

A INFLUÊNCIA DAS CARACTERÍSTICAS DOS CEOS NO ENDIVIDAMENTO DAS EMPRESAS

THE INFLUENCE OF CEO CHARACTERISTICS ON CORPORATE DEBT

YASMIM CLARICE RAMOS ABREU¹

Universidade Federal do Pará

<https://orcid.org/0009-0009-8186-7725>
yasmimclarice66@gmail.com

INAJÁ ALLANE SANTOS GARCIA

Universidade Federal de Alagoas

<https://orcid.org/0000-0002-7844-9743>
inaja.garcia@santana.ufal.br

RADJA FERREIRA CORRÊA

Universidade Federal do Pará

<https://orcid.org/0009-0003-9197-2760>
radjaferreira01@gmail.com

ANNANDY RAQUEL PEREIRA DA SILVA

Universidade Federal de Santa Catarina

<https://orcid.org/0000-0003-4636-2835>
annandyraquel@hotmail.com

RESUMO

O objetivo deste estudo foi analisar a relação entre as características pessoais e profissionais dos CEOs e o endividamento das empresas de capital aberto listadas na Brasil, Bolsa e Balcão. Para isso, adotou-se como suporte teórico a Teoria dos Escalões Superiores, e utilizou-se um modelo empírico de regressão múltipla. Foram analisadas 444 empresas no período de 2010 a 2021 e as características pessoais e profissionais investigadas foram: idade, gênero, experiência profissional, nível de escolaridade e tempo de mandato. Para analisar o endividamento das empresas foram utilizadas 6 métricas de endividamento, sendo: endividamento de curto prazo, endividamento de longo prazo, endividamento total em relação ao ativo total, endividamento total em relação ao patrimônio líquido, passivo oneroso em relação ao ativo total e passivo oneroso. As evidências da pesquisa apontam que o gênero e o tempo de mandato influenciam positivamente o endividamento das empresas, confirmando as hipóteses 2 e 5 desta pesquisa. Tais evidências contribuem com as próprias empresas, pois as características podem ser cautelosamente notadas e levadas em consideração na contratação de CEOs que portem o perfil apropriado aos parâmetros da organização. Sob a ótica dos *stakeholders*, os resultados podem contribuir para a decisão de investir ou se relacionar com determinada organização, pois através dos perfis dos CEOs poderão inferir se seus objetivos estão alinhados.

Palavras-chave: Endividamento. Teoria dos Altos Escalões. Características dos CEOs.

Editado em português e inglês. Versão original em português.

Versão do Artigo apresentada no 3º Congresso UFG de Contabilidade Controladoria e Finanças, forma online, de 4 a 5 de dezembro de 2023.

¹ **Endereço para correspondência:** Rua Augusto Corrêa, 01 | Guamá | 66075-110 | Belém/PA | Brasil.

Recebido em 19/08/2024. **Revisado em** 10/09/2024. **Aceito em** 31/10/2024 pelo Prof. Dr. Rogério João Lunkes (Editor-Chefe). **Publicado em** 02/12/2024.

Copyright © 2024 RCCC. Todos os direitos reservados. É permitida a citação de parte de artigos sem autorização prévia, desde que identificada a fonte.

ABSTRACT

This study aimed to analyze the relationship between the personal and professional characteristics of CEOs and the corporate debt of publicly traded companies listed on the Brazilian Stock Exchange (Brasil, Bolsa, Balcão). The research was grounded in the Upper Echelons Theory and employed a multiple regression empirical model. A total of 444 companies were analyzed over the period from 2010 to 2021. The personal and professional characteristics investigated included age, gender, professional experience, education level, and tenure. To assess corporate debt, six debt metrics were used: short-term debt, long-term debt, total debt-to-total assets, total debt-to-equity, interest-bearing liabilities-to-total assets, and total interest-bearing liabilities. The findings indicate that gender and tenure positively influence corporate debt, confirming hypotheses 2 and 5 of this study. These findings are valuable for organizations, as these characteristics can be carefully observed and considered when hiring CEOs with profiles aligned to organizational parameters. From a stakeholder perspective, the results may inform investment or engagement decisions with a given organization, as CEO profiles could help infer whether their goals align with those of the stakeholders.

Keywords: *Debt. Upper Echelons Theory. CEO Characteristics.*

1 INTRODUÇÃO

No cenário de mercado competitivo as empresas precisam tomar decisões estratégicas importantes, sendo essas a inovação de produtos, diversificação, aquisição, intensidade de capital, instalação e equipamentos novos, integração vertical e horizontal, alavancagem financeira e complexidade administrativa (Hambrick & Mason, 1984). Segundo Frank e Goyal (2009), uma dessas decisões é sobre a aquisição de recursos de terceiros, como o uso de financiamento por dívida que trata do reposicionamento da expectativa de alguns fluxos de caixas futuros aos acionistas em troca de recursos monetários no momento presente. Essa decisão de aumentar o endividamento ocorre por diversos fatores, seja para reinvestimento na própria organização, para não incorrer em inadimplência e posterior risco de falência ou para investir em uma oportunidade que poderá trazer retorno no longo prazo (Nukala & Prasada, 2021; Ferri et al., 2021; Ding et al., 2020).

O grau de endividamento, por exemplo, que integra a estrutura de capital da empresa, representa uma decisão significativa, considerando que pode comprometer a saúde financeira da organização, conduzindo-a à falência (Oliveira & Garcia, 2024). De acordo com Marion (2008), existem duas formas de analisar um elevado índice de endividamento nas empresas: primeiro, há o endividamento saudável, em que as organizações utilizam a dívida para investir em ativos, assegurando recursos para saldá-la; e, por outro lado, há o endividamento utilizado para quitar outras obrigações, colocando a organização em um ciclo que pode resultar em falência.

Para realizar essas escolhas estratégicas nas organizações, têm-se os *Chief Executive Officers* (CEOs), ocupantes do topo da hierarquia nas empresas, desempenhando primordialmente ações que possuem impacto dentro e fora das organizações (Fralich & Bitektine, 2020). A Teoria dos Escalões Superiores (TES), de Hambrick e Mason (1984), envolve esses profissionais do topo das empresas e preserva a ideia de que as características dos CEOs possuem a capacidade de influir nas tomadas de decisões estratégicas e, por consequência, nos resultados organizacionais. É nesse contexto que Hambrick e Mason (1984) defendem que algumas características sociodemográficas e observáveis podem ser consideradas *proxies* razoáveis para representar as diferenças existentes entre cognições, valores e percepções dos gestores dos altos escalões. Bouaziz et al. (2020) inferiram que características e experiências dos CEOs têm influência nas suas tomadas de decisões e nos resultados organizacionais.

Algumas pesquisas analisaram empiricamente a influência das características do CEO sobre os efeitos do gênero e tempo de posse do CEO em uma organização, como por exemplo a pesquisa de Peni (2014), que analisou 305 empresas estadunidenses listadas no índice de mercado *Standard and Poor's 500* (S&P 500). O estudo de Bai et al. (2018) investigou 1479 empresas chinesas, e descobriu que a educação dos CEOs é um fator capaz de atingir as decisões da organização. Wang et al. (2016) discutem sobre a relevância das experiências profissionais desses gestores para a tomada de decisões estratégicas, a partir da análise de 308 estudos relacionados à temática. O estudo de Naseem et al. (2020), realizado com 179 empresas paquistanesas, investigou a idade de um executivo e sua tendência a se envolver em comportamentos de risco, pois espera-se que à medida que a idade avance, os líderes se tornem mais avessos ao risco e conservadores, ao contrário dos mais jovens. A pesquisa de Oliveira e Garcia (2024) aponta que CEOs com maiores traços de personalidade narcisista estão associados a um aumento no endividamento total, de curto e de longo prazo das empresas.

Levando em conta a particularidade do mercado de capitais brasileiro, que ainda é considerado em desenvolvimento e com estrutura de propriedade concentrada nas mãos de poucos acionistas, conforme mencionado por Garcia e Silva (2021), optou-se por investigar as empresas brasileiras, a fim de encontrar evidências e verificar se mesmo diante dessa limitação, as características pessoais e profissionais dos CEOs afetam o desempenho financeiro das organizações.

A respeito dessa temática, o estudo de Bortoluzzi et al. (2016) verificou a influência das características observáveis dos executivos do alto escalão no endividamento das empresas brasileiras listadas no setor cíclico da B3; as características estudadas foram: idade, formação e tempo na função. Além desse, o estudo de Mouta e Meneses (2021) analisou o impacto das características psicológicas e observáveis do CEO na cultura e nos silos organizacionais, enquanto o de Garcia e Silva (2021) estudou as características relacionadas à *performance* financeira. Lopes (2022) relacionou essas características observáveis (idade, gênero e expertise financeira) e não observáveis (narcisismo) com o tom de divulgações narrativas.

Diante desse cenário, o presente estudo busca analisar não apenas três características como o de Bortoluzzi et al. (2016), mas cinco, sendo elas: idade, tempo de posse/mandato, experiência profissional, nível de escolaridade e gênero. Além disso, diferente dos estudos de Mouta e Meneses (2021), Garcia e Silva (2021) e Lopes (2022), o presente estudo tem como foco a relação das características observáveis com o endividamento, além de ser realizado em um período diferente de análise, sendo de 2010 a 2021, ou seja, a partir do ano em que houve mudança nas normas contábeis brasileiras, convergindo com as IFRS.

Portanto, esta pesquisa tem como objetivo analisar a relação entre as características pessoais e profissionais dos CEOs e o endividamento das empresas de capital aberto listadas na Brasil, Bolsa e Balcão (B3). Espera-se que este estudo auxilie na compreensão acerca do impacto sofrido pelo endividamento das empresas brasileiras em detrimento das diversas características dos CEOs, que são os maiores responsáveis pelo delineamento das metas organizacionais.

Ao buscar na literatura sobre a relação entre as características do CEO e o endividamento, ainda não é absolutamente clara e essa é justamente uma das inovações do artigo, já que se trabalha as diferentes características do CEO. Encontra-se no contexto nacional estudos que buscaram investigar as características observáveis do CEO com o desempenho organizacional (Lunkes et al., 2019), o gerenciamento de resultados (Silva, 2022, Sprenger et al., 2017), a performance financeira (Garcia & Silva, 2021) e na probabilidade de sobrevivência das companhias (Garcia et al., 2022). Este artigo busca preencher essa lacuna ao investigar as características dos CEOs e suas possíveis implicações no comportamento financeiro. Tal estudo é relevante no sentido de realçar a importância dos gestores nas decisões estratégicas e perceber quais as características desses profissionais podem impactar no endividamento das organizações. Associado a isso, vale ressaltar

que artigos como esse são significativos por causa da colaboração com a literatura em relação à TES, expondo a relevância dos gestores.

Este artigo contribui para a literatura anterior sobre os atributos do CEO e a estrutura de capital em diversos aspectos. Em primeiro lugar, um conjunto abrangente de características dos CEOs e sua influência sobre as decisões financeiras das organizações foi analisado, ampliando a literatura existente acerca da temática. Explorou-se as ideias propostas pelo modelo de escalões superiores. Em segundo lugar, examinou-se os atributos dos CEOs em um país em desenvolvimento, em que a concentração de participações acionárias é elevada, o que pode gerar diferenças em relação aos países industrializados (Kaur & Singh, 2021). Até o momento, há poucas evidências sobre a relevância das características dos CEOs, especialmente em um contexto de países emergentes como o Brasil, no que tange às decisões de alavancagem (Corrêa et al., 2024). As contribuições da presente pesquisa também são importantes às próprias empresas, pois as características podem ser cautelosamente notadas e levadas em consideração quando na contratação de CEOs que portem o perfil apropriado aos parâmetros da organização. É relevante evidenciar que esse estudo se justifica no sentido de destacar a importância dos CEOs nas decisões estratégicas e financeiras das organizações.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Teoria dos Escalões Superiores e Características dos CEOs

A Teoria dos Escalões Superiores (TES) foi introduzida originalmente por Hambrick e Mason (1984), a qual é usada como base teórica para justificar as relações entre a *Top Management Team* (TMT) e performance organizacional (Garcia et al., 2022). Essa teoria defende que os resultados e processos estratégicos organizacionais são uma função das características gerenciais dos gestores superiores ou gestores de topo que podem influenciar no processo decisório, dentre elas: idade, formação, posição financeira e experiência (Hambrick & Mason, 1984). A TES considera que os CEOs, devido às suas características e habilidades específicas, têm poder para influenciar a criação de valor da empresa, as escolhas estratégicas e as decisões de relatórios financeiros das empresas (Rodríguez, Gaspar, & Sánchez, 2020, Silva, 2022).

As características do CEO podem ser usadas para prever o comportamento e o papel no sucesso organizacional (Hambrick & Mason, 1984). Os autores You et al. (2020) também concordam com essa linha de pensamento e argumentam que os atributos do CEO impactam os processos estratégicos de tomada de decisão. De tal forma, tais informações podem influenciar toda dinâmica do processo de decisão e também a forma como isso afeta o desempenho da empresa, nomeadamente em termos de crescimento de vendas e retorno sobre o investimento e os ativos (Peterson et al., 2003). Logo, as características de personalidade influenciam a maneira como os CEOs processam as informações sobre suas capacidades, a empresa e o ambiente (Finkelstein et al., 2009, Bsoul et al., 2022).

2.2 O endividamento das empresas brasileiras

Para entender como uma organização pode levantar capital para potencializar seu valor, pesquisadores desenvolveram teorias que fornecem explicações para o ajuste dos níveis de endividamento das organizações (Hang et al., 2017). No final dos anos 1950 e início dos anos 1960, as pesquisas de Modigliani e Miller (1958; 1963) foram referências nos trabalhos para entender como as organizações devem se financiar para maximizar seu valor. Considerada uma das áreas mais complexas da tomada de decisões financeiras em virtude da interação com outras variáveis de decisão em finanças (Gitman, 2010), a estrutura de capital pode ser compreendida como a combinação de capital de terceiros e capital próprio de uma empresa, que são utilizados tanto em atividades de financiamento da operação, como em atividades de investimento.

Brito et al. (2007) apontam que a estrutura de capital refere-se a como as empresas usam capital próprio e capital de terceiros para financiar seus ativos. Para esses autores, o primeiro refere-se aos recursos fornecidos por sócios ou acionistas de uma empresa, enquanto o segundo aos recursos obtidos por meio de dívidas de curto ou de longo prazo. Nesse sentido, empresas em diferentes países, mercados ou setores podem utilizar diferentes estruturas, considerando suas necessidades de capital para desenvolver suas atividades (Brito et al., 2007). Para corroborar com isso, Myers (2020) explora essa questão ao analisar que a estrutura de capital das empresas é influenciada pela relação entre custo do capital e os riscos associados ao endividamento. Enquanto Modigliani e Miller (1963) oferecem uma análise clássica sobre como a alavancagem pode impactar o valor da empresa, ao enfatizar que o aumento de dívida pode elevar o valor da empresa devido aos benefícios fiscais, porém, aumentando o risco de falência.

As decisões de estrutura de capital levam em consideração os impostos, com base no fato de que as organizações podem ser estruturadas com grandes parcelas de dívida, ou seja, preferem utilizar capital de terceiros ao invés de capital próprio, em virtude das vantagens fiscais advindas dos juros (Pamplona et al., 2020). A *trade-off theory* de estrutura de capital foi fortalecida com desenvolvimentos subsequentes por meio do entendimento de que as empresas têm um nível ótimo de endividamento que é determinado pelos custos e benefícios de empréstimos, ou seja, há um equilíbrio entre as vantagens fiscais dos juros e os custos de falência ou complicações financeiras (Myers, 1984; Naseem et al., 2020; Loukil e Yousfi, 2023). Os custos de falência aparecem em detrimento de altos níveis de endividamento: quanto mais endividada for a empresa, maiores serão seus custos de falência (Modigliani & Miller, 1963).

Destaca-se também que quanto mais altos forem os níveis de endividamento de uma empresa, maior é o risco de insolvência por parte dos credores (Bortoluzzi et al., 2016), bem como o risco advindo das dificuldades financeiras da empresa afetará os acionistas (Durand, 1952). Infere-se, assim, que quanto maior for a alavancagem financeira, maiores também são as chances de que determinada empresa não cumpra com suas obrigações de dívida (Pour, 2015).

As discussões iniciadas após os estudos seminais de Modigliani e Miller (1958; 1963), sobre os determinantes do endividamento empresarial, buscam encontrar relações dos níveis de endividamento com as características do mercado, das próprias empresas e do setor. Destarte, há um aumento de literaturas sobre a importância do CEO e as consequências adversas da sua influência na organização (Schopohl et al., 2021; Asiamah et al., 2023; Corrêa et al., 2024; Heriyanto, 2024).

2.3 A influência das características do CEO no endividamento das empresas

Em um estudo na década de 80, os autores precursores da TES, Hambrick e Mason (1984), destacaram que as decisões de endividamento podem sofrer influência de características pessoais e habilidades específicas dos CEOs. Segundo Harris e Raviv (1991), a captação de recursos por meio de capital de terceiros se deve em parte à preocupação dos CEOs com sua reputação, alertando que os CEOs preferem projetos que lhes tragam mais sucesso do que as preferências dos acionistas, o que pode levar a índices de endividamento mais altos. Portanto, Mogha e Williams (2020) ressaltam que, tanto o capital financeiro, quanto o capital humano, exercem impacto na escolha da estrutura de capital das empresas.

O estudo de Silva (2022) aponta que empresas com gestores mais jovens apresentam maiores taxas de crescimento e maior variabilidade na lucratividade. Portanto, a idade dos CEOs, segundo Naseem et al. (2020), influencia na tendência de se submeterem a comportamentos de riscos, pois com o decorrer dos anos e o envelhecimento, os CEOs tendem a se tornar menos propensos aos riscos, comportamento oposto ao dos executivos mais jovens. De acordo com Hambrick e Mason (1984), por exemplo, CEOs mais jovens tendem a tomar decisões mais arriscadas do que CEOs mais velhos, e isso é refletido em seu comportamento estratégico e, ao

longo do tempo, no desempenho da empresa. Neste sentido, tem-se a seguinte hipótese de pesquisa:

Hipótese 1: A idade está negativamente relacionada ao endividamento das empresas.

Tal proposição significa que os CEOs mais jovens são propensos a assumir riscos, são excessivamente confiantes e tendem a exagerar sua capacidade gerencial (Tee et al., 2021). Estudos anteriores sugerem que os CEOs mais jovens estão associados a políticas corporativas arriscadas (Serfling, 2014; Yeoh & Hooy, 2020), e menor qualidade de ganhos (Huang et al., 2012; Davis & García-Cestona, 2023), em oposição aos CEOs mais velhos.

O tempo de posse do CEO é o período total em que ele atuou nessa função. De acordo com Ting et al. (2015), a posse do CEO influencia significativamente a tomada de decisões, particularmente em decisões de alavancagem financeira. Luo et al. (2014) analisaram como o tempo de mandato do CEO afeta o desempenho da empresa e descobriram que existe uma relação positiva com a força do relacionamento entre a empresa e seus funcionários e uma relação negativa com a força do vínculo da instituição e seus clientes, bem como tem um efeito sobre o desempenho da empresa. Outros estudos revelaram que o tempo de gestão do CEO está negativamente relacionado ao comportamento estratégico da empresa e positivamente relacionado ao desempenho futuro da empresa (Wang et al., 2016). Essa característica pode estabelecer um vínculo com os fatores internos da organização, como assunção de riscos, comunicação ou integração social (Eisenhardt & Schoonhoven, 1996). Conforme o tempo de posse aumenta, os CEOs desenvolvem maior confiança e se tornam mais capacitados para enfrentar desafios em suas decisões financeiras (Naseem et al., 2020). Com essa crescente confiança, eles tendem a assumir riscos financeiros mais elevados, utilizando maior alavancagem de dívida para otimizar o desempenho financeiro da empresa (Heriyanto, 2024). Com base nesses indícios, propõe-se a seguinte hipótese de pesquisa:

Hipótese 2: O tempo de posse está positivamente relacionado ao endividamento das empresas.

Espera-se que essa relação seja positiva, uma vez que quanto mais tempo exercendo o cargo de CEO na empresa, maior é a probabilidade de o CEO influenciar a capacidade da organização de desenvolver competências de coordenação interna (Mouta & Meneses, 2021). Essa característica influencia a capacidade da organização de criar e desenvolver redes informais, refletida na forma como os funcionários se relacionam entre si para realizar seu trabalho, independentemente de quaisquer limites departamentais ou firmes que possam existir, ou de como a empresa é vista dentro da indústria (Mouta & Meneses, 2021).

A experiência profissional está relacionada com a experiência de CEOs que desempenham um papel importante na indústria ou por outro meio organizacional ou com ações estratégicas. A experiência de carreira anterior em qualquer área de especialização ou função prepararia melhor um CEO para desenvolver as ações estratégicas de sua empresa (Wang et al., 2016). Isso pode ter algum impacto na tomada de decisão estratégica de uma organização, porque à medida que a carreira dos CEOs avança, mais preocupados eles ficam com os seus legados e, conseqüentemente, menos dispostos a buscar novas iniciativas e lançar investimentos arriscados que ameacem esses legados (Matta & Beamish, 2008). Em média, CEOs inexperientes tendem a ser mais conservadores do que seus pares mais experientes. À medida que a experiência do CEO aumenta, a aversão à dívida do CEO diminui (Lauson, 2022). Também é interessante mencionar que a experiência do CEO provou ser negativamente correlacionada com o custo da dívida (Matemilola et al., 2018). Espera-se que a relação seja negativa, uma vez que quanto maior a experiência profissional, mais ampla são as experiências, o que leva a uma avaliação melhor e mais completa de alternativas, uma vez que o CEO tem acesso a um conjunto maior de perspectivas e habilidades (Simons et al., 1999).

Hipótese 3: A experiência profissional está negativamente relacionada ao endividamento das empresas.

A educação formal de um CEO é definida por sua escolaridade, na maioria das vezes. A formação acadêmica de um líder revela os conhecimentos, valores e habilidades que podem influenciar o desempenho organizacional, se eles estiverem mais bem preparados para interpretar o ambiente (Hambrick & Mason, 1984). Embora os CEOs altamente qualificados sejam vistos como um ativo valioso na gestão de empresas, eles também podem, em algumas situações, impactar negativamente o desempenho das organizações (Chua et al., 2022). Zhou e Wang (2014) afirmam que a educação representa um investimento pessoal para os CEOs, o que leva a uma expectativa de retorno proporcional ao seu nível de qualificação. Como resultado, esses líderes tendem a adotar estratégias financeiras mais arriscadas. Nessas condições, CEOs altamente qualificados podem demonstrar excesso de confiança, assumindo riscos desnecessários que podem comprometer o desempenho geral da empresa (Sitthipongpanich & Polsiri, 2015). Ting et al. (2015), ao analisarem empresas da Malásia, perceberam que quanto maior o nível de escolaridade, maior era o endividamento da organização. Logo, o nível de escolaridade e o endividamento estão atrelados, pois, quanto maior o nível de escolaridade dos gestores do alto escalão, maior tende a ser o endividamento, pois eles possuem mais vantagens em relação às estratégias financeiras de alto risco (Chua et al., 2021). Estudos como o de Frank e Goyal (2007) e Chua et al. (2020) encontraram resultados que ressaltam a relação positiva do nível de conhecimento dos CEOs e o endividamento. De tal forma, propõe-se a seguinte hipótese de pesquisa:

Hipótese 4: O nível de escolaridade está positivamente relacionado ao endividamento das empresas.

No que se refere ao gênero, Faccio et al. (2016) argumentam que CEOs do sexo feminino evitam oportunidades de investimento e financiamento mais arriscadas. Já Schubert (2006) diz que CEOs mulheres tendem a ser mais conservadoras e avessas ao risco do que os homens. Ashafoke et al. (2021) destacam que as diferenças éticas entre os gêneros têm sido bastante estudadas, homens e mulheres diferem em valores e interesses em sua propensão para a conduta antiética nas empresas, pois os homens estão mais interessados em benefícios potenciais e seu sucesso e para isso aceitam quebrar regras para o sucesso empresarial, enquanto as mulheres buscam relacionamentos harmoniosos e gostam de ajudar os outros, são mais sociáveis em valores e menos antiéticas (Silva, 2022). Mulheres tomam menos dívida por uma maior aversão ao risco e/ou por substituírem o endividamento no papel de controle dos problemas de agência. Isso pode, de alguma forma, influenciar nas decisões estratégicas da organização e, conseqüentemente, na política de alavancagem das empresas (Schopohl et al., 2021). Diante de tal cenário, tem-se a seguinte hipótese de pesquisa:

Hipótese 5: O gênero masculino está positivamente relacionado ao endividamento das empresas.

3 PROCEDIMENTOS METOLÓGICOS

3.1 Definição da Amostra do Estudo e Coleta de Dados

A população deste estudo é formada por companhias abertas listadas na Brasil, Bolsa, Balcão (B3) com ações ativas no ano de 2022, sendo excluídas as que são do setor financeiro, devido a sua particularidade quanto às normas contábeis e a estrutura de capital, a exemplo do que foi feito por Oliveira e Garcia (2024). Além disso, também foram excluídas as empresas que não possuíam todos os dados necessários. Sendo assim, a amostra final ficou constituída de 444 empresas. Os dados necessários para as variáveis das características foram coletados no Formulário de Referência (FR) de forma manual, sendo empresa por empresa e ano a ano, e a coleta de dados financeiros das empresas foi feita mediante o uso da base de dados da Economática®.

O período da pesquisa contempla os anos de 2010 a 2021; o período com início em 2010 foi escolhido por ter sido o ano da adoção obrigatória do padrão *International Financial Reporting*

Standards (IFRS) pelas empresas brasileiras, que modificou alguns métodos de contabilização a partir de então, e porque a partir desse ano foi exigido o Formulário de Referência (FR), tornando obrigatória a divulgação da maioria dos dados dos executivos. O ano de 2021 foi escolhido por ser o ano mais recente com todas as informações financeiras anuais das empresas disponíveis, no momento da coleta em 2023.

3.2 Modelo Econométrico e Variáveis da Pesquisa

À luz da Teoria dos Altos Escalões, desenvolvida por Hambrick e Mason (1984), buscou-se analisar a influência das características observáveis dos CEOs no endividamento das empresas. Na Tabela 1 estão evidenciadas todas as variáveis independentes do estudo, bem como as respectivas métricas e autores que já se utilizaram dessas variáveis, conforme segue:

Tabela 1

Variáveis independentes que representam as características dos CEOs

| Variáveis | Métricas | Autores |
|---------------------------------------|--|---|
| <i>Idade (IDA)</i> | Idade do CEO em anos. | Bortoluzzi et al. (2016); Sprenger et al. (2017); Garcia e Paulo (2019); Bouaziz et al. (2020); Silva (2022). |
| <i>Tempo de posse (TEM)</i> | Número de anos de gestão no cargo de CEO da empresa. | Huang et al. (2012); Naseem et al. (2020), Garcia e Silva (2021). |
| <i>Experiência profissional (EXP)</i> | Representada por uma variável <i>dummy</i> , que assume o valor 1 se o CEO já ocupou este cargo em períodos anteriores e 0 caso contrário. | Ting et al. (2015); Sprenger (2017). |
| <i>Nível de escolaridade (ESC)</i> | Classificação 0 quando não possui graduação, 1 quando possui graduação, 2 quando possui especialização e/ou MBA, 3 quando possui mestrado e 4 quando possui doutorado. | Bortoluzzi et al. (2016); Garcia e Silva (2021). |
| <i>Gênero (GEN)</i> | Variável <i>Dummy</i> , sendo 1 quando o CEO for do gênero masculino, e 0 caso seja do gênero feminino. | Sprenger et al. (2017); Bouaziz et al. (2020); Eriandani (2021); Silva (2022). |

Na Tabela 2 estão as variáveis dependentes e de controle, bem como a forma de cálculo de cada uma delas e, ainda, os autores que utilizaram tais medidas em estudos anteriores. As variáveis dependentes são as métricas de endividamento das empresas: Endividamento de Curto Prazo (*END_CP*), Endividamento de Longo Prazo (*END_LP*), Endividamento Total em relação ao ativo total (*ET_AT*), Endividamento Total em relação ao patrimônio líquido (*ET_PL*), Passivo Oneroso em relação ao ativo total (*PO_AT*), Passivo Oneroso (*PO_CI*). As variáveis de controle são: Tangibilidade dos ativos (*TANG*), Retorno sobre o ativo (*ROA*), *Market to Book (MTB)* e Tamanho (*TAM*).

Tabela 2

Variáveis dependentes e de controle utilizadas na pesquisa

| Variáveis | Descrições | Métricas | Autores |
|------------------------------|------------------------------|----------------------------------|--|
| <i>Variáveis Dependentes</i> | | | |
| <i>END_CP</i> | Endividamento de Curto Prazo | Passivo Circulante / Ativo Total | Brito et al. (2007); Costa et al. (2019); Souza et al. (2022). |

| | | | |
|------------------------------|--|--|---|
| <i>END_LP</i> | Endividamento de Longo Prazo | Passivo não Circulante / Ativo Total | Brito et al. (2007); Costa et al. (2019); Fonseca et al. (2021); Costa et al. (2019); Souza et al. (2022). |
| <i>ET_AT</i> | Endividamento Total (em relação ao ativo total) | Passivo Circulante + Passivo não Circulante / Ativo Total | Berger et al. (1997); Brito et al. (2007); Costa et al. (2019); Souza et al. (2022). |
| <i>ET_PL</i> | Endividamento Total (em relação ao patrimônio líquido) | Passivo Circulante + Passivo não Circulante / Patrimônio Líquido | Berger et al. (1997); Brito et al. (2007); Deangelo e Roll (2015); Bortoluzzi et al. (2016). |
| <i>PO_AT</i> | Passivo Oneroso (em relação ao ativo total) | Passivo Oneroso / Ativo Total | Machado et al. (2010). |
| <i>PO_CI</i> | Passivo Oneroso | Passivo Oneroso / Capital Investido | Machado et al. (2010); Cavalcanti et al. (2018). |
| <i>Variáveis de Controle</i> | | | |
| <i>TANG</i> | Tangibilidade dos ativos | Ativo Imobilizado / Ativo Total | Cavalcanti et al. (2018); Avelar et al. (2019); Oliveira e Garcia (2024); Heckenbergerová e Honkova (2023). |
| <i>ROA</i> | Retorno sobre o ativo | Resultado Operacional / Ativo Total | Nakamura et al. (2007); Ndaki et al. (2018); Quiraque et al. (2022); Heckenbergerová e Honkova (2023). |
| <i>MTB</i> | <i>Market to Book</i> | Valor de Mercado / Patrimônio Líquido | Nakamura et al. (2007); Cavalcanti et al. (2018); Quiraque et al. (2022). |
| <i>TAM</i> | Tamanho | <i>Ln</i> (Ativo Total) | Avelar et al. (2019); Quiraque et al. (2022); Oliveira e Garcia (2024); Silva e Banda (2022). |

Após a coleta das variáveis, foi utilizado como modelo econométrico a Regressão Múltipla, utilizando-se o método dos mínimos quadrados ordinários (MQO) com dados organizados em forma de painel. Para que isso fosse possível, foram estimadas 6 equações, sendo uma para cada medida de endividamento, conforme as Equações:

$$END_CP = \alpha + b_1IDA + b_2TEM + b_3EXP + b_4ESC + b_5GEN + b_6TANG + b_7ROA + b_8MTB + b_9TAM + \varepsilon$$

(Equação 1)

$$END_LP = \alpha + b_1IDA + b_2TEM + b_3EXP + b_4ESC + b_5GEN + b_6TANG + b_7ROA + b_8MTB + b_9TAM + \varepsilon$$

(Equação 2)

$$ET_AT = \alpha + b_1IDA + b_2TEM + b_3EXP + b_4ESC + b_5GEN + b_6TANG + b_7ROA + b_8MTB + b_9TAM + \varepsilon$$

(Equação 3)

$$ET_PL = \alpha + b_1IDA + b_2TEM + b_3EXP + b_4ESC + b_5GEN + b_6TANG + b_7ROA + b_8MTB + b_9TAM + \varepsilon$$

(Equação 4)

$$PO_AT = \alpha + b_1IDA + b_2TEM + b_3EXP + b_4ESC + b_5GEN + b_6TANG + b_7ROA + b_8MTB + b_9TAM + \varepsilon$$

(Equação 5)

$$PO_CI = \alpha + b_1IDA + b_2TEM + b_3EXP + b_4ESC + b_5GEN + b_6TANG + b_7ROA + b_8MTB + b_9TAM + \varepsilon$$

(Equação 6)

Para as estimações das equações dispostas anteriormente foram realizados todos os testes para verificação dos pressupostos estatísticos, os quais apresentaram-se adequados ao painel com efeitos fixos e robustos. Os resultados das equações estão elencados na análise de resultados.

4. APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

4.1 Estatísticas Descritivas

Com relação à idade (IDA), a média encontrada entre os gestores é de 53 anos, sendo a mínima 24 e a máxima 91. O estudo de Naseem et al. (2020), ao analisar empresas paquistanesas, encontrou uma média de 46 anos, sendo a mínima 32 e máxima 69, no entanto a amostragem utilizada era de 179 empresas. Vintila e Gherghina (2012), ao analisarem as empresas da bolsa de valores de Nova York, obtiveram a IDA mínima de 34 e a máxima 75, a média do estudo foi de 54 anos. Percebe-se que nas empresas listadas na B3, CEOs assumem esse cargo quando mais jovens, sendo o mínimo de idade encontrado, 24 anos.

Tabela 3

Estatísticas descritivas da amostra final do estudo

| Variáveis | Número de observações | Média | Desvio Padrão | Mínimo | Máximo |
|-----------|-----------------------|--------|---------------|---------|--------|
| TEM | 1.283 | 4,686 | 3,795 | 1 | 26 |
| IDA | 1.283 | 53,477 | 9,275 | 24 | 91 |
| GEN | 1.283 | 0,957 | 0,200 | 0 | 1 |
| EXP | 1.283 | 0,871 | 0,334 | 0 | 1 |
| ESC | 1.283 | 1,523 | 0,829 | 0 | 4 |
| END_CP | 1.283 | 0,307 | 0,290 | 0,001 | 3,055 |
| END_LP | 1.283 | 0,346 | 0,285 | 0 | 4,300 |
| ET_AT | 1.283 | 0,653 | 0,449 | 0,847 | 5,086 |
| ET_PL | 1.283 | 1,893 | 5,472 | -73,385 | 57,772 |
| PO_AT | 1.283 | 0,286 | 0,217 | 0 | 3,025 |
| PO_CI | 1.283 | 0,362 | 1,549 | -33,865 | 22,182 |
| TANG | 1.283 | 0,229 | 0,208 | 0 | 0,826 |
| ROA | 1.283 | 0,679 | 0,127 | -1,418 | 1,240 |
| MTB | 1.283 | 1,770 | 2,842 | -28,626 | 39,033 |
| TAM | 1.283 | 15,060 | 1,949 | 9,088 | 20,725 |

A Tabela 3 apresenta as estatísticas descritivas das características dos CEOs nas formas de valores médios, desvio padrão, mínimo e máximo. Com relação à variável de tempo de mandato (TEM) observa-se que o intervalo é de 1 a 26 anos, com média de 4,7 anos de serviço na empresa, o que significa que, em média, o tempo que um CEO permanece nesse cargo na empresa é de aproximadamente 4 anos e meio.

A variável gênero (GEN) possui valor 0 para CEOs do gênero feminino e valor 1, indicando CEOs do gênero masculino. A média de 0,957 indica que a maioria dos CEOs (cerca de 95,7%) é do gênero masculino, enquanto aproximadamente 4,3% são do gênero feminino. Já a variável experiência profissional (EXP) possui valor 0 para CEOs que não possuem experiência anterior no cargo e valor 1, indicando que o CEO possui experiências anteriores nesse cargo. A média de 0,871 aponta que cerca de 87,1% dos CEOs já exerceram o cargo de CEO em períodos anteriores, enquanto cerca de 12,9% não possuem essa experiência prévia. A variável do Nível de escolaridade (ESC) dos gestores possui valor mínimo 0 e máximo 4, indicando que na amostra há CEOs que não possuem graduação e também CEOs que possuem doutorado. Em relação à média, os CEOs têm um nível de escolaridade próximo de "graduação" (grupo 1). Contudo, é importante evidenciar que essa média é uma métrica geral e não indica a distribuição exata entre as categorias.

Quanto às variáveis dependentes, o Endividamento de Curto Prazo (END_CP) possui uma média de 0,307, indicando que, em média, o passivo circulante representa aproximadamente

30,7% do total de ativos. Já o Endividamento de Longo Prazo (END_LP) possui valor mínimo de 0 (zero), apontando que na amostra há empresas que não possuem dívidas no longo prazo, concentrando todas as suas obrigações no curto prazo. O valor máximo de 4,300 sugere que por outro lado, algumas empresas possuem um endividamento elevado em relação ao ativo.

No Endividamento Total em relação ao ativo total (ET_AT), o resultado da média demonstra que, em média, o passivo circulante mais o passivo não circulante representam aproximadamente 65,3% do total do ativo. Isso indica que as empresas da amostra possuem um endividamento moderado relacionado aos ativos. No que se refere ao Endividamento Total em relação ao Patrimônio Líquido (ET_PL), a média foi de 1,893; tal resultado indica que, em média, as empresas da amostra possuem um endividamento total maior que o patrimônio líquido.

A média do Passivo Oneroso em relação ao ativo total (PO_AT) foi de 0,286, indicando um perfil relativamente conservador. Já o Passivo Oneroso em relação ao capital investido (PO_CI), apresentou uma média de 0,362. O valor mínimo observado na amostra foi de 33,865, ao mesmo tempo que o valor máximo de 22,182, revelando que algumas empresas possuem um passivo oneroso maior que o capital investido, tal fator pode ser alarmante em relação à sua saúde financeira.

4.2 Estatísticas Inferenciais

Nota-se que para a Equação 1, que se refere ao endividamento de curto prazo (END_CP), nenhuma das variáveis das características do CEO foi significativa. Já com relação às variáveis de controle, mostraram-se significativas as variáveis ROA e TAM no nível de 1%, já a variável MTB foi relevante a 5%. Conforme a Equação 2, a qual se refere ao endividamento de longo prazo (END_LP), dentre as variáveis das características apenas as variáveis gênero (GEN) e escolaridade (ESC) foram significativas, tendo significância de 1%. Com relação às variáveis de controle, apenas MTB não se mostrou significativa. Já na Equação 3, sobre o Endividamento Total em relação ao ativo total (ET_AT), das variáveis das características, apenas o TEM e o GEN apresentaram significância estatística; ambas foram significantes a 5%. Nas variáveis de controle, assim como na Equação 2, a TANG, ROA e TAM foram significativas, sendo a TANG a 5%, o ROA e o TAM a 1%.

Tabela 4

Estatísticas inferenciais do modelo, referente ao período de 2010 a 2021

| | <i>Variáveis Dependentes</i> | | | | | |
|------|-------------------------------------|-------------------------------------|------------------------------------|------------------------------------|------------------------------------|------------------------------------|
| | <i>(Equação 1)</i> END_CP | <i>(Equação 2)</i> END_LP | <i>(Equação 3)</i> ET_AT | <i>(Equação 4)</i> ET_PL | <i>(Equação 5)</i> PO_AT | <i>(Equação 6)</i> PO_CI |
| TEM | 0,001 (0,92) | 0,004 (1,71) | 0,005** (2,46) | 0,071* (1,88) | 0,010*** (5,04) | 0,015** (2,26) |
| IDA | 0,000 (1,02) | 0,001 (1,74) | 0,001 (1,30) | 0,002 (0,17) | -0,001*** (-4,55) | -0,005** (-2,28) |
| GEN | 0,017 (1,01) | 0,043*** (3,16) | 0,064** (2,46) | -1,025 (-1,52) | 0,029** (2,47) | 0,028 (0,47) |
| EXP | -0,005 (-0,28) | -0,019 (-0,84) | -0,023 (-0,84) | -0,172 (-0,47) | -0,004 (-0,31) | -0,070 (-0,66) |
| ESC | -0,002 (-0,25) | 0,021*** (3,86) | 0,017 (1,54) | -0,099 (-1,19) | 0,006 (0,87) | -0,059*** (-3,59) |
| TANG | 0,018 (0,50) | 0,108*** (3,86) | 0,126** (2,44) | -0,486 (-1,11) | 0,115*** (4,29) | -0,248 (-1,36) |
| ROA | -0,646*** (-3,44) | -0,837*** (-4,49) | -1,499*** (-5,36) | -4,209* (-1,87) | -0,313** (-2,78) | 1,524 (1,63) |
| MTB | -0,003** (-2,60) | -0,000 (-0,06) | -0,003 (-0,98) | 0,663*** (8,59) | 0,003 (1,27) | -0,013** (-2,50) |
| TAM | -0,025*** (-9,48) | 0,015*** (6,06) | -0,010*** (-4,27) | 0,240*** (4,31) | 0,023*** (9,67) | 0,059** (2,87) |

| | | | | | | |
|----------------------|---------------------|--------------------|--------------------|-------------------|---------------------|-------------------|
| Const. | 0,686*** (11,54) | 0,017*** (0,32) | 0,724*** (8,42) | -1,680 (-1,06) | -0,080** (-2,31) | -0,226 (-0,53) |
| Observ. | 1.283 | 1.283 | 1.283 | 1.283 | 1.283 | 1.283 |
| Prob > F | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| R² | 0,11 | 0,16 | 0,18 | 0,13 | 0,12 | 0,02 |

Legenda: *** significativo a 1%. ** significativo a 5%. * significativo a 10%. Tempo de mandato (TEM), Idade do CEO (IDA), Gênero do CEO (GEN), Experiência do CEO (EXP), Escolaridade do CEO (ESC), Tangibilidade dos Ativos (TANG), Retorno dos Ativos (ROA), *Market-Book* (MTB), Tamanho da Empresa (TAM), Endividamento de curto prazo (END_CP), Endividamento de Longo Prazo (END_LP), Endividamento Total em relação ao ativo total (ET_AT), Endividamento Total em relação ao patrimônio líquido (ET_PL), Passivo Oneroso em relação ao ativo total (PO_AT) e Passivo Oneroso (PO_CI).

Os resultados das estatísticas inferenciais das regressões múltiplas estão dispostos na Tabela 4 e evidenciam as relações entre as características dos CEOs e o endividamento das empresas.

Na Equação 4, a variável dependente é o Endividamento total em relação ao patrimônio líquido (ET_PL). Os resultados indicaram uma relação significativa apenas da variável TEM, com significância ao nível de 10%. As variáveis IDA, GEN, EXP, ESC não apresentam significância estatística. Entre as variáveis de controle, ROA, MTB e TAM evidenciaram uma relação significativa sendo, respectivamente, de 10%, 1% e 1%, enquanto TANG não foi significativa.

A Equação 5, referente ao Passivo Oneroso em relação ao ativo total (POat), demonstrou significância, sendo com as variáveis TEM e IDA de 1% e com a variável GEN de 5%. Por último, a Equação 6, Passivo Oneroso em relação ao capital investido (POci), TEM, IDA e ESC foram significativas, contendo as variáveis TEM e IDA significância de 5% e ESC de 1%.

Com base nos resultados evidenciados, em relação à Hipótese 1, que previa uma relação significativa negativa da idade com o endividamento das empresas brasileiras, não foi possível confirmar tal hipótese, uma vez que apenas as Equações 5 e 6 mostraram tal relação esperada. Contudo, identificamos que as relações significativas foram observadas nas equações que tinham como variável dependente endividamentos onerosos. Isso indica que, nesses tipos de endividamento, a idade do CEO exerce uma influência negativa; ou seja, quanto mais novos são os CEOs, maiores são as contratações de dívidas com juros das empresas. Essa descoberta se alinha com a literatura existente, como observado por Bortoluzzi et al. (2016) e Cavalcanti et al. (2018), que sugerem que características pessoais e profissionais dos CEOs impactam a estrutura de capital das empresas. Por outro lado, outros estudos, como o de Garcia e Silva (2021), indicam que as características demográficas dos CEOs, incluindo a idade, podem influenciar a disposição das empresas em assumir riscos financeiros, refletindo uma possível resistência a endividamentos mais elevados entre líderes mais velhos. Assim, apesar de não termos encontrado uma confirmação da hipótese inicial, os resultados sugerem que a idade do CEO pode ter um papel relevante, particularmente em relação a dívidas onerosas, ao mesmo tempo em que nos alerta para a complexidade dessa relação em diferentes contextos e tipos de endividamento.

A hipótese 2 prevê que o tempo de posse está positivamente relacionado ao endividamento, e pode ser confirmada mediante as Equações 3, 4, 5 e 6. Esse resultado pode ser devido ao maior tempo do CEO na empresa, o que acaba contribuindo para um maior alinhamento com a instituição, uma vez que, com um mandato em ascensão, eles adquirem mais dívidas, pois por meio disso procuram a expansão dos seus serviços (Ndaki et al., 2018). Os resultados foram ao encontro do estudo de Ndaki et al. (2018), que evidenciaram uma relação positiva entre o tempo de CEO e a proporção de endividamento das instituições de microfinanças. A pesquisa de Nessem et al. (2019) também confirma essa relação, dizendo que a confiança para tomar decisões que aumentem o valor da empresa cresce conforme o tempo de permanência nela.

A respeito da hipótese 3, esperava-se uma relação negativa entre experiência profissional e o endividamento, no entanto a variável EXP não se mostrou significativa em nenhuma das equações, levando à não aceitação dessa hipótese. Os estudos que corroboram esse achado

destacam que a experiência do CEO, especialmente sua atuação anterior como CEO, muitas vezes não aparece como um fator significativo na estrutura de capital das empresas. Um estudo apontou que características como educação e participação acionária do CEO podem influenciar o nível de endividamento, mas a experiência prévia não mostrou uma correlação estatisticamente significativa (Abughniem et al., 2020). Jiang et al. (2024) focaram na estrutura de compensação dos CEOs e seu impacto nas decisões de endividamento. Descobriu-se que fatores como compensações baseadas em ações podem levar a decisões financeiras mais arriscadas, mas a experiência prévia do CEO como tal não teve impacto direto significativo nas decisões de alavancagem de dívida.

A hipótese 4, por meio dos resultados inferenciais, não pôde ser confirmada, uma vez que previa uma relação significativa e positiva do nível de escolaridade com o endividamento das empresas. Tendo em vista que apenas nas equações 2 e 6 verificou-se significância estatística e com sinais opostos, constata-se que essa relação entre o endividamento e a escolaridade ainda não está consolidada. Isso pode ser confirmado também na literatura, tendo em vista os diversos resultados encontrados por Bortoluzi et al. (2016), Cavalcanti et al. (2018) e Naseem et al. (2020).

Na hipótese 5 era esperado que o gênero masculino estivesse positivamente relacionado com o endividamento e tal relação foi confirmada pelas Equações 2, 3 e 5. Esse resultado vai ao encontro dos achados da pesquisa de Silva e Banda (2022), na qual a variável gênero está relacionada positivamente ao endividamento.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo teve como objetivo analisar a relação entre as características pessoais e profissionais dos CEOs e o endividamento das empresas de capital aberto listadas na Brasil, Bolsa e Balcão (B3). Para tal, foram examinadas 444 empresas, focando em características pessoais dos CEOs, como idade, gênero, tempo de mandato, experiência profissional e nível de escolaridade, fundamentadas na Teoria dos Escalões Superiores de Hambrick & Mason (1984).

Com relação ao endividamento, foram estimadas seis equações, cada uma correspondendo a uma métrica específica, utilizando um modelo econométrico de Regressão Múltipla, aplicado pelo método dos mínimos quadrados ordinários (MQO) com dados organizados em painel.

A análise demonstrou que certas características dos CEOs, como o tempo de posse e o gênero, exercem influência sobre o endividamento das empresas, alinhando-se às hipóteses de pesquisa 2 e 5. Contudo, nem todas as características apresentaram impacto sobre todas as métricas de endividamento, uma vez que cada métrica reflete um tipo específico de endividamento. Isso sugere que as empresas podem estar mais suscetíveis a determinados tipos de endividamento em detrimento de outros. Ademais, conforme apostado por Naseem et al. (2020), a relação entre essas características pode variar de acordo com o setor e o período analisado, implicando alterações na estrutura de capital.

As contribuições deste estudo são significativas, pois podem auxiliar empresas na contratação de novos CEOs, permitindo a identificação de perfis de gestores que estejam mais alinhados com seus objetivos e necessidades. Para os CEOs, as características analisadas podem servir como um guia para alinhar seu perfil às empresas que desejam atrair. Sob a perspectiva dos stakeholders, os resultados deste estudo podem influenciar decisões de investimento ou de relacionamento com determinadas organizações, uma vez que o perfil dos CEOs pode indicar se seus objetivos estão em sintonia com os de investidores, além de possibilitar previsões sobre retornos futuros.

A limitação desta pesquisa é referente à investigação do contexto brasileiro e às variáveis utilizadas, como gênero, idade e formação, o que reflete que os resultados aqui encontrados não podem ser generalizados para outros contextos. Sugere-se para futuras pesquisas, a análise de outras características, por exemplo, a influência de cursos de graduação distintos e investigar na perspectiva de diferenças setoriais existentes. Esta análise setorial pode fornecer uma análise mais

detalhada sobre como as variáveis escolhidas interferem no endividamento, permitindo identificar as áreas em que essa influência é mais significativa.

REFERÊNCIAS

- Abughniem, M. S., Al Aishat, M. A. H., Hamdan, A., & Weshah, S. R. (2020). Capital structure, firm growth and firm performance: Evidence from Jordan. *International Journal of Innovation, Creativity and Change*, 10(12), 655-667.
- Avelar, E. A., Souza, A. A., Amaral, H. F., & Reyes, S. T. (2019). Endividamento de Operadoras de Planos de Saúde da Modalidade Autogestão e Regulação da Saúde Suplementar. REAd. *Revista Eletrônica de Administração*, 25(3), 124-152.
- Ashafoke, T., Dabor, E., & Ilaboya, J. (2021). Do CEO Characteristics affect Financial Reporting Quality? An Empirical Analysis: Array. *Acta Universitatis Danubius. Œconomica*, 17(1). <https://dj.univ-danubius.ro/index.php/AUDOE/article/view/774>
- Asiamah, S., Appiah, K. O., & Agyemang Badu, E. (2023). Do board characteristics moderate capital adequacy regulation and bank risk-taking nexus in Sub-Saharan Africa? *Asian Journal of Economics and Banking*. <https://doi.org/10.1108/ajeb-08-2022-0108>
- Bai, X., Tsang, E. W. K., & Xia, W. (2018). Domestic versus foreign listing: Does a CEO's educational experience matter? *Journal of Business Venturing*, 35(1). <https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2018.10.004>
- Berger, P. G., Ofek, E., & Yermack, D. L. (1997). Managerial entrenchment and capital structure decisions. *Journal of Finance*, 52(4), 1411-1438. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb01115.x>
- 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*, 37(37), 1-13. <http://www.revistaespacios.com/a16v37n37/16373730.html>
- Bouaziz, D., Salhi, B., & Jarboui, A. (2020). CEO characteristics and earnings management: empirical evidence from France. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 18(1), 77-110. <https://doi.org/10.1108/JFRA-01-2019-0008>
- Brito, G. A. S., Corrar, L. J., & Batistella, F. D. (2007). Fatores determinantes da estrutura de capital das maiores empresas que atuam no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças*, 18(43), 9-19. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772007000100002>
- Bsoul, R., Atwa, R., Odat, M., Haddad, L., & Shakhathreh, M. (2022). Do CEOs' demographic characteristics affect firms' risk-taking? Evidence from Jordan. *Cogent Business & Management*, 9(1). <https://doi.org/10.1080/23311975.2022.2152646>
- 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 na IBrX-100 da BM&FBovespa. *Pretexto*, 19(1), 25-42. <https://doi.org/10.21714/pretexto.v19i1.3638>

- Chua, M., Ab Razak, N. H., Nassir, A. M., & Yahya, M. H. (2021). Dynamic capital structure in Indonesia: Does the education and experience of CEOs matter? *Asia Pacific Management Review*. <https://doi.org/10.1016/j.apmr.2021.05.003>
- Chua, M., Razak, N. H. A., Nassir, A., & Yahya, M. H. (2020). Does CEO education influence the leverage and speed of adjustment? *Journal of Critical Review*, 7(12), 59-68. <https://doi.org/10.31838/jcr.07.12.10>
- Chua, M., Ab Razak, N. H., Nassir, A. M., & Yahya, M. H. (2022). Dynamic capital structure in Indonesia: does the education and experience of CEOs matter? *Asia Pacific Management Review*, 27(1), 58-68. <https://doi.org/10.1016/j.apmr.2021.05.003>
- Corrêa, R. F., Abreu, Y. C. R., Garcia, I. A. S., & da Silva, A. R. P. (2024). Influência do CEO power no endividamento das empresas da B3. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 18, e220491. <https://doi.org/10.11606/issn.1982-6486.rco.2024.220491>
- Costa, E. M., Nossa, V., Nossa, S. N., & Borgerth, V. M. C. (2019). A Certificação ISO 14001 e o Endividamento das Empresas Brasileiras. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 12(3), 159-176.
- Davis, J. G., & García-Cestona, M. (2023). CEO age, financial reporting quality, and the role of clawback provisions. *Journal of Financial Reporting and Accounting*. <https://doi.org/10.1108/jfra-04-2023-0176>
- Deangelo, H., & Roll, R. (2015). How stable are corporate capital structures? *The Journal of Finance*, 70(1), 373-418. <https://doi.org/10.1111/jofi.12163>
- Ding, N., Bhat, K., & Jebran, K. (2020). Debt choice, growth opportunities and corporate investment: Evidence from China. *Financial Innovation*, 6(1), 1-20. <https://doi.org/10.1186/s40854-020-00194-1>
- Durand, D. (1952). Costs of debt and equity funds for business: trends and problems of measurement. *Research in Business Finance*, 0-87014-194-5, 215-262. <https://www.nber.org/system/files/chapters/c4790/c4790.pdf>
- Eisenhardt, K. M., & Schoonhoven, C. B. (1996). Resource-Based View of Strategic Alliance Formation: Strategic and Social Effects in Entrepreneurial Firms. *Organization Science*, 7(2), 136-150. <http://www.jstor.org/stable/2634977>
- Faccio, M., Marchica, M., & Mura, R. (2016). CEO gender, corporate risk-taking, and the efficiency of capital allocation. *Journal of Corporate Finance*, 39, 193-209. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2016.02.008>
- Ferri, S., Giacosa, E., & Mazzoleni, A. (2021). The role of financial strategy in firms: Financing and investment decisions. In *Financial Strategies for Distressed Companies: A Critical Analysis and Operational Tools* (pp. 47-75).
- Finkelstein, S., Hambrick, D. C., & Cannella, A. A. (2009) Strategic Leadership; Theory and Research on Executives, Top Management Teams and Boards. *Oxford University Press*, Oxford, 1-451.

- Fonseca, A. K., Sirqueira, D., Araújo., & Garcia, I. (2021). Reflexo do planejamento tributário no endividamento das empresas não financeiras listadas na Brasil Bolsa Balcão (B3). *Revista de Gestão e Secretariado*, 12(2), 225-252. <http://dx.doi.org/10.7769/gesec.v12i2.1191>
- Fralich, R., & Bitektine, A. (2020). “Invincibles” and “invisibles”: CEO status and the ‘Matthew effect’ in strategic decision-making. *Long Range Planning*, 53(3). <https://doi.org/10.1016/j.lrp.2019.05.007>
- Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2009). Capital structure decisions: which factors are reliably important? *Financial Management*, 38(1), 1-37. <https://doi.org/10.1111/j.1755-053X.2009.01026.x>
- Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2007). Corporate Leverage: How Much Do Managers Really Matter? *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.971082>
- Garcia, I. A. S., & Paulo, E. (2019). *Características do Chief Executive Officer e a Prática do Gerenciamento de Resultados*. 9º Congresso UFSC de Controladoria e Finanças, 1-13. <https://daankrug.github.io/ccn-ufsc-cdn/9CCF/20190710111717.pdf>
- Garcia, I. A. S., & Silva, J. S. A. (2021). Características pessoais e profissionais dos CEOs e a performance financeira: uma investigação nas empresas não financeiras listadas na B3. *Revista ENIAC Pesquisa*, 10(1), 178-195. <https://doi.org/10.22567/rep.v10i1.764>
- Garcia, I. A. S., Medeiros, M. N. de, & Leite Filho, P. A. M. (2022). Influência do CEO power na probabilidade de sobrevivência das empresas brasileiras de capital aberto da B3. *Enfoque: Reflexão Contábil*, 41(2), 123-141. <https://doi.org/10.4025/enfoque.v41i2.55279>
- Gitman, L. J. (2010). *Princípios de Administração Financeira*. Pearson Prentice Hall.
- Hambrick, D. C., & Mason, P. A. (1984). Upper echelons: The organization as a reflection of its top managers. *Academy of Management Review*, 9(2), 193-206. <https://doi.org/10.5465/amr.1984.4277628>
- Hang, M., Geyer-Klingenberg, J., Rathgeber, A., W., & Stockl, S. (2017). Measurement matters – A meta – study of the determinants of corporate capital structure. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 68(1), 211-225. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2017.11.011>
- Harris, M., & Raviv, A. (1991). The Theory of Capital Structure. *The Journal of Finance*, 46(1), 297-355. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1991.tb03753.x>
- Heckenbergerová, J., & Honková, I. (2023). Capital Structure Analysis – Theories and Determinants Validation Based on Evidence from the Czech Republic. *E&M Economics and Management*, 26(1), 145-164. <https://doi.org/10.15240/tul/001/2023-1-009>
- Heriyanto, H. (2024). CEO characteristics and corporate debt: An in-depth analysis in the Indonesian context. *Journal of Enterprise and Development (JED)*, 6(1), 182-189. <https://doi.org/10.20414/jed.v6i1.8940>

- Huang, H.-W., Rose-Green, E., & Lee, C.-C. (2012). CEO Age and Financial Reporting Quality. *Accounting Horizons*, 26(4), 725-740. <https://doi.org/10.2308/acch-50268>
- Jiang, Y., Shruti, R., & Gupta, J. (2024). Does CEO inside debt enhance firms' access to trade credit? *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 1-33. <https://doi.org/10.1007/s11156-024-01303-2>
- Kaur, R., & Singh, B. (2021). The impact of CEOs' characteristics on corporate leverage: Indian scenario. *Vision*, 25(4), 428-438. <https://doi.org/10.1177/0972262920954596>
- Lauson, A. J. (2022). Capital Structure Choice-Does Ceo Experience Matter on Riskier Ventures? *Jurnal Pendidikan Tambusai*, 6(1), 648-658. <https://doi.org/10.31004/jptam.v6i1.2956>
- Tee, C. M., Lee, M. Y., Pak, M. S., & Majid, A. (2020). *CEO generational differences, corporate leverage and political connections: evidence from Malaysia*. 50. Abstract from World Finance & Banking Symposium 2020, Riga, Latvia.
- Lopes, A. F. (2022). *O tom de divulgação narrativa sob a ótica da teoria do alto escalão: evidências no Brasil*. [Dissertação de Mestrado, Universidade Federal da Paraíba, João Pessoa, Brasil]. <https://repositorio.ufpb.br/jspui/handle/123456789/23133>
- Loukil, N., & Yousfi, O. (2023). Do CEO's attributes increase risk-taking? Empirical evidence from France. *Asia-Pacific Journal of Business Administration*, 14(1), 23-42.
- Lunkes, R. J., Pereira, B. S., Santos, E. A., & Rosa, F. S. (2019). Analysis of the relationship between the observable characteristics of CEOs and organizational performance. *Contaduría y administración*, 64(4), e129. <https://doi.org/10.22201/fca.24488410e.2018.1785>
- Luo, X., Kanuri, V. K., & Andrews, M. (2014). How does CEO tenure matter? The mediating role of firm-employee and firm-customer relationships. *Strategic Management Journal*, 35(4), 492-511. doi:10.1002/smj.2112
- Machado, M. A. V., Medeiros, O. R., & Eid Junior, W. (2010). Problemas na mensuração da estrutura de capital: evidências empíricas no Brasil. *Brazilian Business Review*, 7(1), 24-47. <http://www.bbbronline.com.br/>
- Marion, J. C. (2008). Análise dos demonstrativos contábeis. *Atlas*, 3.
- Matemilola, B. T., Bany-Ariffin, A. N., Azman-Saini, W. N. W., & Nassir, A. M. (2018). Does top managers' experience affect firms' capital structure? *Research in International Business and Finance*, 45, 488-498. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.07.184>
- Matta E., Beamish, P. W. (2008). O problema acentuado do horizonte de carreira do CEO: evidências de aquisições internacionais. *Revista de Gestão Estratégica*, 29, 683-700. <https://doi.org/10.1002/smj.680>
- Myers, S. C. (2020). The capital structure puzzle revisited. *Journal of Finance*, 75(2), 1305-1335. <https://doi.org/10.1093/finance/jfr212>

- Modigliani, F., & Miller, M. (1958). The cost of capital, corporate finance, and the theory of investment. *American Economic Review*, 48(3), 261-297. <https://www.jstor.org/stable/1809766>
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Income Taxes and the Cost of Capital. *The American Economic Review*, 53(3), 433-443. <https://www.jstor.org/stable/1809167>
- Mogha, V., & Williams, B. (2020). Culture and capital structure: What else to the puzzle? *International Review of Financial Analysis*, 73. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2020.101614>
- Mouta, C., & Meneses, R. (2021). The impact of CEO characteristics on organizational culture and on the silo effect. *Rev. Bras. Gest. Neg.*, 23(2), 207-225. <https://doi.org/10.7819/rbgn.v23i2.4100>
- Myers, S. C. (1984). The capital structure puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 574-592. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1984.tb03646.x>
- Nakamura, W. T., Martin, D. M. L., Forte, D., Carvalho Filho, A. F. D., Costa, A. C. F. D., & Amaral, A. C. D. (2007). Determinantes de estrutura de capital no mercado brasileiro: análise de regressão com painel de dados no período 1999-2003. *Revista Contabilidade & Finanças*, 18(44), 72-85. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772007000200007>
- Naseem, M. A., Lin, J., Rehman, R., Ahmad, M.I., & Ali, R. (2020). Does capital structure mediate the link between CEO characteristics and firm performance? *Management Decision*, 58(1), 164-181. <https://doi.org/10.1108/MD-05-2018-0594>
- Ndaki, D. P., Beisland, L. A., & Mersland, R. (2018). Capital structure and CEO tenure in microfinance institutions. *Strategic Change*, 27(4), 329-337. <https://doi.org/10.1002/jsc.2205>
- Nukala, V. B., & Prasada Rao, S. S. (2021). Papel da relação dívida/patrimônio líquido na avaliação de investimentos em projetos, avaliando risco e retorno em mercados de capitais. *Future Business Journal*, 7(1). <https://doi.org/10.1186/s430-021-000-5>
- Oliveira, A. P. S., & Garcia, I. A. S. (2024). Influência dos traços de personalidade narcisista dos CEOs no endividamento das empresas da B3. *Revista Contabilidade & Finanças*, 35(94), 1-15. <https://doi.org/10.1590/1808-057x20231834.pt>
- Pamplona, E., Ames, A. C., & Silva, T. P. (2020). Estrutura de capital e financial distress em empresas familiares e não familiares brasileiras. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 17(44), 17-32. <https://doi.org/10.5007/2175-8069.2020v17n44p17>
- Peni, E. (2014). CEO and Chairperson characteristics and firm performance. *Journal of Management & Governance*, 18(1), 185–205. <https://doi.org/10.1007/s10997-012-9224-7>
- Peterson, R. S., Smith, D. B., Martorana, P. V., & Owens, P. D. (2003). The impact of chief executive officer personality on top management team dynamics: One mechanism by which leadership affects organizational performance. *Journal of Applied Psychology*, 88(5), 795-808. <https://doi.org/10.1037/0021-9010.88.5.795>

- Pour, K., E. (2015). IPO survival and CEOs' decision-making power: The evidence of China. *Research in International Business and Finance*, 33, 247-267.
- Quiraque, E. H., Sousa, A. M., & Colauto, R. D. (2022). *Rentabilidade e Endividamento em Empresas de Gestão Familiar e não Familiar* [Apresentação de Trabalho]. XXII USP International Conference in Accounting.
- Schopohl, L., Urquhart, A., & Zhang, H. (2021). Female CFOs, leverage and the moderating role of board diversity and CEO power. *Journal of Corporate Finance*, 71, 1-26. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2020.101858>
- Schubert, R. (2006). Analyzing and managing risks – on the importance of gender differences in risk attitudes. *Managerial Finance*, 32(9), 706-715. <https://doi.org/10.1108/03074350610681925>
- Serfling, M. A. (2014). CEO age and the riskiness of corporate policies. *Journal of Corporate Finance*, 25, 251-273. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2013.12.013>
- Silva, A. R. P. (2022). *Características dos CEOs brasileiros e Gerenciamento de Resultados*. [Dissertação de Mestrado em Ciências Contábeis, Universidade Federal do Rio Grande do Norte, Natal/RN]. Repositório UFRN. <https://repositorio.ufrn.br/handle/123456789/50007>
- Silva, L. G. R. V. de, & Banda, Y. K. W. (2022). Impact of CEO Characteristics on Capital Structure: Evidence from a Frontier Market. *Asian Journal of Business and Accounting*, 15(1), 71-101. <https://doi.org/10.22452/ajba.vol15no1.3>
- Simons, T., Pelled, L. H., & Smith, K. A. (1999). Making use of difference: Diversity, debate, and decision comprehensiveness in top management teams. *Academy of Management Journal*, 42(6), 662-673. <https://doi.org/10.2307/256987>
- Sitthipongpanich, T., & Polsiri, P. (2015). Do CEO and board characteristics matter? A study of Thai family firms. *Journal of Family Business Strategy*, 6(2), 119-129. <https://doi.org/10.1016/j.jfbs.2015.01.002>
- Souza, T. B., Carraro, W. B. W. H., & Pinheiro, A. B. (2022). Impactos da pandemia de Covid-19 na relação entre estrutura de capital e desempenho: análise das empresas listadas na b3. *Revista Ibero-Americana de Estratégia*, 21(2), 1-24. <https://www.lume.ufrgs.br/handle/10183/249629>
- Sprenger, K. B., Kronbauer, C. A., & Costa, C. M. (2017). Características do CEO e o Gerenciamento de Resultados em Empresas Listadas na BM&FBOVESPA. *Revista Universo Contábil*, 13(3), 120-142.
- Rodríguez-Fernández, M., Gaspar-González, A. I., & Sánchez-Teba, E. M. (2020). Does diversity in top management teams contribute to organizational performance? *Societies*, 9(4), 36. <https://doi.org/10.3390/socsci9040036>

- Ting, I. W. K., Azizan, N. A. B., & Kweh, Q. L. (2015). Upper Echelon Theory Revisited: The Relationship between CEO Personal Characteristics and Financial Leverage Decision. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 195, 686-694. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2015.06.276>
- Vintila, G., & Gherghina, S. C. (2012). An Empirical Investigation of the Relationship between Corporate Governance Mechanisms, CEO Characteristics and Listed Companies' Performance. *International Business Research*, 5(10), 175-191. <https://doi.org/10.5539/ibr.v5n10p175>
- Wang, G., Holmes Jr, R. M., Oh, I., & Zhu, W. (2016). Do CEOs Matter to Firm Strategic Actions and Firm Performance? A Meta-Analytic Investigation Based on Upper Echelons Theory. *Personnel Psychology*, 69(4), 775-862. <https://doi.org/10.1111/peps.12140>
- Yeoh, S.-B., & Hooy, C. (2020). CEO age and risk-taking of family business in Malaysia: The inverse S-curve relationship. *Asia Pacific Journal of Management*, 39(2), 273-293. <https://doi.org/10.1007/s10490-020-09725-x>
- You, Y., Srinivasan, S., Pauwels, K., & Joshi, A. M. (2020). How CEO/CMO characteristics affect innovation and stock returns: Findings and future directions. *Journal of the Academy of Marketing Science*, 48(6), 1229-1253. <https://doi.org/10.1007/s11747-020-00732-4>
- Zhou, W., & Wang, Y. (2014). An empirical study for corporate risk index: CEO characteristics affecting corporate risk-taking. *Journal of Applied Sciences*, 14(24), 3520-3525. <https://doi.org/10.3923/jas.2014.3520.3525>

CONFLITO DE INTERESSES

Os autores afirmam não haver conflito de interesses com relação a este trabalho submetido.

CONTRIBUIÇÕES DOS AUTORES

| Funções | 1ª autora | 2ª autora | 3ª autora | 4ª autora |
|----------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Conceituação | ♦ | ♦ | ♦ | ♦ |
| Curadoria de dados | ♦ | ♦ | | ♦ |
| Análise Formal | ♦ | ♦ | ♦ | ♦ |
| Obtenção de financiamento | | | ♦ | |
| Investigação | ♦ | ♦ | | ♦ |
| Metodologia | | | ♦ | ♦ |
| Administração do projeto | ♦ | | ♦ | |
| Recursos | ♦ | ♦ | ♦ | ♦ |
| Software | | | ♦ | ♦ |
| Supervisão | | | ♦ | |
| Validação | | | ♦ | |
| Visualização | ♦ | ♦ | ♦ | ♦ |
| Escrita – primeira redação | ♦ | ♦ | | |
| Escrita – revisão e edição | | ♦ | ♦ | ♦ |