia e o setor elétrico. Isso porque o setor de energia utiliza insumos de vários setores produtivos e este setor também constitui insumo para outros diversos tipos de atividades econômicas (BHATTACHARYYA, 2007; PEREIRA; SANTANA; MENDES; KHAN, 2008). Por conta desse papel estratégico do setor, é relevante entender como as características dos gestores influenciam na estrutura de capital das empresas.

2. Revisão teórica

2.1. Teoria dos Escalões Superiores - TES

De acordo com a TES, a equipe de escalões superiores, e não os indivíduos, são os principais tomadores de decisão dentro de uma organização. A premissa da Teoria é que o foco sobre as características da equipe irá produzir explicações mais fortes de resultados organizacionais do que o foco habitual no alto executivo individual (por exemplo, CEO). Isso porque, liderança de uma organização complexa é uma atividade compartilhada, e as cognições, capacidades e interações de toda a equipe afetam o comportamento estratégico (HAMBRICK, 2007).

A definição de *top management team* ou equipe de gestão de topo (EGT) baseia-se no trabalho original de Cyert e March (1963), que se referiram a ela ao tratar da coalizão dominante (CARPENTER; GELETKANYCZ; SANDERS, 2004). Em um nível mais prático,

o estudo de toda uma equipe aumenta a força potencial da teoria para prever, porque o chefe executivo compartilha tarefas e, em certa medida, o poder com outros membros da equipe (HAMBRICK; MASON, 1984).

Hambrick e Mason (1984) elaboraram uma lista não esgotada de características gerenciais observáveis, incluindo idade, experiências funcionais, experiências de carreira, educação, raízes socioeconômicas, posição financeira e características de grupo. Do mesmo modo, indicaram 21 proposições relacionando essas características às escolhas estratégicas e ao desempenho dos resultados organizacionais. Tais proposições foram categorizadas em sete grupos: faixa etária relacionada à idade, outras experiências de carreira, educação formal, contexto socioeconômico, situação financeira e heterogeneidade (CHUANG *et al.*, 2007).

Assim, estudos que levam em conta os níveis médios da equipe sugerem que as principais características executivas, como a idade (GOLL; JOHNSON; RASHEED, 2008), nível educacional (CHEN *et al.*, 2010), tempo no cargo (CAMELO; FERNÁNDEZ-ALLES; HERNÁNDEZ, 2010) estão associadas a decisões e resultados estratégicos.

2.1. Estrutura de capital

A estrutura de capital de uma empresa representa a maneira como está composto seu passivo. O tema é marcado por diversas teorias, cujas principais são Modigliani e Miller, *Trade-off* e *Pecking Order*.

A Teoria de Modigliani e Miller almeja elucidar os determinantes que influenciam a estrutura de capital das empresas, utilizando-se da aplicação do conceito de equilíbrio de mercado de arbitragem, em que o valor de mercado de uma empresa é independente da sua estrutura de capital. Para Modigliani e Miller (1958) empresas idênticas possuem o mesmo valor independentemente do sua estrutura de financiamento é baseada em capitais próprios ou de terceiros. Sendo assim, a estrutura de capital não era determinante no valor da empresa e a decisão de investimento independente da origem dos recursos de terceiros.

A Teoria do *trade-off* aponta para a existência de uma estrutura ótima de capital, mas não é capaz de explica a correlação entre alta lucratividade e baixos índices de endividamento. Não adianta dizer (sem mais explicações) que os gerentes são “excessivamente conservadores” ou “não maximizam o valor”. Culpar os gerentes, em vez dos economistas, pelo fracasso da

teoria dos economistas. Além disso, um exame das táticas de financiamento rapidamente descarta a ideia de que os gerentes não prestam atenção aos impostos (MYERS, 2001).

Na Teoria de *Pecking Order* a estrutura de capital é resultado de decisões hierárquicas com relação à captação de recursos para cobrir os investimentos da empresa. Myers e Majluf (1984) e Myers (1984) assumiram que os gestores agem no interesse dos acionistas existentes e se recusam a emitir ações subvalorizadas a menos que a transferência para novos acionistas seja compensada pelo valor presente líquido da oportunidade de crescimento. Isso leva a um equilíbrio comum no qual as empresas podem emitir ações, mas apenas a um preço reduzido.

3. Procedimentos metodológicos

3.1. Hipóteses da pesquisa

O nível médio de idade da Equipe de Gestão de Topo (EGT) foi proposto para ser associada a tendências como receptividade à mudança, vontade de adotar novas ideias, busca de novidade, tomada de risco e flexibilidade (ACAR, 2016).

Gerentes mais jovens podem ter menos compromisso com o *status quo* e, portanto, podem estar mais dispostos a empreender estratégias novas e sem precedentes (HAMBRICK; MASON, 1984). Devido ao compromisso com o *status quo*, uma EGT mais antiga pode ser mais relutante em tentar novas ideias ou assumir riscos (KOUFOPOULOS *et al.*, 2008). Por outro lado, os gestores mais velhos já estabeleceram suas redes sociais, estilos de vida e planejamento de carreiras e tenderam a se tornar aversivos ao risco (CHUANG *et al.*, 2009).

Equipes mais antigas com a propensão a ser avessos ao risco e com segurança financeira e profissional preocupações tenderiam a escolher uma forma mais conservadora estrutura de capital, enquanto as EGTs mais jovens mais dispostos a usar capital de terceiros (CHEN *et al.*, 2010). Dessa maneira, constrói-se a seguinte hipótese:

H1: A idade média dos gestores está positivamente relacionada com o nível de capital de terceiros das empresas.

Gestores com mais experiências internacionais, educação e experiência funcional diversificada tomam decisões para minimizar os riscos se comparados a gestores com menos experiência e educação ou experiência funcional similar. Os gestores de topo que possuem

tais características tomam decisões estratégicas eficazes, como a avaliação completa de múltiplas opções para novas oportunidades, minimizando riscos e incertezas (BANY-ARIFFIN *et al.*, 2014).

Equipes mais instruídas possuem conhecimento avançado e maior capacidade cognitiva. Isso, por sua vez, poderia aumentar sua capacidade de tolerar ambiguidade, absorver novas informações e analisar, resolver e implementar soluções para problemas complexos. Mais especificamente, as EGTs com mais escolaridade seriam menos propensos a optar por uma estrutura de capital conservadora (CHEN *et al.*, 2010).

Assim, gestores com maior nível educacional podem ser mais confiantes em suas decisões de investimento e não necessitarem de tanta folga financeira se comparados aqueles com nível educacional inferior. Portanto, gerentes com maior nível de formação seriam menos propensos a optar por uma estrutura de capital conservadora para o financiamento do investimento (BORTOLUZZI *et al.*, 2016). Nesse contexto, tem-se a segunda hipótese:

H2: O nível médio educacional está negativamente relacionado com o nível de capital de terceiros das empresas.

O tempo no cargo pode representar a coesão social, a alta influência organizacional e o compromisso com o status quo, bem como a inércia e a falta de inovação (HAMBRICK, 1992). Assim, o tempo do cargo da EGT pode representar um compromisso com o status quo e baixa criatividade (WIERSEMA; BANTEL, 1992).

A longa duração média de tempo no cargo resulta em níveis decrescentes de comunicação global, porque os membros do grupo sentem que são capazes de antecipar os pontos de vista de outros membros e ocorre o aumento da especialização (WIERSEMA; BANTEL, 1992). Portanto, o longo mandato da equipe pode levar a um maior isolamento em relação a fontes externas de informação, o que pode levar aos membros a se tornarem menos receptivos à mudança e à inovação (CAMELO; FERNÁNDEZ-ALLES; HERNÁNDEZ, 2010).

Gestores com menos tempo na empresa podem estar mais dispostos a assumir riscos, porque são obrigados a produzir resultados e a se mostrarem como gestores competentes. Gestores de longo prazo, por outro lado, podem ter uma abordagem mais avessa ao risco, porque são menos pressionados a se comprovarem (KOR, 2006). Com isto, propõe-se a terceira hipótese:

H3: O tempo médio no cargo está negativamente relacionado com o nível de capital de terceiros das empresas.

3.2. Amostra e coleta de dados

A população do estudo é formada por 59 empresas do setor de energia elétrica cotadas na Brasil, Bolsa, Balcão (B³), bolsa de valores oficial do Brasil, em 20 de maio de 2019. Do total, 1 não disponibilizou as informações, perfazendo uma amostra de 58 empresas. Os dados foram coletados no endereço eletrônico da B³ entre os dias 27 de maio a 05 de junho de 2019 referentes ao exercício de 2018.

A coleta de dados foi realizada em duas etapas. A primeira compreendeu a coleta dos das variáveis independentes de idade, nível educacional e tempo no cargo dos gestores das empresas, por meio dos formulários de referência de 2018, no item de assembleia e administração. O Quadro 1 apresenta as variáveis independentes:

Quadro 1 – Variáveis independentes

Variável independente	Abreviação	Forma de cálculo
Idade média	l_IM	Logaritmo da média de idade dos gestores
Nível médio educacional	NME	Nível médio ou menos = 0, Graduação = 1, Pós-graduação ou Master Business Administration (MBA) = 2, Mestrado = 3, Doutorado = 4.
Tempo médio no cargo	l_TMC	Logaritmo da média de meses no cargo

Fonte: Autores.

A segunda etapa diz respeito aos dados financeiros presentes no Balanço Patrimonial de 2018 das companhias, exigível total e patrimônio líquido, os quais foram extraídos por meio do *software Economática* ®.

A variável dependente Nível de Capital de Terceiros (NCT) é calculada pela divisão do Exigível Total pelo Patrimônio Líquido ((Passivo Circulante + Passivo Não Circulante) / Patrimônio Líquido). A seguir apresenta-se a equação do modelo:

$$NCT = \theta + \beta_1 IM + \beta_2 NME + \beta_3 TMC + \mu$$

em que δ é a constante da função, β_1 , β_2 e β_3 são os coeficientes estimados da regressão e μ é o erro da regressão.

Os dados são tratados com a utilização do procedimento estatístico regressão linear múltipla em Mínimos Quadrados Ordinários (MQO). Para o tratamento dos dados utilizou-se o *software Gretl*. Inicialmente foi realizada a correlação linear entre as variáveis e, na sequência, a regressão múltipla.

4. Resultados e análise dos dados

Os resultados analisados dizem respeito a 303 pessoas de 58 empresas ou Equipes de Gestão de Topo (EGT). A média de integrantes por equipe é aproximadamente de 5,22, sendo mediana 5, mínimo 2 e máximo 10 membros. A Tabela 1 evidencia as características dos diretores que compõem as EGTs.

Tabela 1 – Características descritivas da amostra (58 empresas)

Variáveis	Frequência	
	Média	Desvio Padrão
Idade	49,98	6,35
Tempo no cargo	38,51	28,54
Nível educacional	1,75	0,57
	Frequência Relativa	Frequência
Graduação	131	43,23%
Pós-graduação ou MBA	111	36,63%
Mestrado	57	18,81%
Doutorado	4	1,32%

Fonte: Dados da pesquisa.

A análise descritiva permite inferir que as 58 companhias possuem gestores com média de idade de 50 anos e 3 anos de tempo no cargo. Em relação ao nível educacional, a maioria possui somente graduação ou também pós-graduação/MBA. A especialização *stricto sensu* ainda alcança menos de 20% dos diretores de empresas de energia elétrica.

No que diz respeito à estrutura de capital, observou-se que em média 69,9% são provenientes de terceiros, enquanto que 31,1% são derivados de capital próprio. Em outras palavras, as empresas da amostra tendem a recorrer para recursos de terceiros, de modo geral, para manutenção de suas atividades.

Antes de realizar o teste das hipóteses, procede-se a verificação de valores *outliers* na amostra. Nesse caso, verificaram-se a existência de valores *outliers* de endividamento. Notou-se que 7 empresas estavam com tais valores acima ou abaixo dos limites superior e inferior da amostra. Para que tais dados não distorçam a análise dos resultados, foram eliminados, perfazendo um total de 51 observações (empresas de energia elétrica).

Para testar as hipóteses desenvolvidas na presente pesquisa, realizam-se modelos de regressão linear múltipla e simples. A Tabela 3 contempla os resultados de três modelos, os quais foram testados com o propósito de demonstrar o que melhor explica as variáveis.

Tabela 3 – Modelos de regressão linear

	Variável	Coefficiente	Erro padrão	Razão-t	P-valor
Modelo 1	const	2,97206	6,57449	0,4521	0,6534
R-quadrado = 0,087307	l_IM	-0,739776	1,67540	-0,4416	0,6609
R-quadrado ajustado = 0,027784	NME	-0,126407	0,379921	-0,3327	0,7409
P-valor(F) = 0,235968	l_TMC	0,549457	0,264332	2,079	0,0433**
Modelo 2	Variável	Coefficiente	Erro padrão	Razão-t	P-valor
R-quadrado = 0,085111	const	2,59628	6,41519	0,4047	0,6875
R-quadrado ajustado = 0,046179	l_IM	-0,681029	1,65024	-0,4127	0,6817
P-valor(F) = 0,123640	l_TMC	0,526846	0,253019	2,082	0,0428**
Modelo 3	Variável	Coefficiente	Erro padrão	Razão-t	P-valor
R-quadrado = 0,081796	const	-0,0270600	0,856348	-0,03160	0,9749
R-quadrado ajustado = 0,062666	l_TMC	0,515694	0,249388	2,068	0,0441**
P-valor(F) = 0,044068					

Fonte: Dados da pesquisa.

A estimação dos três modelos foi feita por meio de Mínimos Quadrados Ordinários. Ao analisar os coeficientes estimados para as variáveis independentes do primeiro Modelo 1, verifica-se que l_TMC (Logaritmo da média de meses no cargo) foi a variável que apresentou significância estatística a um nível de 5% (*p-valor* = 0.0433). O valor do R-quadrado denota que o referido modelo explica aproximadamente 8,73% do nível de capital de terceiros.

Na estimação do Modelo 2 foi eliminada a variável Nível médio educacional, uma vez que

apresentou o *p-valor* mais alto (0.7409). Com isso, houve diminuição no poder explicativo do Modelo, se comparado ao Modelo 1, uma vez que uma variável explicativa foi excluída. Mas, a significância do Modelo 2 é maior (*p-valor* = 0,123640).

No mesmo raciocínio, eliminou-se no Modelo 3 a variável Logaritmo da média de idade dos gestores por não apresentar significância estatística no Modelo 2. Com isso o R2 ajustado apresentou melhora de 4,62% para 6,27%. O Modelo 3 apresenta significância estatística no nível de 5%, com *p-valor* = 0,044068. Assim, o último modelo é o que melhor elucida a variação do endividamento, mais precisamente, o Nível de capital de terceiros é $NCT = -0,0270600 + 0,515694 * I_TMC$.

Como resultado, é possível constatar que o tempo médio no cargo dos gestores da equipe de alto escalão afeta positivamente a participação de capital de terceiros das companhias de energia elétrica da amostra. Neste contexto, não é possível aceitar a terceira hipótese de que o tempo médio no cargo está negativamente relacionado com o nível de capital de terceiros das empresas. De acordo com a literatura, o tempo do cargo da EGT pode representar um compromisso com o status quo e baixa criatividade (HOFFMAN *et al.*, 2000). Por estarem mais comprometidos com a situação atual da empresa, o tempo no cargo é um indicativo de que gestores mais experientes no cargo de gestão tendem a aumentar o uso de recursos de terceiros em prol do capital próprio.

A primeira hipótese de que a idade média dos gestores está positivamente relacionada com o nível de capital de terceiros das empresas não foi significativamente apoiada. Acredita-se que a pequena variação da média de idade entre as equipes não tenha sido suficientemente correlacionada com a variação do nível de capital de terceiros das respectivas empresas. Ou seja, a amostra apresentou características mais homogêneas em relação a essa variável. Porém, verifica-se pelos Modelos 1 e 2 que a idade média está negativamente relacionada ao nível de capital de terceiros. Devido ao compromisso com o *status quo*, uma EGT mais antiga pode ser mais relutante em tentar novas ideias ou assumir riscos (KOUFOPOULOS *et al.*, 2008). Espera-se que os gerentes mais antigos estejam associados à estratégia de baixo custo mais orientada para a eficiência. Também é provável que os gerentes mais jovens enfatizem uma estratégia com um âmbito mais amplo, enquanto os gerentes mais velhos têm um escopo estratégico mais estreito (GOLL *et al.*, 2008).

A segunda hipótese a qual postula que o nível médio educacional está negativamente

relacionado com o nível de capital de terceiros das empresas, não foi estatisticamente sustentada. Apesar disso, tal resultado admite a interpretação, com base no Modelo 1, de que o nível médio educacional da equipe é negativamente associado com a variável nível de capital de terceiros (endividamento) das companhias de energia elétrica. Os achados alcançados corroboraram com as ponderações de Wiersema e Bantel (1992), e Barker e Mueller (2002) e contrário a Bortoluzzi *et al.* (2016).

5. Conclusões

Diversos estudos concentraram-se em equipes de gestão de topo (EGT) e sua influência sobre decisões estratégicas. O efeito da EGT sobre o desempenho da empresa, em particular, tem sido de interesse contínuo para pesquisadores de estratégia (KOUFOPOULOS *et al.*, 2008).

Nessa linha, o propósito deste estudo foi relacionar as características da equipe do alto escalão e a estrutura de capital das empresas de energia listadas na Brasil, Bolsa, Balcão em 2018. A partir da análise estatística pode-se concluir que o tempo no cargo dos gestores da equipe do alto escalão tem uma relação positiva significativa com o nível de capitais de terceiros das empresas. Igualmente, uma maior experiência de um gestor no cargo pode torná-lo mais arrojado em relação ao endividamento da empresa.

Quanto às características idade média e nível educacional da equipe, verificou-se ausência de significância estatística. Apesar disso, ambas se mostraram negativas em relação a participação no capital de terceiros. Ou seja, quanto maior a média de idade e o nível educacional espera-se um menor nível de capital de terceiros na estrutura de capital da empresa.

A presente pesquisa possui algumas limitações, como por exemplo, a amostra, o período de análise e a quantidade de características gerenciais. Assim, os resultados encontrados não podem ser generalizados a outros grupos de empresas e períodos.

Recomenda-se que futuros estudos verifiquem a influência de outras características observáveis da equipe de gestão, como por exemplo, experiência internacional ou heterogeneidade de membros. Também, a relação dessas características com diferentes níveis de capital próprio e de terceiros, pesquisa e desenvolvimento e investimentos das empresas.

Referências

ACAR, F. P. The effects of top management team composition on SME export performance: an upper echelons perspective. **Central European Journal of Operations Research**, v. 24, p. 833–852, 2016.

BANY-ARIFFIN, A. N.; MCGOWAN, C. B.; JÚNIOR TUNDE, M. B.; SHAHNAZ, A. S. Top management characteristics and firm's international diversification activities: evidence from a Developing Nation. **Pertanika Journal of Social Sciences & Humanities**, v. 22, p. 39–54, 2014.

BARKER, V.; MUELLER, G. CEO characteristics and firm R&D spending. **Management Science**, v 48, n. 6, p. 782–801, 2002.

BELL, S. T.; VILLADO, A. J.; LUKASIK, M. A.; BELAU, L.; BRIGGS, A. L. Getting specific about demographic diversity variable and team performance relationships: a meta-analysis. **Journal of Management**, v. 37, n. 3, p. 709–743, 2011.

BERTRAND, M.; SCHOAR, A. Managing with style: The effect of managers on firm policies. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 118, n. 4, p. 1169–1208, 2003.

BHATTACHARYYA, S. C. Energy sector management issues: an overview. **International Journal of Energy Sector Management**, v. 1, n. 1, 2007.

BORTOLUZZI, D. A.; ZAKARIA, J.; SANTOS, E. A.; LUNKES, R. J. A influência das características dos executivos de alto escalão sobre a estrutura de capital: Um estudo em empresas listadas na BM&FBOVESPA. **Espacios**, v. 37, n. 37, p. 28, 2016.

CAMELO, C.; FERNÁNDEZ-ALLES, M.; HERNÁNDEZ, A. B. Strategic consensus, top management teams, and innovation performance. **International Journal of Manpower**, v. 31, n. 6, p. 678-695, 2010.

CARPENTER, M. A.; GELETKANYCZ, M. A.; SANDERS, G. W. Upper echelons research revisited: antecedents, elements, and consequences of top management team composition. **Journal of Management**, v. 30, n. 6, p. 749–778, 2004.

CHEN, H.-L.; HSU, W.-T.; HUANG, Y.-S. Top management team characteristics, R&D investment and capital structure in the IT industry. **Small Business Economics**, v. 35, p. 319–333, 2010.

CHUANG, T. T.; NAKATANI, K.; ZHOU, D. An exploratory study of the extent of information technology adoption in SMEs: an application of upper echelon theory. **Journal of Enterprise Information Management**, v. 22, n. 1/2, p. 183–196, 2009.

CHUANG, T. T., NAKATANI, K., & ZHOU, D. (2007) The impact of managerial characteristics of top management team on the extent of information technology adoption: An exploratory study with the upper echelon theory. In: CONFERENCE ON INFORMATION SYSTEMS, 13., Praga. **Anais...Praga**.

CYERT, R. M.; MARCH, J. G. **A behavioral theory of the firm**. New Jersey: Prentice-Hall.

1963.

GOLL, I.; JOHNSON, N. B.; RASHEED, A. Top management team demographic characteristics, business strategy, and firm performance in the US airline industry - The role of managerial discretion. **Management Decision**, v. 46, n. 2, p. 201–222, 2008.

HAMBRICK, D. C. Upper echelons theory: an update. **The Academy of Management Review**, v. 32, n. 2, p. 334-343, 2007.

HAMBRICK, D. C; MASON, P. A. Upper echelons: The organization as a reflection of its top managers. **Academy of Management Review**, v. 9, p. 193-206, 1984.

HOFFMAN, J. J.; WILLIAMS, R. J.; LAMONT, B. T.; GEIGER, S. W. Managerial tenure and recovery following M-form reorganization in diversified firms. **Journal of Business Research**, v. 50, p. 287–296, 2000.

KOUFOPOULOS, D.; ZOUMBOS, V.; ARGYROPOULOU, M.; MOTWANI, J. Top management team and corporate performance: a study of Greek firms. **Team Performance Management**, v. 14, n. 7/8, p. 340-363, 2008.

KOR, Y. Y. Direct and interaction effects of top management team and board compositions on R&D investment strategy. **Strategic Management Journal**, v. 27, n. 11, p. 1081-1099, 2006.

MAKSIMOVIC, V. Capital Structure in Repeated Oligopolies. **Rand Journal of Economics**, v. 19, n. 3, p. 389-407, 1998.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. The cost of capital, corporate finance and the theory of investment. **American Economic Review**, v. 48, n. 3, p. 261-297, 1958.

MYERS, S. C. (2001) Capital structure. *Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 81–102.

MYERS, S. C. The capital structure puzzle. *Journal of Finance*, v. 39, n. 3, p. 575–92, 1984.

MYERS, S. C.; MAJLUF, N. S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. **Journal of Financial Economics**, v. 13, n. 2, p. 187–221, 1984.

PEREIRA, V. L.; SANTANA, A. C.; MENDES, F. A. T.; KHAN, A. S. Análise do setor de energia elétrica do estado do Pará: uma aplicação da matriz de insumo-produto. **Amazônia: Ciência e Desenvolvimento**, v. 4, n. 7, 2008.

WIERSEMA, M. P.; BANTEL, K. A. Top management team demography and corporate strategic change. **Academy of Management Journal**, v. 35, p. 91–121, 1992.

XIE, X. Y.; WANG, W. L.; QI, Z. J. The effects of TMT faultline configuration on a firm's short-term performance and innovation activities. **Journal of Management & Organization**, v. 21, n. 5, p. 558–572, 2015.