

A RELAÇÃO DAS CARACTERÍSTICAS DO *TOP MANAGEMENT TEAM* COM O ENDEVIDAMENTO DE EMPRESAS FINANCEIRAS

¹Paula de Souza Michelon; 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: *Este artigo tem por objetivo analisar a relação entre as características do Top Management Team e o endividamento de empresas financeiras. A Teoria dos Escalões Superiores (TES) preconiza que os valores, experiências e personalidades do Top Management Team (TMT) influenciam nas escolhas estratégicas das empresas. Deste modo, espera-se que diferentes equipes de gestores escolham estruturas de capital que melhor atendam às necessidades de diferentes estratégias. Foram testadas hipóteses de modelos teóricos por meio de regressão linear e linear múltipla. A amostra foi composta por 95 companhias financeiras listadas na Brasil, Bolsa, Balcão em julho de 2019. Os fatores analisados foram: Idade média do TMT, Nível educacional médio do TMT, Tempo médio no cargo do TMT e Nível de capital de terceiros da empresa. A idade média da TMT foi aquela que apresentou relação significativa positiva com o nível de capital de terceiros da empresa. As variáveis tempo médio no cargo e nível médio educacional da TMT apresentaram relação negativa com o endividamento das empresas, mas sem forte significância estatística. Esta pesquisa contribui para a estratégia das empresas na composição de suas equipes de gestão, uma vez que estão relacionadas com o desempenho das organizações.*

PALAVRAS-CHAVE: *Top management team; Estrutura de capital; Custo do Capital; Capital de terceiros.*

ABSTRACT: *This article aims to analyze the relationship between the characteristics of Top Management Team and the indebtedness of financial companies. The Upper Echelons Theory (UET) states that the values, experiences and personalities of the Top Management Team influence the strategic choices of companies. Thus, it is expected that different teams of managers will choose capital structures that best meet the needs of different strategies. Hypotheses of theoretical models were tested by linear and multiple linear regression. The sample consisted of 95 financial companies listed in Brasil, Bolsa, Balcão in July 2019. The factors analyzed were: TMT average age, TMT average educational level, TMT average time in office and Company third party capital level TMT's average age was that which had a significant positive relationship with the company's third party capital level. The variables mean time in office and average educational level of TMT were negatively related to corporate indebtedness, but without strong statistical significance. This research contributes to the strategy of companies in the composition of their management teams, since they are related to the performance of organizations.*

KEYWORDS: *Top management team. Capital structure. Cost of Capital. Third-party capital.*

1. Introdução

Hambrick e Mason (1984) postularam na Teoria dos Escalões Superiores (TES) que as

características do *Top Management Team* (TMT) e suas escolhas estratégicas ajudam a explicar o desempenho de uma organização. A premissa da TES é que o foco sobre as características da equipe irá produzir explicações mais fortes de resultados organizacionais do que o foco no alto executivo individual. Isso porque, liderança de uma organização complexa é uma atividade compartilhada (HAMBRICK, 2007).

Gestores desempenham um papel crítico nas políticas de investimento, políticas financeiras, estratégias organizacionais e desempenho operacional das empresas (BERTRAND; SCHOAR, 2003). Nesse sentido, as ferramentas contábeis e de gestão podem ser vistas como um aspecto da estrutura organizacional (STRAUß; ZECHER, 2013) e, em consonância com a Teoria dos Escalões Superiores, sua escolha pode ser influenciada pelas características do TMT.

As decisões de financiamento resultam em uma dada estrutura de capital e decisões de financiamento abaixo do ideal podem levar ao fracasso corporativo. Por isso, um dos grandes dilemas para a administração e para os investidores é se existe uma estrutura de capital ideal (MWANGI; MAKAU; KOSIMBEI, 2014).

Embora pesquisas demonstrem, por exemplo, que diretores financeiros mais novos e gestores de topo com experiências na área de negócios estão associados a sistemas de contabilidade e controle mais inovadores e/ou sofisticados, uma gama de oportunidades promissoras para futuros pesquisas continua aberta (HIEBL, 2014). Nesse contexto, a presente pesquisa objetiva analisar a relação entre as características do *Top Management Team* e o endividamento das empresas financeiras.

Empresas financeiras operam alavancadas, isto é, a participação de capital próprio é expressivamente menor que a de capital de terceiros no financiamento de suas operações. Algumas pesquisas procuraram definir determinantes da estrutura de capital bancária (OCTAVIA; BROWN, 2010).

Kor (2006) e Chen, Hsu e Huang (2010) avaliaram a associação entre as características dos executivos e a estrutura de capital das empresas, mas com foco no financiamento com pesquisa e desenvolvimento. Hanousek e Shamsur (2011) e Lemmon et al. (2008), entre outros, mostraram que fatores específicos da empresa não observados explicam a maior parte da variação transversal na estrutura de capital da empresa. Assim, ratifica-se a importância de

se verificar a influência do TMT no endividamento das empresas financeiras.

Nesse contexto, a presente pesquisa objetiva analisar a relação entre as características do *Top Management Team* e a estrutura de capital das empresas financeiras. Pretende-se explorar o efeito das características dos gestores no nível de endividamento da empresa, ou seja, capital de terceiros.

2. Fundamento teórico

2.1. Teoria dos Escalões Superiores (TES)

Hambrick e Mason (1984) discutiram que poucas das grandes empresas são administradas por uma única pessoa do alto escalão, e então, uma atenção deve ser dada ao gestor que opera no cume decisório. Mas, a Teoria orienta para a liderança estratégica, considerando que a gestão de uma empresa é tipicamente uma atividade compartilhada, e fornece um modelo que tem o *Top Management Team* (TMT) como unidade de análise a ser estudado (ELRON, 1997).

Devido à importante posição do TMT, a qualidade da decisão tomada pelos gestores pode impactar mais o desempenho da empresa do que as decisões tomadas por qualquer um dos gerentes comuns. A pesquisa sobre o processo de tomada de decisão em TMT é a favor de aprender acerca das características da equipe e a razão pela qual a sua heterogeneidade influencia o efeito da tomada de decisão. Podem ao mesmo tempo melhorar a eficiência da equipe e, logo, da organização (CARPENTER; GELETKANYCZ; SANDERS, 2004).

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

2.2. Teorias da estrutura de capital

A estrutura de capital de uma empresa concebe a maneira como está composto seu passivo. O tema é caracterizado por diversas teorias, cujas fundamentais são Modigliani e Miller, *Trade-*

off e *Pecking Order* (DAVID; NAKAMURA; BASTOS, 2009).

Modigliani e Miller (1958) são as referências iniciais da maior parte das pesquisas que visam esclarecer quais são os fatores determinantes da estrutura de capital das empresas. A argumentação inicial de que a forma de financiamento não implica, isto é, não é determinante do valor da empresa, e a posterior verificação do contrário, causou o surgimento de teorias que se utilizaram de elementos da realidade empresarial para explorar os fatores que elucidariam o financiamento das firmas (TARANTIN JUNIOR; VALLE, 2015).

A Teoria de Modigliani e Miller anseia explicar os determinantes que influenciam a estrutura de capital das empresas, aproveitando-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. De acordo com Modigliani e Miller (1958), empresas iguais possuem o mesmo valor independentemente de sua estrutura de financiamento ser fundamentada em capitais próprios ou de terceiros. Desta maneira, a estrutura de capital não é decisivo no valor da empresa e a decisão de investimento independente da origem dos recursos de terceiros.

A Teoria do *trade-off* indica a existência de uma estrutura de capital ótima, todavia que não é suficiente para explicar a correlação entre alta lucratividade e baixos índices de endividamento (MYERS, 2001). Com base na Teoria do *trade-off*, organizações mais arriscadas, ou seja, aquelas com os maiores custos esperados de dificuldades financeiras, prevalecem-se menos do benefício fiscal advindo do acréscimo de dívidas em sua estrutura de capital, sendo, assim, menos alavancadas (TARANTIN JUNIOR; VALLE, 2015).

A Teoria *Pecking Order* tem um de seus pilares no estudo de Ross feito em 1977, o qual avaliou a assimetria de informação entre gestores e investidores sobre a distribuição de dividendos, uma vez que esta política de distribuição sinaliza para o mercado as intenções futuras de investimento (KAYO, 2002). A teoria aprofundou-se com as pesquisas de Myers e Majluf (1984), que consideram a empresa como detentora de ativos já estabelecidos e oportunidades de crescimento e onde a estrutura de capital é função da mudança relativa destes dois elementos que formam a empresa.

3. Metodologia

3.1. Hipóteses da pesquisa

O nível médio de idade do *Top Management Team (TMT)* foi sugerido para ser relacionado a tendências como receptividade à mudança, pretensão de adotar novas ideias, busca de novidade, tomada de risco e flexibilidade (ACAR, 2016). Gestores mais jovens podem ter menos compromisso com o *status quo* e, por conseguinte, estar mais propensos a utilizar estratégias novas e sem precedentes (HAMBRICK; MASON, 1984). Por conta do compromisso com o *status quo*, um TMT composto por membros mais velhos pode ser mais restiva em tentar novas ideias ou admitir riscos (KOUFOPOULOS, et al., 2008).

De outro viés, os gestores mais velhos já constituíram suas redes sociais, estilos de vida e planejamento de carreiras e tendem a se tornar aversivos ao risco (CHUANG *et al.*, 2009). Equipe mais antiga com a inclinação a ser avessa ao risco e com segurança financeira e profissional tende a escolher uma estrutura de capital mais conservadora (CHEN *et al.*, 2010). Assim, desenvolve-se a seguinte hipótese:

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

As experiências perceptíveis dos gestores são *proxies* válidas para sua orientação cognitiva, valores e conhecimentos que em seguida impactarão suas escolhas estratégicas. Gestores com mais experiências internacionais, educação e experiência funcional diversificada tendem a tomar decisões para diminuir os riscos se comparados aos gestores com menos experiência e educação ou experiência funcional semelhante (BANY-ARIFFIN et al., 2014).

Espera-se que equipes mais instruídas tenham conhecimento mais avançado e maior capacidade cognitiva. Isso, por sua vez, poderia expandir sua capacidade de tolerar ambiguidade, absorver novas informações, além de analisar, resolver e implementar soluções para problemas complexos. Nomeadamente, as TMTs com mais escolaridade seriam menos predispostas a escolher uma estrutura de capital conservadora (CHEN *et al.*, 2010).

Com isso, executivos com maior nível educacional podem ser mais confiantes em suas decisões de investimento e não carecerem de tanta folga financeira se comparados àqueles com nível educacional menor. Consequentemente, gestores com maior nível escolar serão menos tendentes a escolher uma estrutura de capital conservadora para o financiamento do investimento (BORTOLUZZI, 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 é uma característica que pode significar coesão social, a influência organizacional e o compromisso com o *status quo*, bem como a inércia e a falta de inovação (BANTEL; JACKSON, 1989). A longa duração média de tempo no cargo procede em níveis decrescentes de comunicação global, pois os membros do grupo sentem que são capazes de antecipar os pontos de vista de outros membros e acontece o acréscimo da especialização (WIERSEMA; BANTEL, 1992). Assim, o longo mandato pode levar a um maior isolamento dos membros em relação a fontes externas de informação, além de reduzir a receptividade à mudança e à inovação (CAMELO; FERNÁNDEZ-ALLES; HERNÁNDEZ, 2010).

Executivos com menos tempo de experiência na empresa podem estar mais propensos a assumir riscos, pois são obrigados a produzir resultados e a se mostrarem como gestores competentes. Gestores com mais tempo, por sua vez, podem ter uma abordagem mais avessa ao risco, uma vez que são menos pressionados a se comprovarem (KOR, 2006). Isto posto, desenvolve-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 constituída de 114 empresas do setor Financeiro listadas na Brasil, Bolsa, Balcão (B³), bolsa de valores oficial do Brasil, em 31 de julho de 2019. Do total, 19 empresas estrangeiras não disponibilizaram as informações, perfazendo uma amostra de 95 empresas. Os dados foram coletados no endereço eletrônico da B³ entre os dias 11 de julho a 31 de julho de 2019 referentes ao exercício de 2018.

A coleta dos dados foi efetuada em dois momentos. A primeira envolveu a coleta das variáveis independentes de idade, nível educacional e tempo no cargo dos diretores das empresas, por meio dos formulários de referência de 2018, no tópico de assembleia e administração. O Quadro 1 apresenta as variáveis independentes:

Variável independente	Abreviação	Forma de cálculo
Idade média	IM	Média da idade dos gestores da equipe
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	TMC	Média de meses no cargo dos membros da equipe

Fonte: Autores.

A segunda etapa corresponde à coleta dos dados financeiros presentes no Balanço Patrimonial de 2018 das companhias, Exigível total ou Passivo Não Circulante e Patrimônio líquido, os quais foram obtidos por meio das Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFP) divulgadas pelas empresas também no sítio eletrônico da B³.

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:

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

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 o uso do procedimento estatístico regressão linear e regressão linear múltipla em Mínimos Quadrados Ordinários (MQO). Para tanto empregou-se o *software Gretl*.

4. Resultados e análise dos dados

As informações analisadas são referentes a 699 pessoas de 95 empresas ou Equipes de Gestão de Topo (TMT). A média de diretores por equipe é aproximadamente de 7,36, sendo mediana 5, mínimo 2 e máximo 44 integrantes. A Tabela 1 apresenta as características dos gestores que compõem as TMTs.

Tabela 1 – Características descritivas da amostra (95 empresas)

Variáveis	Frequência
-----------	------------

	Média	Desvio Padrão
Idade (anos)	49,83	11,06
Tempo no cargo (meses)	61,67	42,48
Nível educacional (escala de 0 a 4)	1,38	0,62
	Frequência Relativa	Frequência
0 = Nível Médio	94	13,43%
1 = Graduação	272	38,85%
2 = Pós-graduação ou MBA	244	34,94%
3 = Mestrado	71	10,17%
4 = Doutorado	18	2,61%

Fonte: Dados da pesquisa.

A análise descritiva possibilita observar que as 95 organizações da amostra possuem gestores com média de idade de 50 anos e 5 anos de tempo no cargo. No que cerne ao nível educacional, a maioria possui somente graduação ou também pós-graduação/MBA. A realização de Mestrado ou Doutorado ainda alcança menos de 15% dos diretores.

Previamente ao exame das hipóteses, decorre-se a verificação de valores *outliers* na amostra. Nesse passo, verifica-se a presença de valores *outliers* de endividamento. Identificaram-se 3 empresas com tais valores discrepantes acima ou abaixo dos limites superior e inferior da amostra. Para que referidos dados não distorçam a análise global dos resultados, foram eliminados, perfazendo um total de 92 observações.

O teste das hipóteses desenvolvidas nessa pesquisa é feito por meio de modelos de regressão linear múltipla e simples. A Tabela 2 inclui os resultados de três modelos, os quais foram testados com o desígnio de demonstrar o que melhor explica as variáveis.

Tabela 2 – Modelos de regressão linear

	Variável	Coefficiente	Erro padrão	Razão-t	P-valor
Modelo 1	const	0,214290	5,85812	0,03658	0,9710
R-quadrado = 0,136482	IM	0,229716	0,111244	2,065	0,0450 **
R-quadrado ajustado = 0,076237	NME	-2,84029	1,85057	-1,535	0,1322
P-valor(F) = 0,094449	TMC	-0,0363332	0,0290036	-1,253	0,2171
Modelo 2	Variável	Coefficiente	Erro padrão	Razão-t	P-valor
R-quadrado = 0,104968	const	0,416707	5,89366	0,07070	0,9440

R-quadrado ajustado = 0,064285	IM	0,179295	0,104376	1,718	0,0929 *
P-valor(F) = 0,087186	NME	-2,78980	1,86206	-1,498	0,1412

Modelo 3	Variável	Coefficiente	Erro padrão	Razão-t	P-valor
R-quadrado = 0,059307	const	-3,36829	5,39789	-0,6240	0,5358
R-quadrado ajustado = 0,038403	IM	0,178218	0,105807	1,684	0,0990 *
P-valor(F) = 0,099036					

Fonte: Dados da pesquisa.

Os três modelos foram estimados por meio de Mínimos Quadrados Ordinários. Ao verificar os valores dos coeficientes estimados para as variáveis independentes do Modelo 1, verifica-se que IM (Idade Média dos gestores da equipe) foi a variável que exibiu significância estatística a um nível de 5% (p -valor = 0.0450). O resultado do R-quadrado significa que o referido modelo explica perto de 13,65% do nível de capital de terceiros.

Saliente-se que o valor baixo do R-quadrado era esperado, assim como no trabalho de Bortoluzzi *et al.* (2016), uma vez que diversas outras características dos gestores e da empresa podem explicar o nível de endividamento. Atenta-se para a análise do comportamento das características do TMT na variação do nível de capital de terceiros.

Na estimação do Modelo 2 foi suprimida a variável TMC do alto escalão, uma vez que apresentou o p -valor mais alto (0.2171). Assim, houve redução no poder explicativo do Modelo, se comparado ao Modelo 1, tendo em vista que a variável explicativa foi eliminada. Contudo, o Modelo 2 é significativo a um nível de 10% (p -valor = 0,087186).

Na mesma linha, extinguiu-se no Modelo 3 a variável Nível médio educacional dos gestores da equipe por não oferecer significância estatística no Modelo 2. Ocorre que com isso o R2 apresentou redução de 10,5% para 5,93%. O Modelo 3 também apresenta significância apenas a um nível de 10%, com p -valor = 0,099036.

Como conclusão, é possível constatar que a idade média dos gestores do TMT afeta positivamente a participação de capital de terceiros das empresas do setor financeiro da amostra. Neste sentido, é possível aceitar a primeira hipótese de que a idade média dos gestores está positivamente relacionada com o nível de capital de terceiros das empresas. Em consonância com a literatura, equipe mais antiga tende a ser avessa ao risco e a escolher uma

estrutura de capital mais conservadora (CHEN *et al.*, 2010).

A hipótese 2 a qual descreve que o nível médio educacional está negativamente relacionado com o nível de capital de terceiros das empresas, não foi estatisticamente comprovada. Não obstante, tal achado permite a interpretação, com base nos Modelos 1 e 2, de que o nível médio educacional da equipe é negativamente associado com a variável nível de endividamento das empresas financeiras. Os resultados encontrados vão ao encontro das ponderações de Wiersema e Bantel (1992) e contrário a Bortoluzzi *et al.* (2016).

A terceira hipótese de que o tempo médio no cargo está negativamente relacionado com o nível de capital de terceiros das empresas não foi significativamente sustentada. Acredita-se que a elevada variação da média de idade entre as equipes não tenha favorecido a correlação com a variação do nível de capital de terceiros das respectivas empresas. Contudo, nota-se pelo Modelo 1 que o tempo médio no cargo da TMT está negativamente relacionada ao nível de capital de terceiros. Isso porque gestores com menos tempo de experiência na empresa podem estar mais propensos a assumir riscos, pois são obrigados a produzir resultados e a se mostrarem como gestores competentes. Gestores com mais tempo, por sua vez, podem ter uma abordagem mais avessa ao risco (KOR, 2006).

Por estarem mais comprometidos com o *status quo* da empresa, o tempo no cargo é um indicativo de que gestores mais experientes no cargo de gestão tendem a diminuir o uso de recursos de terceiros em prol do capital próprio.

5. Conclusões

A finalidade deste estudo foi analisar a relação entre as características do *Top Management Team* e a estrutura de capital das empresas financeiras listadas na Brasil, Bolsa, Balcão em 2018. Por meio da análise estatística pode-se constatar que idade média dos gestores do TMT tem uma relação positiva significativa com o nível de capitais de terceiros das companhias. Igualmente, uma maior maturidade dos membros da equipe pode torná-lo mais arrojado em relação ao endividamento da empresa.

No que diz respeito às características nível educacional médio e tempo médio no cargo do TMT, observou-se ausência de significância estatística. Ainda assim, ambas se mostraram negativas em relação à ao endividamento das empresas. Ou seja, quanto maior a média do

nível educacional e do tempo no cargo da TMT espera-se um menor nível de capital de terceiros na estrutura de capital da empresa.

O presente estudo apresenta algumas limitações, como por exemplo, a amostra, o período de análise e a quantidade de características observáveis da TMT. Igualmente, os achados alcançados não podem ser generalizados a outras empresas, setores e períodos.

Sugere-se que pesquisas futuras analisem o impacto de outras características observáveis da TMT, como por exemplo, experiência internacional, gênero ou dualidade dos membros nas equipes. Adicionalmente, avaliem a relação dessas características com os diferentes níveis de capital próprio e de terceiros, de investimento em pesquisa e desenvolvimento e de inovação.

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.

BANTEL, K. A.; JACKSON, S. E. Top management and innovations in banking: does the composition of the top management team make a difference? **Strategic Management Journal**, v. 10, p. 107-124, 1989.

BANY-ARIFIN, 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.

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.

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. 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: AMERICAS CONFERENCE ON INFORMATION SYSTEMS, 13., Praga. **Anais...** Praga, 2007.

DAVID, M.; NAKAMURA, W. T.; BASTOS, D. D. Estudo dos Modelos Trade-Off e Pecking Order Para as Variáveis Endividamento e Payout em empresas Brasileiras (2000-2006). **Revista de Administração Mackenzie**, v. 10, n. 6, p. 132-153, 2009.

ELRON, E. Top Management Teams within Multinational Companies: Effects of Cultural Heterogeneity. **Journal of International Business Studies**, v. 8, n. 4, p. 393-412, 1997.

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**, 9, 193-206, 1984.

HANOUSEK, J.; SHAMSHUR, A. A stubborn persistent: is the stability of leverage ratios determined by the stability of the economy. **Journal of Corporate Finance**, v. 17, n. 5, p. 1360-1376, 2011.

HIEBL, M. R. W. Upper echelons theory in management accounting and control research. **Journal of Management Control**, v. 24, n. 3, p. 223-240, 2014.

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.

KAYO, E. K. **A estrutura de capital e o risco das empresas tangível e intangível-intensiva: uma contribuição ao estudo da valoração de empresas.** 110 f. Tese (Doutorado em Administração) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. Universidade de São Paulo. São Paulo. 2002.

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.

LEMMON, M. L.; ROBERTS, M. R.; ZENDER, J. F. Back to the beginning: Persistence and the cross-section of corporate capital structure. **Journal of Finance**, v. 63, n. 4, p. 1575-1608,

2008.

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.

MWANGI, K. L. W.; MAKAU, M. S.; KOSIMBEI, G. Relationship between Capital Structure and Performance of NonFinancial Companies Listed In the Nairobi Securities Exchange. **Global Journal of Contemporary Research in Accounting, Auditing and Business Ethics (GJCRA) An Online International Research Journal**, v. 1, n. 2, p. 72-90, 2014.

MYERS, S. C. **Capital structure. Journal of Economic Perspectives**, v. 15, n. 2, p. 81–102, 2001.

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.

OCTAVIA, M.; BROWN, R. Determinants of bank capital structure in developing countries: regulatory capital requirement versus the standard determinants of capital structure. **Journal of Emerging Markets**, v. 15, n. 1, p. 50-62, 2010.

STRAUB, E.; ZECHER, C. Management control systems: A review. **Journal of Management Control**, v. 23, n. 4, p. 233–268, 2013.

TARANTIN JUNIOR, W.; VALLE, M. R. Capital structure: the role of the funding sources on which Brazilian listed companies are based. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 26, n. 69, p. 331-344, 2015.

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