

**FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS
ESCOLA DE ECONOMIA DE SÃO PAULO**

FABIO NAPCHAN GOMES

IMPACTO DA TROCA DE CEOs NO DESEMPENHO DAS EMPRESAS

SÃO PAULO

2018

FABIO NAPCHAN GOMES

IMPACTO DA TROCA DE CEOs NO DESEMPENHO DAS EMPRESAS

Dissertação apresentada à Escola de Economia de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, como requisito para obtenção do título de Mestre em Economia.

Campo do Conhecimento: Finanças

Orientador: Prof. Dr. Joelson Oliveira Sampaio

SÃO PAULO

2018

Gomes, Fabio Napchan.

Impacto da troca de CEOs no desempenho das empresas / Fabio Napchan Gomes. - 2018.

45 f.

Orientador: Joelson Oliveira Sampaio

Dissertação (MPFE) - Escola de Economia de São Paulo.

1. Empresas - Desempenho. 2. Comportamento organizacional. 3. Capacidade executiva. 4. Executivos. I. Sampaio, Joelson Oliveira. II. Dissertação (MPFE) - Escola de Economia de São Paulo. III. Título.

CDU 65.01

FABIO NAPCHAN GOMES

IMPACTO DA TROCA DE CEOs NO DESEMPENHO DAS EMPRESAS

Dissertação apresentada à Escola de Economia de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, como requisito para obtenção do título de Mestre em Economia.

Campo do Conhecimento: Finanças

Orientador: Prof. Dr. Joelson Oliveira Sampaio

Data de Aprovação:

____ / ____ / ____

Banca Examinadora:

Prof. Dr. Joelson Oliveira Sampaio (Orientador)
FGV – EESP

Profa. Dra. Verônica Inês Fernandez Orellano
FGV – EESP

Prof. Dr. Pedro Luiz Albertin Bono Milan
FECAP/SP

RESUMO

O principal objetivo deste trabalho é avaliar o efeito da troca de comando nas empresas, especificamente a mudança de CEOs, no desempenho das mesmas, medido pelo retorno total, pelo Q de Tobin e pelo múltiplo Preço/Lucro (P/L). Com essa finalidade, foi utilizada uma amostra de 195 empresas e, por meio dos métodos *Pooled GLS* e Efeitos Fixos e Aleatórios, foram avaliadas as associações entre o retorno total em empresas que observaram trocas de executivos e variáveis relacionadas ao mercado acionário e cenário macroeconômico de maneira geral. A conclusão apresentada foi de há uma relação inversa estatisticamente significativa entre troca de CEOs e a performance pós-mudança. Variáveis de mercado e macroeconômicas também colaboram para explicar as variáveis dependentes. Este modelo foi aplicado de forma comparativa a empresas que não apresentaram mudanças no comando.

Palavras-chave: CEO, Retorno, Q de Tobin, Múltiplo P/L, Desempenho de Empresas, Trocas, Mudanças

ABSTRACT

The main objective of this study is to evaluate the effect of top management turnover in the companies, specifically the CEO turnovers, in their performance, measured by the total return, Tobin's Q and the P/E multiple. For this purpose, a sample of 195 companies was used and, through the Pooled GLS and Fixed and Random Effect methods, the associations between the total return in companies that observed executives' changes and variables related to the stock market and general macroeconomic scenario were evaluated. The conclusion presented was that there is a statistically significant inverse relation between CEO turnover and performance after the change. Market and macroeconomic variables also contribute to explain the dependent variable. This model was applied in a comparative way to companies that did not present CEO changes.

Keywords: CEO, Return, Tobin's Q, P/E multiple, Company Performance, Changes, Turnover

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Abordagens da temática na literatura	12
Tabela 2 – Resumo das variáveis	19
Tabela 3 - Q de Tobin na literatura	21
Tabela 4 – Descrição da amostra	25
Tabela 5 – Retornos por setor	26
Tabela 6 – Estatísticas descritivas	27
Tabela 7 – Matriz de correlações	28
Tabela 8 – Modelo 1 (Ano da troca)	32
Tabela 9 – Modelo 1 (Antes x Depois)	33
Tabela 10 – Modelo 2 (Ano da troca)	34
Tabela 11 – Modelo 2 (Antes x Depois)	35
Tabela 12 – Modelo 3 (Ano da troca)	36
Tabela 13 – Modelo 3 (Antes x Depois)	37

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	9
2. REFERENCIAL TEÓRICO	12
2.1 A importância do CEO no desempenho das organizações	13
2.2 O efeito da troca de comando na performance da companhia	14
2.3 Preço da ação e mudanças no time executivo	15
2.4 O papel das expectativas de performance	16
2.5 Indicadores de desempenho organizacional	16
2.6 Liderança Estratégica e Perspectivas de Escolha Estratégica	17
2.7 Perspectiva da Ecologia Populacional	18
3. METODOLOGIA	19
3.1 Variáveis	19
3.1.1 Variáveis Dependentes	20
3.1.1.1 Retorno da Empresa	20
3.1.1.2 Q de Tobin	20
3.1.1.3 Múltiplo Preço/Lucro (P/L)	21
3.1.2 Variável de Interesse: Troca de CEO (Dummy)	22
3.1.3 Variáveis de Controle	22
3.1.3.1 Retorno do Ibovespa	23
3.1.3.2 Retorno do Setor	23
3.1.3.3 Variação do PIB	23
3.1.3.4 Variação do IPCA	24
3.1.3.5 Variação da SELIC	24
3.1.3.6 Variação da Taxa de Câmbio (R\$/US\$)	24
3.2 Descrição da amostra	25
3.3 Modelo e Hipóteses	29
4. RESULTADOS	31
5. CONCLUSÃO	39
6. REFERÊNCIAS	41

1. INTRODUÇÃO

A troca de comando das empresas, em especial a da figura do *Chief Executive Officer* (daqui em diante, referido apenas pela sigla “CEO”), é fato comum na trajetória das organizações. Mudanças estruturais, globalização, programas de redução de custos, reorganizações, maior demanda por retornos de curto prazo devido, dentre outros fatores, à divulgação de relatórios trimestrais, são algumas de muitas explicações possíveis.

Alguns estudos apontam que a probabilidade de troca de comando nas companhias aumenta com o desempenho inferior das mesmas (Wildt, 1996), seja em medida de retorno da ação, seja em indicadores operacionais, contábeis e financeiros. Kaplan e Minton (2008) analisaram a relação entre trocas de CEOs e performances das companhias, com base no valor de mercado das mesmas, no período de 1992 a 2005. Os autores concluíram que o Conselho de Administração apresenta maior propensão a substituir o comando da firma quando a performance da ação da mesma é ruim – em outras palavras, o estudo demonstrou correlação positiva entre troca de comando e performance ruim da ação. Nessa linha, Taylor (2010) destaca, através de modelo empírico, que Conselhos de Administração tendem a trocar CEOs de maneira excessiva, concluindo que um dos potenciais motivos seria a utilização política da troca de CEOs em companhias com performance abaixo do desejável, uma maneira de protegerem seus próprios benefícios e utilizarem os CEOs como “bodes expiatórios”. De tal feita, seria razoável propor que as trocas de CEOs levariam, em alguma medida, à mudanças na performance das companhias.

As pesquisas citadas indicam, portanto, que os Conselhos, ao promover uma troca de comando nas companhias, busca alterar ou resolver desempenho negativo ou abaixo da performance esperada. Contudo, quanto uma mudança de CEO pode, efetivamente, alterar o desempenho da empresa? O objetivo do presente trabalho é justamente analisar se há algum efeito na performance da empresa após uma mudança de CEO, investigando a relação entre as mudanças e o desempenho das companhias após a mudança.

Para responder a tais questionamentos, foi utilizada uma amostra de 195 empresas brasileiras listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (“Bovespa”) entre os períodos de 2011 a 2016, perfazendo, portanto, um total de 1.170 observações. Foram coletados dados sobre as trocas de CEO das mesmas e sobre o desempenho de tais companhias (utilizando como *proxies* de desempenho o retorno total, o Q de Tobin e o múltiplo P/L, que serão mais explorados adiante) juntamente com um conjunto de variáveis de controle, compondo uma base de dados profunda para análises estatísticas. Uma primeira observação é o grande número de trocas de comando: 171 trocas de CEO no total, em empresas de 18 diferentes setores da economia (de acordo com classificação setorial da Economatica®), corroborando com o argumento de que a troca de comando nas empresas é fato comum a todos os setores da economia.

O estudo se limita ao mercado brasileiro, visto que não há muitas pesquisas feitas sobre esse assunto com empresas nacionais. Também limitou-se o período de tempo para os anos entre 2011 a 2016 não apenas por se tratar de período de tempo suficientemente longo para permitir uma análise válida como também por consistir no período pós crise de 2008/2009, crise esta que poderia afetar a análise dado o grande efeito dessa variável exógena no desempenho das empresas. Ainda, durante esses anos, conforme demonstrado, houve diversas mudanças nos cargos de CEO. Destaca-se que não se examinou o motivo das mudanças de CEO - aposentadoria, demissão ou quaisquer outras circunstâncias. O objetivo é especificamente estudar o efeito sobre o desempenho da empresa quando o CEO é alterado. Contudo, deve notar-se que as variáveis de controle ajudam a controlar efeitos externos.

A principal contribuição do trabalho é a exploração da relação entre a troca de CEO e o desempenho da empresa em termos de retorno ao acionista, uma vez que, em alguma medida, todas as variáveis dependentes utilizadas utilizam o valor de mercado como base. As análises estatísticas assinalam que as mudanças de CEO realmente apresentam efeito significativo no desempenho da empresa - o efeito é negativo e significativo, indicando que a troca de CEOs efetivamente tem impacto no desempenho das companhias.

O trabalho está estruturado da seguinte forma: no capítulo 2 foi apresentado o referencial teórico, que dispõe a base teórica sob a qual se sustenta este estudo. No capítulo 3, foram apresentadas as variáveis utilizadas e os critérios de construção de cada uma delas, a descrição da amostra, as hipóteses e o modelo utilizado para testá-las.

O capítulo 4 apresenta os resultados do modelo e, finalmente, o capítulo 5 apresenta as conclusões do trabalho.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

A troca de executivos tem sido estudada e debatida no meio acadêmico sob diversas abordagens, seja com relação ao momento da análise (antes da mudança; durante a mudança; e após a mudança), às variáveis pesquisadas (performance anterior à mudança; natureza da saída do executivo; características do sucessor; performance posterior etc.) e às medidas de mensuração, que dependem, por óbvio, da(s) variável(eis) pesquisada(s), incluindo, dentre outras, medidas financeiras e contábeis como ROE (*Return on Equity*) e ROA (*Return on Assets*) e medidas de mercado como o valor da ação, por exemplo.

Tabela 1 - Abordagens da temática na literatura

Abordagens na literatura sobre a questão da mudança de CEOs nas companhias.

Fase	Variáveis pesquisadas	Mensuração	Autor (es)/ano
Antes do <i>turnover</i>	<i>Performance</i> anterior	ROE; ROA, vendas, dualidade do CEO, retorno dos acionistas	Dalton; Kesner (1985), Friedman; Singh (1989); Puffer; Weintrop (1991); Cannella; Lubatkin (1993); Datta; Guthrie (1994)
	Poder do CEO versus poder do Conselho	Diretor interno versus externo e estrutura de propriedade, expectativas, fidelidade dos membros do conselho, relação idade e anos de serviço, proporção de diretores apontados antes da contratação, poder do CEO.	Cannella; Lubatkin (1993); Ocassio (1994); Zajac; Westphal (1996); Boeker (1992); Friedrichson et al. (1988); Kesner; Sebor (1994).
Durante o <i>turnover</i>	Natureza da saída	Retiro involuntário antes dos 65 anos, estudos de empresa de pesquisa de mercado, corte de laços com a empresa.	Puffer; Weintrop (1991); Boeker (1992); Cannella; Lubatkin (1993).
	Características do Sucessor	“outsider”, apontado via <i>survey</i> , antiguidade na organização, experiência funcional e educação, idade.	Cannella; Lubatkin (1993); Friedman; Singh (1989); Datta; Guthrie (1994); Zajac; Westphal (1996).
Consequências	Mudanças Estruturais	<i>Turnover</i> ; posse (artigo teórico).	Boeker (1992); Finkelstein (1992); Virany; Tushman; Romanelli (1992); Kesner; Dalton (1994); Keck; Tushman (1993); Zajac; Westphal (1996); Finkelstein; Hambrick (1996).
	<i>Performance</i> posterior	Valor da ação (300 dias antes), Valor da ação (2 dias antes e depois), mortalidade organizacional, falência, percentual de jogos ganhos por times patrocinados.	Beatty; Zajac (1987); Friedman; Singh, 1989); Davidson; Worrell; Dutta (1993); Grusky (1963); Allen; Panian; Lotz (1979); Brown (1982).

Fonte: adaptado de Pitcher et. al, 2000

A análise que se pretende realizar é melhor entendida à luz da literatura que pode ser estratificada – embora deva se ressaltar que tal divisão é meramente didática, uma vez que os trabalhos citados muitas vezes tratam de mais de um item – da seguinte maneira: (i) a importância do CEO no desempenho das organizações; (ii) o efeito da troca de comando na performance da companhia; (iii) preço da ação e mudanças no time executivo, (iv) o papel das expectativas de performance e (v) indicadores de desempenho organizacional.

Por fim, analisa-se, dentre as teorias existentes, a (vi) Teoria da Liderança Estratégica (*Strategic Leadership*) e Escolha Estratégica (*Strategic Choice*), bem como a (vii) Perspectiva da Ecologia Populacional (*Population Ecology*), uma vez que estas oferecem visões contraditórias sobre o efeito do CEO na performance das organizações, de modo que, a partir dos resultados deste trabalho, uma dessas vertentes teóricas prevalecerá.

2.1 A importância do CEO no desempenho das organizações

A questão da mudança de liderança nas organizações – e, principalmente, dos CEOs, representantes máximos das mesmas (Zahra e Pearce, 1989; Barker e Mueller, 2002) – e a potencial influência deste evento na performance das mesmas divide os pesquisadores e estudiosos do tema (Lubatkin, Chung, Rogers e Owers, 1989).

Por um lado, alguns defendem que há pouca influência dos CEOs na organização. Para Webber e Donahue (2001), por exemplo, os fatores extrínsecos às organizações (condições macroeconômicas, condições setoriais, ambiente legal e regulatório, concorrência etc.) são determinantes dos resultados operacionais, econômicos e financeiros muito mais relevantes do que os gestores. Outros autores acreditam, ainda, que a liderança tem impacto muito baixo, particularmente no caso das grandes companhias, que tendem a apresentar processos internos tão sofisticados e independentes que são pouco afetados pela pessoa que os lidera (Lieberson e O'Connor, 1972; Hannan e Freeman, 1977; Mintzberg, 1979).

Por outro lado, alguns pesquisadores argumentam que os líderes das companhias são, sim, importantes para a performance (Weiner e Mahoney, 1981) e, especialmente no tocante à sucessão, que a disrupção consequente da troca de um CEO por vezes

cancela o efeito positivo de substituir um CEO de desempenho insatisfatório (Pfeffer e Davis-Blake, 1986). Ainda no tocante à troca de comando, alguns pesquisadores propõem que o efeito da mudança na performance da empresa – seja esse efeito positivo ou negativo – é função direta da relação entre as características do novo CEO e as características do cargo específico (Gupta e Govindarajan, 1984; Hambrick e Mason, 1984). Ademais, Wieserma e Bantel (1992), por exemplo, não apenas interligam os gestores e performance como destacam as características que apresentam maior correlação com mudanças na estratégia corporativa, como jovialidade, alta escolaridade, formação acadêmica etc.

Alguns estudos sobre a relação da administração da empresa e seu desempenho também analisam aspectos mais particulares. Villalonga e Amit (2004), por exemplo, apresentam relação positiva entre o CEO e o valor da empresa, mas tratam especificamente das empresas com controle familiar – ou seja, analisam sob a ótica do CEO como o próprio fundador da empresa – um resultado que também foi encontrado por Maury (2006) em estudo com empresas européias, concluindo que a performance das empresas é positivamente afetada pelo controle familiar, desde que o mesmo seja exercido efetivamente na administração direta da mesma.

2.2 O efeito da troca de comando na performance da companhia

Superada a questão da importância em si dos CEOs para as companhias, tratando especificamente do efeito da troca destes na performance das empresas, a questão é que não há, no cenário nacional, um grande número de *papers* e trabalhos abordando tal temática e tampouco há consenso sobre o tema. Internacionalmente, contudo, alguns trabalhos se destacam.

Clayton, Hartzell e Rosenberg (2005) focam no efeito da mudança na volatilidade dos retornos das ações, concluindo que todas as mudanças de comando nas companhias resultam em aumento de volatilidade e que, ademais, tais efeitos podem perdurar por até dois anos posteriormente ao evento de mudança de CEO. Ressalte-se, contudo, que referem-se os autores estritamente à volatilidade dos retornos, não trazendo à luz o efeito no nível absoluto de preço das ações (o que seria um melhor indicador do efeito na performance, em si, das companhias).

Grusky (1963) aborda a questão de uma maneira criativa, ao analisar os efeitos de mudanças de comando em equipes de *baseball*. Para sua surpresa, a correlação entre as mudanças e melhora na performance é negativa e, para o autor, tal fato seria explicado pelo efeito disruptivo nos processos e rotinas da organização que advém da troca de comando. Gamson e Scotch (1964) complementam a análise de Grusky (1963) argumentando que performance está fora do controle dos gestores e, ao reestudar os dados de Grusky, confirmam não haver relação direta entre a mudança de comando e eventual melhora na performance.

Khurana e Nohria (2000) estudam se as trocas de CEOs apresentam algum impacto na performance das firmas, medindo esta pelo índice ROA (*Return on Assets* ou, em tradução livre, Retorno sobre os Ativos) - que, em suma, representa o retorno (lucro líquido) gerado pelos ativos da companhia – ajustado por efeitos da indústria de cada companhia (considerando a diferença entre o ROA da firma analisada e o ROA médio da indústria). Concluem, ao analisar todas as mudanças da amostra do estudo, que trocas de comando geralmente apresentam pequeno – mas positivo – efeito na performance no curto prazo, mas um efeito mais significativo entre 12 e 36 meses após o anúncio da mudança. Ainda, destacam que o efeito de trocas de comando nos quais o novo CEO vem de fora da organização apresenta efeito positivo e mais significativo na performance da firma do que quando o sucessor vem de dentro dos quadros da organização.

2.3 Preço da ação e mudanças no time executivo

Warner, Watts e Wruck estudaram uma amostra de 269 empresas listadas na Bolsa de Valores de Nova York (NYSE), registrando todas as mudanças de comando no período de 1963 a 1978. Eles também investigaram o motivo da mudança e descobriram que a aposentadoria era o motivo mais comum (embora argumentem que, na realidade, poderia ser uma desculpa para uma saída forçada). Utilizaram a regressão *logit* para estimar a relação entre a probabilidade de mudança da alta administração e várias medidas de desempenho de ações. A análise confirmou a hipótese inicial dos autores, isto é, houve uma relação inversa entre a probabilidade de mudanças na alta administração e o desempenho do preço das ações. Eles também descobriram que o

desempenho da ação em relação ao desempenho do mercado é um melhor preditor de mudanças de comando do que o retorno individual das ações da empresa. Eles também observaram que o desempenho das ações teve que ser relativamente extremo para apresentar uma habilidade preditiva. Em relação à reação do preço das ações ao anúncio da mudança de comando, auferiram que era muito pequeno e o efeito médio era próximo de zero.

2.4 O papel das expectativas de performance

Puffer e Weintrop (1999) argumentam que os conselhos desenvolvem expectativas sobre o desempenho da empresa e são tais expectativas que embasam a avaliação de desempenho dos CEOs. Para testar isso, os autores utilizaram as previsões dos analistas financeiros sobre o desempenho das empresas como *proxy* das expectativas do Conselho, em uma amostra de 480 empresas negociadas na NYSE.

No primeiro teste, excluíram empresas em que os CEOs estavam abaixo da idade de aposentadoria. A principal descoberta foi que a troca de CEO ocorre quando os ganhos anuais por ação são aquém das expectativas. No segundo teste analisaram empresas com CEOs acima da idade de aposentadoria. O que encontraram agora foi que a mudança de CEOs na idade da aposentadoria tendia a ser associada ao desempenho corporativo positivo em vez de negativo. Os autores argumentam que isso pode ser pelo fato do CEO ter maior influência e autonomia sobre quando se aposentar e que ele tende a retirar-se após bons anos de desempenho de ações, uma vez que isso maximizaria seus benefícios de aposentadoria. Em suma, isso significaria que a mudança devido à aposentadoria pode ser afetada pelo interesse do CEO e não apenas pelo interesse do Conselho de Administração.

2.5 Indicadores de desempenho organizacional

Diversos são os indicadores de desempenho organizacional, desde os contábeis como o ROE (*Return on Equity*) – (Ross, Westerfield e Jordan, 2002) - e ROA (*Return*

on Assets) – que, segundo Braga (1995) possibilita detectar se o aumento ou redução no retorno foi influenciado pela eficiência nas vendas ou no uso dos ativos - que medem a lucratividade em termos do investimento realizado, seja em relação ao Patrimônio Líquido, seja em relação aos Ativos, até os de mercado, como a capitalização de mercado (ou, unitariamente, o valor da ação). Com relação aos indicadores, principalmente os contábeis e financeiros, todos apresentam vantagens e desvantagens (Borinelli, 1998), e a melhor utilização depende da análise que será realizada.

Embora ambos possam ser utilizados, a escolha depende do foco que se adota, histórico e intrínseco (contábeis) ou futuro com maior ruído extrínseco (valor de mercado) da companhia (Van Ees, Elmer e Postma 2003).

2.6 Liderança Estratégica e Perspectivas de Escolha Estratégica

Dentre outras, duas teorias que argumentam a favor da teoria que defende ter o CEO um grande efeito no desempenho da empresa estão a Liderança Estratégica e a Perspectiva de Escolha Estratégica. A Liderança Estratégica sustenta que a empresa é um reflexo de seu time executivo e suas percepções uma vez que as percepções cognitivas individuais dos diretores afeta diretamente as escolhas estratégicas que tomam; o decisor traz consigo uma base cognitiva e valores para as decisões. De acordo com esta perspectiva, trocas de comando deveriam impactar o desempenho da empresa. (Finkelstein e Hambrick, 1996).

A perspectiva da Escolha Estratégica postula que a diretoria pode determinar a estrutura da organização selecionando uma variedade de possíveis configurações estruturais para se adequar ao ambiente de negócios. Uma vez que a alta administração pode afetar o ajuste da empresa com o ambiente de negócios, elas podem melhorar ou deteriorar o desempenho. A conclusão, portanto, é que essas duas perspectivas defendem um papel importante do time executivo no desempenho organizacional e, conseqüentemente, mudanças no time - no qual o CEO desempenha o papel mais importante – necessariamente afetam a performance da empresa (Child, 1972). Uma vez que diferentes CEOs podem variar em suas decisões estratégicas e estão dispostos a buscar diferentes caminhos estratégicos, a mudança de CEO deve ter um impacto no desempenho da empresa.

2.7 Perspectiva da Ecologia Populacional

A perspectiva da Ecologia Populacional (Hannan e Freeman, 1977) argumenta que os CEOs não podem afetar de maneira relevante o desempenho da empresa. Esta perspectiva afirma que há uma série de limitações na capacidade de uma organização de se adaptar ao meio ambiente e que há uma série de processos que geram inércia estrutural. A pressão inerente surge tanto de estruturas internas quanto de restrições ambientais. Exemplos de restrições incluem:

- Restrições de informação na medida em que os altos executivos não podem ter todas as informações relativas a todas as atividades na organização e no meio ambiente.
- Investimentos em ativos fixos, que não são facilmente transferíveis para outras funções ou tarefas.
- Numerosas barreiras legais e fiscais para entrada e saída dos mercados limitam possibilidades de adaptação.
- As restrições de informação desde a aquisição de informações sobre ambientes relevantes são dispendiosas particularmente em situações em que o ambiente é turbulento e a informação é mais valiosa.
- Restrições geradas pela história da organização, como padrões de procedimento, alocação de tarefas e autoridade tornam as mudanças difíceis de implementar.
- Na medida em que a adaptação viole os fundamentos em que a legitimidade organizacional é construída, isso irá restringir a adaptação, pois seria muito caro reconstruir a legitimidade.

3. METODOLOGIA

Nessa seção, serão apresentadas as variáveis do estudo, bem como a descrição da amostra, as hipóteses os modelos econométricos utilizados.

3.1 Variáveis

Nessa subseção, serão apresentadas as variáveis dependentes, de interesse e de controle. A tabela 3, abaixo, resume esquematicamente as mesmas.

Tabela 2 - Resumo das variáveis

Consolidação das variáveis, tipo (dependente, de interesse ou controle), conceito e referência

Variável	Tipo	Conceito	Referência
Retorno da Empresa	Dependente	Retorno total (apreciação de capital + dividendos) anual das empresas.	dez/(t-1) a dez/(t) (anualmente, de 2011 a 2016)
Q de Tobin	Dependente	Variação anual do Q de Tobin das empresas.	dez/(t-1) a dez/(t) (anualmente, de 2011 a 2016)
Múltiplo P/L	Dependente	Variação anual do Múltiplo Preço/Lucro.	dez/(t-1) a dez/(t) (anualmente, de 2011 a 2016)
Troca de CEO (Dummy)	Interesse	Presença (1) ou ausência (0) de trocas no comando das empresas.	2011 - 2016
Retorno do Ibovespa	Controle	Variação anual do índice Ibovespa.	dez/(t-1) a dez/(t) (anualmente, de 2011 a 2016)
Retorno do Setor	Controle	Retorno total (apreciação de capital + dividendos) anual de cada setor.	dez/(t-1) a dez/(t) (anualmente, de 2011 a 2016)
Variação do PIB	Controle	Variação anual do PIB.	2011 - 2016
Variação da Inflação (IPCA)	Controle	Índice IPCA anual.	2011 - 2016
Variação da SELIC	Controle	Variação anual da taxa SELIC.	2011 - 2016
Variação da Taxa de Câmbio (R\$/US\$)	Controle	Presença (1) ou ausência (0) de trocas no comando das empresas.	2011 - 2016

Fonte: Elaboração própria.

3.1.1 Variáveis Dependentes

3.1.1.1 Retorno da Empresa

A primeira e principal variável dependente deste trabalho é o Retorno da Empresa, *proxy* da medida do desempenho organizacional, que consiste na (i) variação anual do preço da ação e (ii) dividendos e quaisquer outros proventos distribuídos no mesmo período.

Utilizar preços das ações como medida de performance pode estar sujeito a discussões sobre a real representatividade ou eficiência dos mesmos como *proxy* de desempenho. No entanto, além de ser uma medida amplamente utilizada na literatura, conforme já exposto (Kaplan e Minton, 2008; Warner, Watts e Wruck, 1987), possui também diversas vantagens. Em primeiro lugar, é um dado público e, portanto, facilmente verificável e transparente. Em segundo lugar, o mercado ajusta-se para o risco da empresa, o que significa que as mudanças nos preços das ações são comparáveis entre empresas com diferentes níveis de risco, o que é especialmente importante quando se comparam empresas em diferentes indústrias. Medidas como o lucro econômico e o retorno sobre o patrimônio líquido ou ativos, por exemplo, além de não levarem em consideração o risco da empresa, estão fortemente sujeitos à mudança de padrões contábeis ao longo do tempo.

Finalmente, tal variável permite, em última análise, incluir muito mais empresas do que uma análise baseada, por exemplo, no retorno sobre ativos (ROA) ou retorno sobre o patrimônio líquido (ROE), uma vez que tais medidas não se aplicam a todas as indústrias de maneira igualmente explicativa ou importante.

3.1.1.2 Q de Tobin

A segunda variável dependente deste trabalho é o Q de Tobin (medido como a variação do Q de Tobin entre os períodos $t-1$ e t), razão entre o valor de mercado da

firma somado ao valor de mercado das dívidas e o valor de reposição dos ativos. Dada a dificuldade prática de determinar do valor de mercado tanto das dívidas quanto dos ativos, foi utilizado o valor patrimonial dos mesmo, uma vez que observada a estrutura dos dados, a diferença fática não seria suficiente para retirar tal métrica da análise.

Trata-se de outra *proxy* da medida do desempenho organizacional, como forma de substantiar melhor os achados do estudo. Variadas são as aplicações, especialmente no campo das Finanças, nas quais o q é utilizado como *proxy* para o valor da companhia – mais especificamente, em um sentido de performance, comparável entre empresas de diferentes setores e tamanhos – aparecendo como variável dependente, em estudos sobre efeitos das mais diversas variáveis independentes sobre o valor da firma.

Tabela 3 - Q de Tobin na literatura

Listagem de alguns trabalhos sobre a temática.

Maximização do valor de mercado	McConnel e Muscarella (1985).
O impacto dos anúncios de abandono de projetos de investimento pelas empresas	Blackwell, Marr e Spivey (1990); Gombola e Tsetsekos (1992); Sepe e Statman (1989).
A análise da motivação da decisão de investimento dos gestores	Chan, Gau e Wang (1995).
A influência do quociente q de Tobin como importante indicador de oportunidades de investimentos rentáveis para as empresas	Blose e Shieh (1997); Chung, Wright e Charoenwong (1998).
A hipótese conjunta do fluxo de caixa livre e do q de Tobin na percepção dos investidores	Chen e Ho (1997); Szewczyk, Tsetsekis e Zantout (1996).
A questão dos investimentos em pesquisa e desenvolvimento	Chan, Kesinger e Martin (1990); Tsetsekos e Zantout (1994).
O impacto da variação do ativo permanente e imobilizado como sinal das decisões de investimento	Antunes e Procianny (2003); Lamb (1993).

Fonte: adaptado de Lucchesi e Fama (2007)

3.1.1.3 Múltiplo Preço/Lucro (P/L)

Finalmente, a terceira e última variável dependente deste trabalho é o múltiplo preço/lucro (P/L), medido como a variação da razão entre o valor de mercado e lucro líquido das empresas entre os períodos $t-1$ e t .

A relação P/L é uma medida do preço pago por uma ação relativo ao lucro obtido pela companhia, por ação. Foi apresentado pela primeira vez no famoso “*Security Analysis*”, escrito por Benjamin Graham e David Dodd (1934). O P/L mostra quanto os investidores são dispostos a pagar por unidades monetárias de ganhos. Há muito que é

reconhecido como um dos mais indicadores financeiros mais úteis para avaliar os mercados de ações e as ações individuais - segundo Fernandez (2015), inclusive, trata-se do múltiplo de lucro mais utilizado em avaliações relativas.

3.1.2 Variável de Interesse: Troca de CEO (Dummy)

A variável de interesse do trabalho, tendo em mente que o objetivo é verificar o possível efeito da troca de CEOs na performance das empresas, é, precisamente, a *dummy* de evento de troca de CEOs nos períodos de 2011 a 2016, inclusive.

Em um primeiro momento, analisa-se o efeito no curto prazo da troca de comando – ou seja, efeito no ano da mudança, onde:

- Variável *Dummy* = 1, em anos nos quais houve mudança de comando;
- Variável *Dummy* = 0, em anos nos quais não houve mudança de comando.

Posteriormente, com o intuito de complementar a análise, verifica-se o efeito no antes *vs* depois da troca de comando, onde:

- Variável *Dummy* = 1, em todos os anos a partir daquele (inclusive) no qual ocorreu mudança de comando;
- Variável *Dummy* = 0, em todos os anos anteriores aquele (exclusive) no qual ocorreu mudança de comando;

3.1.3 Variáveis de Controle

Para garantir que qualquer relação encontrada entre a troca de CEO e o desempenho das ações não seja explicada por outras variáveis, foi incluída uma série de variáveis de controle na análise. Foram selecionadas variáveis externas que são comumente usadas nas análises estatísticas encontradas em vários estudos anteriores já citados.

3.1.3.1 Retorno do Ibovespa

Com o objetivo de verificar o efeito global do mercado acionário nacional, foi incluído o retorno anual, para o período analisado, do índice Ibovespa, indicador do desempenho médio das ações de maior negociabilidade e representatividade do mercado brasileiro. O índice é ponderado também pelo valor de mercado. Ainda, adicionam-se dividendos/proventos aos preços das ações para obter o desempenho total, o que é consistente com a metodologia do retorno das empresas descrito acima.

3.1.3.2 Retorno do Setor

Utilizando-se a divisão setorial da Economática®, calculou-se, também, o retorno médio ponderado pelo valor de mercado de cada setor. Esta variável de controle é de grande importância, uma vez que empresas da mesma indústria enfrentam, de maneira geral, condições similares e são afetadas pelos mesmos fatores externos. Portanto, presume-se que a média da indústria é uma variável explicativa significativa e importante a se incluir na análise do desempenho individual das empresas.

3.1.3.3 Variação do Produto Interno Bruto (PIB)

A variação do Produto Interno Bruto (PIB) do Brasil é utilizada como variável de controle pois indica o desempenho da economia nacional como um todo, e assume-se que as empresas são, ao menos em certa medida, afetadas pelo desenvolvimento global da economia.

3.1.3.4 Variação do Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA)

O trabalho utilizou a inflação brasileira, representada pelo Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), como uma variável de controle, pois a mesma afeta diretamente não apenas o poder de compra de indivíduos e empresas, mas, também, a depender do perfil de dívida das empresas, afeta as despesas de juros das mesmas e, consequentemente, a performance financeira-operacional.

3.1.3.5 Variação da Taxa de Básica de Juros (SELIC)

A variação da taxa SELIC (taxa de juros equivalente à taxa referencial do Sistema Especial de Liquidação e de Custódia) foi incluída como variável de controle uma vez que, ao servir como taxa básica de juros da economia brasileira, afeta diretamente, assim como a inflação, (i) a disponibilidade (custo) de crédito para os consumidores e empresas e (ii) o custo de dívidas, além de afetar o risco e o custo de oportunidade de investimentos das empresas.

3.1.3.6 Variação da Taxa de Câmbio (R\$/US\$)

A última variável de controle é a variação da taxa de câmbio entre o Real e o dólar norte-americano. Parcela extremamente significativa das empresas brasileiras analisadas são exportadoras e importadoras e, portanto, têm grande parcela de suas receitas e despesas em dólar. Isto posto, variação da taxa de câmbio afeta diretamente a performance dessas companhias. Foi utilizada a taxa de câmbio oficial do Banco Central do Brasil.

3.2 Descrição da amostra

As empresas componentes da amostra estudada são as empresas listadas na Bovespa no período de, no mínimo, 31 dezembro de 2010 a 31 de dezembro de 2016 – de modo que fosse possível calcular o retorno das mesmas para o período completo de 2011 a 2016. Assim, 195 empresas perfazem a amostra, em um total 1.170 observações de 19 setores da economia, segundo classificação Economática® e um total de 171 trocas de CEO nos anos analisados (ou seja, média de mais de 24 trocas por ano analisado).

Tabela 4 - Descrição da amostra

Descrição geral da amostra.

Setor	Nº Empresas	(%) do Total	Nº Trocas de CEO (2011 - 2016)	(%) do Total
Siderur. & Metalur.	18	9%	6	4%
Energia Elétrica	31	16%	20	12%
Outros	44	23%	44	26%
Têxtil	13	7%	11	6%
Alimentos e Bebidas	9	5%	7	4%
Transporte e Serviços	8	4%	6	4%
Comércio	11	6%	8	5%
Máquinas Indust	4	2%	4	2%
Veículos e peças	11	6%	4	2%
Química	6	3%	11	6%
Petróleo e Gas	4	2%	4	2%
Papel e Celulose	4	2%	0	0%
Software e Dados	2	1%	4	2%
Construção	17	9%	17	10%
Minerais não Metal.	2	1%	1	1%
Eletroeletrônicos	4	2%	2	1%
Mineração	1	1%	3	2%
Telecomunicações	4	2%	17	10%
Agro e Pesca	2	1%	2	1%
Total	195	100%	171	100%

Fonte: Elaboração própria.

Como é possível notar, as distribuições de empresas e de trocas de CEO não são concentrados em poucos setores mas, sim, em praticamente todos eles, o que contribui para a análise geral que se pretende fazer.

Outra variável calculada foi o retorno do setor, que é detalhado na tabela 5 abaixo.

Tabela 5 - Retornos por setor

Retornos ponderados (pelo valor de mercado) por setor, por ano.

Setor	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Siderur. & Metalur.	-37%	28%	10%	-49%	-53%	141%
Energia Elétrica	24%	-1%	1%	8%	-1%	83%
Outros	-4%	59%	-7%	-9%	0%	53%
Têxtil	7%	54%	-3%	-24%	-3%	24%
Alimentos e Bebidas	27%	51%	10%	7%	10%	-2%
Transporte e Serviços	2%	52%	-5%	-9%	-23%	39%
Comércio	-11%	64%	-9%	17%	-3%	33%
Máquinas Indust	-14%	45%	18%	30%	0%	7%
Veículos e peças	0%	47%	12%	10%	16%	-21%
Química	159%	46%	22%	-6%	19%	17%
Petróleo e Gas	-18%	-5%	-8%	-33%	-31%	118%
Papel e Celulose	-47%	41%	29%	20%	69%	-30%
Software e Dados	44%	44%	39%	29%	-2%	0%
Construção	-23%	23%	-16%	-26%	-16%	24%
Minerais não Metal.	-17%	77%	16%	-8%	-40%	-15%
Eletroeletrônicos	-8%	5%	31%	14%	-35%	37%
Mineração	-41%	-33%	-84%	-83%	-68%	-3%
Telecomunicações	36%	0%	16%	0%	-23%	27%
Agro e Pesca	-30%	32%	4%	-29%	18%	-8%

Fonte: Elaboração própria.

A tabela 6 apresenta as estatísticas descritivas das variáveis dependente e de controle – exceção feita à variável de interesse, visto tratar-se de variável *dummy*.

Tabela 6 - Estatísticas descritivas

Média, mediana, desvio padrão, máximo e mínimo das variáveis dependentes, de interesse e de controle. N° de observações: 1.170

	Média	Mediana	Desvio Padrão	Máximo	Mínimo
Retorno da Empresa	0,013	0,053	0,489	3,282	-0,967
Q de Tobin	-0,025	-0,054	0,284	2,959	-0,958
Múltiplo P/L	-0,115	-0,111	0,352	2,308	-1,063
Retorno do Ibovespa	-0,006	-0,081	0,197	0,389	-0,181
Retorno do Setor	0,122	0,009	0,356	1,594	-0,843
Variação do PIB	0,003	0,012	0,030	0,040	-0,038
Variação da Inflação (IPCA)	0,069	0,063	0,017	0,107	0,058
Variação da SELIC	0,005	0,009	0,020	0,026	-0,034
Variação da Taxa de Câmbio (R\$/US\$)	0,091	0,085	0,130	0,338	-0,107

Fonte: Elaboração própria.

Em seguida, a tabela 7 apresenta a matriz de correlação entre as variáveis utilizadas para demonstrar que não há multicolineariedade entre as mesmas.

Tabela 7 - Matriz de Correlações

Os símbolos *, ** e *** representam coeficientes significativos a 10%, 5% e 1%, respectivamente. O p-valor está entre parênteses.

	Retorno da Empresa	Q de Tobin	Múltiplo P/L	Troca de CEO (<i>Dummy</i>)	Retorno do Ibovespa	Retorno do Setor	Variação do PIB	Variação da Inflação (IPCA)	Variação da SELIC	Variação da Taxa de Câmbio
Retorno da Empresa	1,00	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Q de Tobin	0,51*** (0,00)	1,00	-	-	-	-	-	-	-	-
Múltiplo P/L	0,43*** (0,00)	0,22*** (0,00)	1,00	-	-	-	-	-	-	-
Troca de CEO (<i>Dummy</i>)	-0,12*** (0,00)	-0,09*** (0,00)	-0,04*** (0,00)	1,00	-	-	-	-	-	-
Retorno do Ibovespa	0,31*** (0,00)	0,25*** (0,00)	0,08*** (0,00)	-0,02 (0,52)	1,00	-	-	-	-	-
Retorno do Setor	0,42*** (0,00)	0,30*** (0,00)	0,18*** (0,00)	0,01 (0,81)	0,53*** (0,00)	1,00	-	-	-	-
Variação do PIB	-0,05* (0,07)	-0,08*** (0,00)	-0,00* (0,07)	-0,03 (0,25)	0,54*** (0,00)	-0,14*** (0,00)	1,00	-	-	-
Variação da Inflação (IPCA)	-0,20*** (0,00)	-0,12*** (0,00)	-0,06** (0,05)	0,05* (0,07)	-0,29*** (0,00)	-0,26*** (0,00)	-0,62*** (0,00)	1,00	-	-
Variação da SELIC	-0,25*** (0,00)	-0,19*** (0,00)	-0,08*** (0,00)	0,02 (0,42)	-0,50*** (0,00)	-0,47*** (0,00)	-0,13*** (0,00)	0,43*** (0,00)	1,00	-
Variação da Taxa de Câmbio (R\$/US\$)	-0,29*** (0,00)	-0,17*** (0,00)	-0,09*** (0,00)	0,05* (0,06)	-0,67*** (0,00)	-0,41*** (0,00)	-0,16*** (0,00)	0,82*** (0,00)	0,40*** (0,00)	1,00

Fonte: Elaboração própria.

Finalmente, pela análise da matriz de correlações percebe-se, por exemplo, correlação negativa entre o Retorno da Empresa e a Troca de CEO (-0,12) e positiva com os Retornos tanto do Ibovespa (0,31) quanto do Setor da mesma (0,42), sendo mais forte a correlação com o Setor do que com o mercado (Ibovespa) de maneira geral, resultados bastante intuitivos. Por fim, também intuitivas são as correlações negativas do Retorno com as Variações do IPCA (-0,20) e SELIC (-0,25), ou seja, quando a inflação e a taxa de juros diminuem, o retorno aumenta, e vice-versa.

3.3 Modelo e Hipóteses

Como um primeiro teste teórico, foi utilizado o modelo de regressão de Mínimos Quadrados Generalizados ou *Pooled GLS*, método aplicado quando há heteroscedasticidade, ou quando há certa correlação entre os resíduos, casos nos quais o método dos mínimos quadrados ordinários pode ser estatisticamente ineficiente ou mesmo viesado, sendo esse o modelo 1, vez que se trata de um bom ponto de partida para as análises de regressão.

Adicionalmente ao modelo 1, aproveitou-se a estrutura de painel dos dados para realização de modelo com efeitos aleatórios (modelo 2) e efeitos fixos (modelo 3). A diferença fundamental entre os dois modelos reside no tratamento do intercepto. Enquanto o modelo de efeitos fixos trata os interceptos como parâmetros fixos, o modelo de efeitos aleatórios trata os interceptos como variáveis aleatórias.

Diversos autores decidem, portanto, entre efeitos fixos ou efeitos aleatórios com base nos interceptos - se são melhor entendidos como parâmetros a serem estimados ou como resultados de uma variável aleatória (Wooldridge, 2006). Para investigar a conveniência de modelo com efeito fixo vs efeito aleatório, estimou-se inicialmente um modelo com efeitos aleatórios, depois com efeitos fixos e, em seguida, realizou-se um teste de especificação Hausman (Gujarati, 2006). Observado o p-valor, não se rejeitou a hipótese nula e, portanto, o modelo mais apropriado era, de fato, o com efeitos

aleatórios (Hsiao, 2003). Foram adicionadas variáveis *dummy* de setor e tempo em todas as regressões realizadas, para controle.

As hipóteses a serem testadas são as seguintes:

(H0): Trocas de CEO não têm efeito significativo na performance das empresas

(H1): Trocas de CEO têm efeito significativo na performance das empresas

Ressalta-se que o trabalho testa as hipóteses de efeito na performance de maneira geral, seja ele positivo ou negativo.

4. RESULTADOS

O modelo 1, apresentado na tabela 8, abaixo, indica que, de fato, não apenas há impacto estatisticamente significativo da troca de CEO na performance das companhias como esse impacto é negativo – em outras palavras, trocas de CEO são maléficas para a companhia, em termos de desempenho, no curto prazo – tanto medido pelo retorno total (-0,139, significativo a um nível de 1%) quanto pelo Q de Tobin (-0,048, significativo a um nível de 1%) e pelo múltiplo P/L (-0,082, significativo a um nível de 1%).

Ademais, todas as variáveis de controle apresentam significância estatística ao nível de, no mínimo, 5%, nos três casos, com um R-quadrado e R-quadrado ajustado maiores no caso do retorno da empresa (0,4459 e 0,4338, respectivamente) do que no caso do Q de Tobin (0,3151 e 0,3001, respectivamente) e do múltiplo P/L (0,1865 e 0,1687, respectivamente), indicando maior capacidade explicativa para o primeiro com relação ao segundo e do segundo com relação ao terceiro. Ainda, as estatísticas Durbin-Watson indicam não haver presença de autocorrelação (dependência) nos resíduos da análise.

Tais resultados são condizentes com os estudos de Weiner e Mahoney (1981), que ressaltam a importância do CEO na performance da empresa mas, principalmente, corroboram a tese de Pfeffer e Davis-Blake (1986) no tocante ao efeito de uma troca de comando, que ocasiona disrupção tão sensível que, por vezes, pode até anular o efeito positivo de substituir um CEO de desempenho insatisfatório. De fato, independente do efeito ser positivo ou negativo (como demonstram os resultados do modelo 1), a existência de impacto no valor da empresa quando ocorre a troca já foi objeto de diversos estudos, como Clayton, Hartzell e Rosenberg (2005), destacando que tais efeitos podem perdurar por até dois anos posteriormente ao evento de mudança de CEO – embora analisem a volatilidade da ação, não retorno absoluto.

Tabela 8 - Modelo 1 (Ano da troca)

A tabela mostra os resultados do Modelo 1 (Pooled GLS).

Os símbolos *, ** e *** representam coeficientes significativos a 10%, 5% e 1%, respectivamente

O p-valor está entre parênteses.

Variáveis	Retorno da Empresa	Q de Tobin	Múltiplo P/L
Troca de CEO (Dummy)	-0,139*** (0,000)	-0,048*** (0,000)	-0,082*** (0,008)
Retorno do Ibovespa	3,710*** (0,001)	2,878*** (0,000)	2,990** (0,042)
Retorno do Setor	0,481*** (0,000)	0,209*** (0,000)	0,287*** (0,000)
Variação do PIB	21,935*** (0,001)	15,748*** (0,000)	19,013** (0,032)
Variação da Inflação (IPCA)	20,137*** (0,002)	12,276*** (0,000)	20,121** (0,019)
Variação da SELIC	8,780*** (0,005)	7,577*** (0,000)	7,896** (0,045)
Variação da Taxa de Câmbio (R\$/US\$)	1,459*** (0,007)	1,642*** (0,000)	0,973** (0,048)
Nº de Observações	1.170	1.170	1.170
R-quadrado	0,4459	0,3151	0,1865
R-quadrado ajustado	0,4338	0,3001	0,1687
Durbin-Watson	1,8653	2,1555	1,9856

Os resultados encontrados também apontam para a grande relevância dos fatores extrínsecos (notavelmente, condições macroeconômicas e setoriais) na determinação do desempenho das empresas – algo já apontado, dentre outros, por Webber e Donahue (2001), por exemplo, que ressaltam que tais fatores são determinantes dos resultados operacionais, econômicos e financeiros.

Com relação aos coeficientes, à exceção da troca de CEOs, já discutida, verifica-se coeficiente positivo para retorno do Ibovespa (3,710, 2,878, e 2,990 respectivamente para cada variável dependente), retorno do setor (0,481, 0,209 e 0,287 respectivamente), variação do PIB (21,935, 15,748 e 19,013, respectivamente) e variação do IPCA (20,137, 12,276 e 20,121, respectivamente), resultados altamente intuitivos e esperados; o mesmo não se pode dizer da SELIC, visto que são positivos e não negativos, como se esperaria em um primeiro momento – ou seja, desempenho melhor das companhias em casos de quedas de inflação e juros.

Tabela 9 - Modelo 1 (Antes x Depois)

A tabela mostra os resultados do Modelo 1 (Pooled GLS).

Os símbolos *, ** e *** representam coeficientes significativos a 10%, 5% e 1%, respectivamente

O p-valor está entre parênteses.

Variáveis	Retorno da Empresa	Q de Tobin	Múltiplo P/L
Troca de CEO (Dummy)	-0,108*** (0,000)	-0,013** (0,042)	-0,117** (0,012)
Retorno do Ibovespa	3,917*** (0,001)	2,865*** (0,000)	2,928** (0,043)
Retorno do Setor	0,469*** (0,000)	0,206*** (0,000)	0,288*** (0,000)
Variação do PIB	22,844*** (0,001)	15,663*** (0,000)	18,378** (0,036)
Variação da Inflação (IPCA)	20,873*** (0,002)	12,219*** (0,000)	19,783** (0,020)
Variação da SELIC	9,310*** (0,003)	7,542*** (0,000)	7,921* (0,051)
Variação da Taxa de Câmbio (R\$/US\$)	1,552*** (0,004)	1,618*** (0,000)	0,916 (0,114)
Nº de Observações	1.170	1.170	1.170
R-quadrado	0,4291	0,3040	0,2022
R-quadrado ajustado	0,4166	0,2949	0,1847
Durbin-Watson	1,8660	2,1464	1,9976

A tabela 9, acima, apresenta os resultados do modelo 1 considerando os efeitos antes vs depois da troca de comando. Como é possível notar, o impacto da troca de CEO na performance das companhias também demonstra-se negativo, embora significativa a um nível de 5% e não mais de 1% (exceção feita ao retorno da empresa).

O modelo 2, apresentado na tabela 10, abaixo, corrobora os resultados auferidos no modelo 1, quais sejam:

(i) as trocas de CEO tem efeito negativo e estatisticamente significativa a um nível de, no mínimo, 5% na performance das companhias, tanto medidas pelo retorno total quanto pelo Q de Tobin e pelo múltiplo P/L.

(ii) todas as demais variáveis de controle que, basicamente, referem-se aos principais fatores macroeconômicos e setoriais, influenciam no retorno (novamente medido tanto pelo retorno total quanto pelo Q de Tobin e pelo múltiplo P/L) significativamente a um nível de, pelo menos, 10%, – exceção feita, no caso do Q de

Tobin e do múltiplo P/L, à variação do IPCA, que apresentou p-valor de aproximadamente 18,6% e 29,2%, respectivamente.

Tabela 10 - Modelo 2 (Ano da troca)

A tabela mostra os resultados do Modelo 2 (Efeitos Aleatórios).

Os símbolos *, ** e *** representam coeficientes significativos a 10%, 5% e 1%, respectivamente

O p-valor está entre parênteses.

Variáveis	Retorno da Empresa	Q de Tobin	Múltiplo P/L
Troca de CEO (Dummy)	-0,162*** (0,000)	-0,070*** (0,003)	-0,067** (0,023)
Retorno do Ibovespa	6,305*** (0,000)	2,509** (0,022)	2,301** (0,036)
Retorno do Setor	0,403*** (0,000)	0,187*** (0,000)	0,292*** (0,000)
Variação do PIB	36,958*** (0,001)	12,935* (0,051)	15,561 (0,309)
Variação da Inflação (IPCA)	34,393*** (0,001)	8,528 (0,186)	17,749 (0,233)
Variação da SELIC	16,421*** (0,001)	6,488** (0,035)	6,045** (0,043)
Variação da Taxa de Câmbio (R\$/US\$)	2,526*** (0,003)	1,588*** (0,003)	0,569* (0,052)
Nº de Observações	1.170	1.170	1.170
R-quadrado	0,2317	0,1371	0,0593
R-quadrado ajustado	0,2149	0,1182	0,0387
Durbin-Watson	1,8414	2,1307	2,1430

Analisando a tabela 11 abaixo, que apresenta os resultados da análise do antes vs depois da troca, as conclusões seguem o mesmo racional das conclusões do modelo 1, ou seja, que a troca de CEO continua a apresentar resultado negativo e estatisticamente relevante, porém a níveis, em geral, maiores do que em relação à análise de curto prazo (ano da troca).

Tabela 11 - Modelo 2 (Antes x Depois)

A tabela mostra os resultados do Modelo 2 (Efeitos Aleatórios).

Os símbolos *, ** e *** representam coeficientes significativos a 10%, 5% e 1%, respectivamente

O p-valor está entre parênteses.

Variáveis	Retorno da Empresa	Q de Tobin	Múltiplo P/L
Troca de CEO (Dummy)	-0,116*** (0,000)	-0,016* (0,083)	-0,107** (0,028)
Retorno do Ibovespa	6,390*** (0,000)	2,554** (0,020)	2,324** (0,038)
Retorno do Setor	0,391*** (0,000)	0,183*** (0,000)	0,285*** (0,000)
Variação do PIB	37,108*** (0,000)	13,171** (0,048)	15,328* (0,096)
Variação da Inflação (IPCA)	34,490*** (0,000)	8,767 (0,177)	17,449* (0,071)
Variação da SELIC	16,745*** (0,000)	6,608** (0,032)	6,216 (0,379)
Variação da Taxa de Câmbio (R\$/US\$)	2,555*** (0,000)	1,595*** (0,003)	0,591 (0,229)
Nº de Observações	1.170	1.170	1.170
R-quadrado	0,2282	0,1307	0,0623
R-quadrado ajustado	0,2113	0,1117	0,0418
Durbin-Watson	1,8352	2,1167	2,1446

Os resultados, principalmente o efeito negativo da troca de CEO na performance, esta em linha com os achados de Grusky (1963), que concluiu ser a correlação entre as mudanças e melhora no desempenho negativa, dado o “efeito disruptivo” nos processos organizacionais, fruto da troca de comando.

De outra feita, os resultados do presente trabalho apresentam conclusão distinta de Khurana e Nohria (2000) que, ao estudarem o impacto da troca de CEOs na performance das firmas (utilizando o índice ROA como *proxy*), concluíram que as trocas de comando geralmente apresentam efeito positivo (resultado contrário ao aqui encontrado) na performance no curto prazo.

Finalmente, o modelo 3 é apresentado na tabela 12, abaixo, considerando os resultados referentes ao ano da troca de CEO. Novamente, há a indicação de que, de fato, trocas de CEO são maléficas para a companhia, em termos de desempenho, no curto prazo – considerando qualquer das três variáveis dependentes analisadas – a um nível de, no mínimo, 10% (no caso do múltiplo P/L).

Ainda, todas as variáveis de controle apresentam significância estatística ao nível de, no mínimo, 10%, nos três casos.

Tabela 12 - Modelo 3 (Ano da troca)

A tabela mostra os resultados do Modelo 3 (Efeitos Fixos).

Os símbolos *, ** e *** representam coeficientes significativos a 10%, 5% e 1%, respectivamente

O p-valor está entre parênteses.

Variáveis	Retorno da Empresa	Q de Tobin	Múltiplo P/L
Troca de CEO (Dummy)	-0,091*** (0,000)	-0,058*** (0,000)	-0,028* (0,088)
Retorno do Ibovespa	3,792*** (0,000)	3,139*** (0,000)	3,365** (0,011)
Retorno do Setor	0,476*** (0,000)	0,206*** (0,000)	0,304*** (0,000)
Variação do PIB	22,621*** (0,001)	17,245*** (0,000)	21,536*** (0,008)
Variação da Inflação (IPCA)	20,742*** (0,001)	13,557*** (0,000)	22,672*** (0,004)
Variação da SELIC	9,029*** (0,002)	8,291*** (0,000)	8,946** (0,017)
Variação da Taxa de Câmbio (R\$/US\$)	1,470*** (0,004)	1,786*** (0,000)	1,136* (0,079)
Nº de Observações	1.170	1.170	1.170
R-quadrado	0,6029	0,4017	0,4006
R-quadrado ajustado	0,5204	0,2774	0,2762
Durbin-Watson	2,1840	2,1273	2,1836

No caso da análise antes vs depois, os resultados apontam para impacto negativo e estatisticamente significativo das trocas de CEO considerando todas as variáveis dependentes embora, observa-se, a relação é menos forte e significativa do que na análise do ano da troca, resultado que apresenta-se consistente considerando os modelos anteriores, também.

Tabela 13 - Modelo 3 (Antes x Depois)

A tabela mostra os resultados do Modelo 3 (Efeitos Fixos).

Os símbolos *, ** e *** representam coeficientes significativos a 10%, 5% e 1%, respectivamente

O p-valor está entre parênteses.

Variáveis	Retorno da Empresa	Q de Tobin	Múltiplo P/L
Troca de CEO (Dummy)	-0,043** (0,028)	-0,005* (0,091)	-0,057* (0,077)
Retorno do Ibovespa	3,957*** (0,000)	3,138*** (0,000)	3,326** (0,012)
Retorno do Setor	0,462*** (0,000)	0,199*** (0,000)	0,303*** (0,000)
Variação do PIB	23,565*** (0,000)	17,247*** (0,000)	21,138*** (0,008)
Variação da Inflação (IPCA)	21,662*** (0,001)	13,501*** (0,000)	22,336*** (0,004)
Variação da SELIC	9,382*** (0,001)	8,311*** (0,000)	8,911** (0,017)
Variação da Taxa de Câmbio (R\$/US\$)	1,518*** (0,003)	1,767*** (0,000)	1,113 (0,114)
Nº de Observações	1.170	1.170	1.170
R-quadrado	0,5947	0,3944	0,4024
R-quadrado ajustado	0,5105	0,2687	0,2783
Durbin-Watson	2,2807	2,2182	2,1829

Observados os resultados tanto do modelo 1 quanto dos modelos 2 e 3, a tendência é reforçar as teorias da Liderança Estratégica e a Perspectiva de Escolha Estratégica em detrimento da Ecologia Populacional.

As primeiras sustentam que a empresa é um reflexo de seu time executivo e suas percepções e, dado que as percepções cognitivas individuais dos diretores afetam diretamente suas escolhas estratégicas, trocas de comando deveriam impactar o desempenho da empresa, uma vez que CEOs diferentes trazem diferentes percepções (Finkelstein e Hambrick, 1996). Essas perspectivas defendem um papel importante do time executivo no desempenho organizacional e, conseqüentemente, mudanças no time - no qual o CEO desempenha o papel mais importante – necessariamente afetariam a performance da empresa (Child, 1972).

A perspectiva da Ecologia Populacional (Hannan e Freeman, 1977) ao argumentar que os CEOs não podem afetar significativamente o desempenho da empresa, não parece encontrar base sólida nos resultados encontrados nesse trabalho.

Em suma, com base nos modelos analisados, para as três variáveis dependentes utilizadas, pode-se rejeitar H_0 , ou seja, a hipótese de que trocas de CEO não têm efeito significativo na performance das empresas, tanto no ano da troca quanto considerando o antes vs depois da troca para o período analisado. Possíveis explicações para isso seriam que (i) eventualmente seria preciso um tempo mais longo (mais que 5 anos, por exemplo) para que um novo CEO tenha um efeito positivo, dado que qualquer efeito é função direta da relação entre as características do novo CEO e da empresa (Gupta e Govindarajan, 1984; Hambrick e Mason, 1984), (ii) a reestruturação decorrente de um novo comando custe os primeiros anos e o efeito positivo se dê num horizonte maior e (iii) um novo CEO geralmente traz à luz todos os investimentos ruins, o que ocasiona em efeito ruim por parte do acionista no curto e médio prazos mas que, em teoria, no longo prazo, seria revertido.

5. CONCLUSÃO

Neste trabalho, conforme exposto destarte, o objetivo é estudar o efeito da troca do CEO no desempenho da empresa. Foram apresentadas diversas teorias sobre tal efeito e, juntamente com a amostra selecionada, foi construído um modelo teórico que inclui a troca do CEO como fator para medir a performance da companhia.

Para testar o modelo teórico, foi utilizada uma abordagem quantitativa em que se incluiu 195 empresas brasileiras listadas na Bovespa ao longo de um período de 6 anos, de 2011 a 2016. Foi possível encontrar relações negativas e estatisticamente significantes entre trocas de CEO e performance da empresa no intervalo de tempo analisado, seja considerando o retorno total, o Q de Tobin ou o múltiplo P/L como *proxies* de desempenho.

Embora existam muitas interpretações possíveis dos dados, é plausível admitir que eles indicam fortemente que a mudança do CEO tem um efeito (negativo), no curto e médio prazos, no desempenho da empresa. Por conseguinte, os Conselhos de Administração devem tomar um cuidado considerável antes de mudar o CEO.

No tocante às limitações, o trabalho possui um conjunto limitado de variáveis de controle, e um maior nível de compreensão pode ser alcançado se mais variáveis de controle puderem ser incluídas. As sugestões sobre variáveis de controle, além das incluídas nesse estudo, poderiam ser índices de ciclo econômico globais, devido à globalização e atuação transnacional das empresas. Além das variáveis de controle externo, as variáveis de controle interno, como tamanho da empresa, números-chave como Razões D / E, liquidez e número de funcionários podem ser usadas para melhorar o modelo.

Outra limitação que deve ser discutida refere-se à questão da endogeneidade decorrente da causalidade reversa entre as variáveis dependentes e de interesse – ou seja, em outras palavras, confundir causa com efeito, o que ocorre, com frequência, quando certas variáveis são assumidas como exógenas quando, na realidade, são endógenas. Possível contraponto seria utilizar um modelo que tratasse desse problema de endogeneidade, como o modelo GMM (*Generalized Method of Moments*), modelo

proposto por Blundell e Bond (1998) em continuidade aos estudos de Arellano e próprio Bond (1991), algo que poderia eventualmente ser explorado em estudos posteriores.

Finalmente, para estudos posteriores, um tópico relacionado que poderia ser interessante seria estudar se - e como - os efeitos da troca de CEOs diferem entre indústrias e também entre pequenas, médias e grandes empresas. A troca de CEOs em setores estáveis tem um efeito maior do que as mudanças de CEO em indústrias turbulentas ou vice-versa? As mudanças de CEOs em empresas menores têm um efeito maior no desempenho da empresa do que em empresas maiores? Eventualmente, trocas de comando em empresas menores poderia ter um impacto maior do que em empresas maiores, sob a hipótese de que as primeiras seriam mais flexíveis do que grandes empresas.

6. REFERÊNCIAS

ARELLANO, M.; BOND, S. **Some Tests of Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence and an Application to Employment Equations**. The Review of Economic Studies, Vol. 58, No. 2 (Apr., 1991), pp. 277-297

BARKER, V.L.; MUELLER, G. C. **CEO Characteristics and Firm R&D Spending**. Management Science, v. 48, n. 6, p. 782-801, 2002

BLUNDELL, R; BOND, S. **Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models**. Journal of Econometrics, v. 87, n. 1, p. 115-143, 1998.

BORINELLI, M. L. **A identificação do ciclo de vida das pequenas empresas através das demonstrações contábeis**. Florianópolis – SC, 1998.

BRAGA, R. **Fundamentos e Técnicas de Administração Financeira**. São Paulo: Atlas, 1995.

CHILD, J. (1972). **Organizational structure, environment and performance: The role of strategic choice**. Sociology vol 6:4 , 482-496.

FERNANDEZ, P. **Valuation using multiples: How do analysts reach their conclusions?**. Disponível em SSRN 274972, 2015

FINKELSTEIN, S., & HAMBRICK, D. ., (1996). **Strategic Leadership: Top executives and their effects on organizations**. West Publishing: St. Paul.

GAMSON, W. A., & SCOTCH, N., **Scapegoating in baseball**, American Journal of Sociology, 70, 1964 pp.69-72.

GRUSKY, O., **Managerial succession and organizational effectiveness**, American Journal of Sociology, 69, 1963, pp. 21-31.

GUJARATI, Damodar. **Econometria Básica**, tradução da 4a edição, Rio de Janeiro, Elsevier Editora, 2006, p. 513-528

GUPTA, A. K., & GOVINDARAJAN, V. 1984. **Business-unit strategy, managerial characteristics, and business-unit effectiveness at strategy implementation**. Academy of Management Journal, 27: 25-41.

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

HANNAN, M. T., & FREEMAN, J. H.; **The population ecology of organizations**. American Journal of Sociology, 82: 929-964, 1977

HSIAO, Cheng. **Analysis of Panel Data**. 2nd Ed, Cambridge, Cambridge University Press, 2003

KAPLAN, S. N., & MINTON, B. A. **How Has Ceo Turnover Changed?** University of Chicago, Ohio State University, 2008

KHURANA, R., & NOHRIA, N., **The performance consequences of CEO turnover**, Working paper. 2000.

LIEBERSON, S., & O'CONNOR, J. F. 1972. **Leadership and organizational performance: A review of large corporations**. American Sociological Review, 37: 117-130.

LUBATKIN, MH; CHUNG, KH; ROGERS, RC; OWERS, JE, **Stockholder Reactions to CEO Changes in Large Corporations** (1989). ACADEMY OF MANAGEMENT JOURNAL. 134.

LUCCHESI, E. P.; FAMÁ, R. **O impacto das decisões de investimento das empresas no valor de mercado das ações negociadas na Bovespa no período de 1996 a 2003**. R. Adm, v. 42, n. 2, p. 249-260. São Paulo: 2007.

MAURY, B. **Family ownership and firm performance: Empirical evidence from Western European corporations**, Journal of Corporate Finance, n. 12 p. 321-341, 2006.

MINTZBERG, H.; **Organizational power and goals: A skeletal theory**. In C. W. Hofer & D. E. Schendel (Eds.), Strategic management: 64-80. Boston: Little, Brown & Co., 1979

PITCHER, P.; CHREIM, S.; KISFALVI, V.. **CEO succession research: methodological bridges over troubled waters**. Strategic Management Journal. V. 21, n. 6 John Wiley & Sons, Ltd. 2000.

PFEFFER, J., & DAVIS-BLAKE, A. 1986. **Administrative succession and organizational performance: How administrator experience mediates the succession effect**. Academy of Management Journal, 29: 72-83.

PUFFER, S. M., & WEINTROP, J. B. (1991). **Corporate Performance and CEO Turnover: The Role of Performance Expectations**. Administrative Science Quarterly, Vol 36, No.1 , 1-19

ROSENBERG, JV., CLAYTON, MJ. & HARTZELL, JC. **The Impact of CEO Turnover on Equity Volatility** (2003)

ROSS, SA.; WESTERFIELD, RW.; JORDAN, BD. **Princípios de Administração Financeira**. São Paulo: SP: Atlas, 2002.

TAYLOR, L. A., **Why Are CEOs Rarely Fired? Evidence from Structural Estimation**, The Journal of Finance, 65, 2010, pp. 2051–2087.

VAN EES, H.; ELMER, S.; POSTMA, T. J. B. M. **Board Characteristics and Corporate Performance in the Netherlands**. Eastern Economic Journal, v. 29, n. 1, p. 41-58, 2003.

VILLALONGA, B.; AMIT, R. **How Do Family Ownership, Control, and Management Affect Firm Value?**, Working Paper, 2004

WARNER, J. B., WATTS, R. L., & WRUCK, K. H. (1988). **Stock Prices and Top Management Changes**. Journal of Financial Economics vol 20 , 461-492.

WEBBER, S. S.; DONAHUE, L. M. **Impact of highly and less job-related diversity on work group cohesion and performance: A meta-analysis**. Journal of Management, v. 27, p. 141-162, 2001.

WEINER, N., & MAHONEY, T. A. 1981. **A model of corporate performance as a function of environmental, organizational and leadership influences**. Academy of Management Journal, 24: 453-470.

WOOLDRIDGE J. M. **Introdução à econometria: uma abordagem moderna**. Michigan State University, Thomson Learning, South Western College Publishing, 2006.

WIESERMA, M. F.; BANTEL, K. A. **Top Management Team Demography and Corporate Strategic Change**. Academy of Management Journal, v. 35, n.1, p. 91 – 121, 1992.

WILDT, C. **CEO Turnover and corporate performance: the German case**. Kiel: Vauk, 1996.

ZAHRA, S. A.; PEARCE, J. A. **Boards of Directors and Corporate Financial Performance: A Review and Integrative Model**. Journal of Management, v. 15, n. 2, p. 291-334, 1989.