

PUNIDOS POR BAIXO DESEMPENHO: IMPACTOS DA GOVERNANÇA CORPORATIVA SOBRE O *TURNOVER* DE EXECUTIVOS NO BRASIL

Wesley Mendes-da-Silva *
Walter Fernando Araújo de Moraes **

RESUMO

Uma crescente parcela das pesquisas realizadas em Estratégia e em Finanças tem dedicado atenção ao estudo da governança corporativa, destacando suas implicações para o desempenho global das empresas. Uma das formas de avaliar as estruturas e práticas de governança corporativa é verificar a sensibilidade do *turnover* de executivos ao desempenho da firma, objetivo desta pesquisa. A análise é conduzida tomando como referência um conjunto de 176 empresas industriais listadas na Bovespa entre 1997 e 2001. Os principais resultados obtidos foram três: (a) a composição do conselho de administração não mostrou-se significativa para o nível de *turnover*; (b) a rentabilidade da empresa esteve correlacionada de forma significativa e negativa com o *turnover*, indicando que as empresas que atingiram melhores níveis de retorno sobre seus ativos, bem como aquelas que obtiveram maiores valores para a rentabilidade sobre o patrimônio líquido, em média, substituíram menores parcelas de sua diretoria executiva; (c) entre as variáveis estudadas, a mais importante para determinação do *turnover* é o tamanho da firma.

ABSTRACT

An increasing stream of research in strategy and finance dedicates attention to the study of corporate governance—especially its implications for firm performance. One of the ways to evaluate common practice and corporate governance structure is to verify the sensitivity of executive turnover to firm performance, which is the focus of this research. This analysis focuses on a sample of 176 industrial companies listed on the São Paulo Stock Exchange from 1997 up to 2001. There are three main results: (a) board composition is not significantly associated with the level of turnover; (b) profitability is significantly and negatively associated with turnover, indicating that better companies with a higher return on assets, as well as those with a higher return on equity, on average, replace fewer executives; (c) among the variables examined, the most important determinant of turnover is firm size.

* *Doutorando FEA/USP*

** *Prof. PPGA/UFPE*

INTRODUÇÃO

Uma significativa e crescente parcela da produção científica nas áreas de finanças e de estratégia tem dedicado espaço às questões relativas às práticas de governança corporativa, sobretudo à atuação do conselho de administração. Para o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC, 2006), governança corporativa consiste em um sistema, princípios e processos por meio dos quais as empresas são controladas e administradas e que colocam o conselho de administração como referência central do sistema. Além do conselho, fazem parte da estrutura de governança os acionistas; os executivos da empresa; a auditoria independente e os *stakeholders* (associações, sindicatos, fornecedores, funcionários e outros grupos que possuem influência na gestão da empresa).

Nesse contexto, as práticas de governança corporativa também têm sido freqüentemente apontadas como um dos indutores de desempenho superior para uma firma. Um dos mecanismos de governança dos quais a empresa pode se utilizar é o conselho de administração, elemento de controle interno, uma vez que o próprio mercado constitui um elemento de controle (externo) da firma. Alguns autores têm defendido a independência do conselho como fator preponderante para o bom funcionamento do conselho de administração. Em outras palavras, para alguns estudiosos do tema da governança corporativa, para que um conselho de administração possa bem desempenhar sua função, representar os acionistas perante a diretoria executiva, é conveniente que esse seja essencialmente composto de pessoas que não pertençam simultaneamente ao quadro de executivos, ou seja, conselheiros externos à diretoria executiva (*Outsiders*).

De forma similar, o monitoramento dos executivos por parte dos membros do conselho de administração tem figurado como objeto de pesquisa em diversos estudos ao redor do mundo. Assim, o papel do conselho de administração no controle interno da empresa incluiria o monitoramento das atividades dos executivos, existindo, então, a possibilidade de que esses últimos sejam punidos por desempenho fraco. Mas a capacidade disciplinadora do conselho poderia estar comprometida se esse órgão estivesse essencialmente composto de pessoas diretamente ligadas à diretoria executiva da firma (*Insiders*). Em síntese, em empresas cuja estrutura de governança estivesse adequadamente configurada, um executivo que não apresentasse desempenho satisfatório aos acionistas poderia ser substituído, segundo o entendimento dos membros do conselho de administração.

Em contrapartida, mesmo crescente, a literatura sobre governança corporativa, a partir da experiência brasileira, ainda é discreta e, em certa medida, inconclusiva. Em meio a freqüentes escândalos financeiros, incluindo fraudes em organizações públicas e privadas, o que põe em dúvida a credibilidade que o investidor atribui às administrações, além do aumento do volume de negócios na Bolsa de Valores de São Paulo, Bovespa, o entendimento das implicações das práticas de governança são do interesse de governos, empresas, investidores e cidadãos preocupados em proteger o retorno de seus investimentos.

Assim, o objetivo deste estudo é verificar a sensibilidade do *turnover* de executivos ao desempenho da firma, a partir da atuação da sua estrutura de governança, destacadamente a composição do conselho de administração, nas estruturas de governança corporativa das empresas de atividade manufatureira em operação no Brasil. A análise será conduzida a partir de um conjunto de empresas similar ao utilizado por Mendes-da-Silva e Moraes (2004). Para a determinação do conjunto de empresas, foram consideradas as informações anuais fornecidas por 176 empresas manufatureiras, todas com ações na Bovespa, à Comissão de Valores Mobiliários – CVM, no período de 1997 a 2001, mesmo período utilizado por Mellone Júnior e Saito (2004) para estudar determinantes do *turnover* de executivos em empresas brasileiras de capital aberto. O presente estudo torna-se relevante uma vez que, ao revisar a literatura nacional sobre essa temática, constata-se que ainda são insuficientes as discussões, sejam teó-

ricas ou empíricas, sobre governança corporativa em empresas brasileiras, restando ainda diversos aspectos associados à governança corporativa a investigar.

Os principais resultados obtidos neste artigo são: primeiro, nenhuma das variáveis de composição do conselho de administração mostrou-se significativa para o nível de *turnover*; em segundo lugar, a rentabilidade da empresa esteve correlacionada de forma significativa e negativa com o *turnover*, indicando que as empresas que atingiram melhor nível de retorno sobre seus ativos, bem como aquelas que obtiveram maiores valores para a rentabilidade sobre o patrimônio líquido, em média, substituíram menores parcelas de sua diretoria executiva, apoiando as expectativas preliminares; e um terceiro resultado é que entre as variáveis estudadas, a mais importante para determinação do *turnover* de executivos é o tamanho da firma.

Este artigo está organizado em cinco partes, incluindo-se esta introdução. A seção 2 apresenta as bases teóricas do estudo, assim como o problema de pesquisa e sua importância; a seção 3 detalha os procedimentos metodológicos empregados na análise dos dados; logo após, na seção 4, são apresentados os resultados empíricos obtidos; e, finalmente, na seção 5, são realizadas as conclusões do estudo.

BASES TEÓRICAS DO ESTUDO E PROBLEMA DE PESQUISA

O PAPEL DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO NA GOVERNANÇA CORPORATIVA

A finalidade principal da administração da empresa deve ser a maximização do valor para os proprietários, sejam majoritários ou não. Nessa ótica, La Porta *et al.* (1998 e 2000) argumentam que a habilidade da firma para atrair capitais a custos menores e para estabelecer crescimento é limitada, na medida em que o controle é separado da propriedade, sem aumentar excessivamente o risco de expropriação dos investidores por parte dos administradores. De forma complementar, sistemas de proteção legal aos investidores reduzem o risco de expropriação e, portanto, proporcionam maior separação entre a propriedade e o controle e, ainda, permitem maior crescimento.

A relação entre investidores, acionistas, executivos e o conselho de administração diz respeito ao *problema de agência*, em que metas, incentivos e mecanismos de controle são estabelecidos em "regras de conduta". Os integrantes da alta administração são agentes dos proprietários que os contrataram e lhes deram a autoridade de tomada de decisões para administrar a empresa. Os potenciais conflitos de interesses entre a maximização do valor da empresa e os interesses pessoais dos executivos são identificados como *problemas de agência* (JENSEN e MECKLING, 1976). Em casos de divergência, freqüentemente por má gestão dos contratos e das metas estabelecidas entre a propriedade da empresa (acionistas) e a alta administração, os resultados obtidos pela empresa e o lucro-preço da ação são afetados. O primeiro decorre do processo de gestão da empresa, enquanto o segundo é estabelecido pelo mercado que, em tese, tem maior percepção sobre o desempenho organizacional. Com a intenção de minimizar os efeitos dos conflitos de interesses entre executivos e acionistas, empreendem-se ações que visam a administrar os *problemas de agência*. De maneira geral, dois fatores servem para prevenir ou minimizar problemas de agência: as *forças do mercado* e os chamados *custos de agência* (ALMEIDA, 2002).

Basicamente, os *custos de agência* são aqueles em que os proprietários da empresa (*principais*) incorrem com o objetivo de monitorar (mecanismos de controle interno, e.g. o conselho de administração) e estimular (recompensas) os execu-

tivos (*agentes*) a proceder segundo os interesses da firma, em primeiro lugar. O estabelecimento de que a governança corporativa possa trazer e indicar a qualidade da administração como forma de monitorar o comportamento dos administradores, talvez seja uma maneira adequada de perseguir e obter as metas almeçadas para a empresa. Assim, quanto melhor for a governança, melhor deve ser a qualidade das decisões da administração, o que é fundamental para atingir o desempenho acima da média por parte da empresa, já que o objetivo principal da administração, *a priori*, é maximizar valor para o acionista.

O conselho de administração é apontado como principal elo entre propriedade e controle, o instrumento central de governança, conforme argumentos apresentados por Martins e Rodrigues (2005, p. 23-35), em recente artigo sobre os atributos e papéis dos conselhos de administração das empresas brasileiras. De acordo com Mellone Júnior e Saito (2004), basicamente três fatores são importantes na determinação da eficiência do conselho: (i) independência do conselho, (ii) número de membros, e (iii) separação entre o principal executivo e o presidente do conselho de administração. A independência pode garantir eficiência das atividades na administração, em que o conselho de administração manter-se-ia essencialmente independente dos diretores executivos.

Por outro lado, Bhagat e Black (2002) defendem a não relevância da independência do conselho com relação ao desempenho da firma, e argumentam que o custo do monitoramento do executivo por parte do conselho independente não se justificaria pelo desempenho atingido, aspecto também destacado por Mellone Júnior e Saito (2004), restando um impasse: quem monitora os monitores? No Brasil, ainda é tímida a produção acadêmica acerca dessa temática, podendo-se destacar os estudos de Monaco (2000), Dutra e Saito (2002), Silveira, Barros e Famá (2003) e de Mendes-da-Silva, Moraes e Rocha (2004). Na literatura internacional encontram-se alguns trabalhos, especialmente discutindo questões ligadas ao desempenho da firma, como impacto do controle da propriedade no valor da firma e na eficiência corporativa em função da concentração da propriedade, que podem ser observados nas pesquisas de McConaughy, Matthews e Fialko (2001); Mustakallio, Autio e Zahra (2002); Ehrhardt e Nowak (2003); e Galbraith (2003).

É reconhecida na literatura a dificuldade em definir se, de fato, um conselho é independente da diretoria executiva. Na maioria das vezes, as empresas não informam o grau de independência com os acionistas que o elegeram, conforme evidenciado na classificação de conselheiros definidos no estudo da composição de conselhos de Dutra e Saito (2002). Em consequência desse aspecto, neste artigo, utilizar-se-á a terminologia de *Insider* para aqueles conselheiros que acumulam funções no conselho de administração, juntamente com a diretoria executiva; e *Outsider*, para o conselheiro externo à diretoria executiva, uma vez que ser externo à diretoria é uma condição necessária, porém não suficiente, para a independência de um membro do conselho de administração.

A respeito das atribuições do conselho de administração no contexto da governança corporativa, autores como Zahra e Pearce II (1989); Demb e Neubauer (1992); Johnson *et al.* (1996); Forbes e Milliken (1999); e Stiles e Taylor (2001) elegem como seus três papéis principais: (a) estratégia corporativa, juntamente com a responsabilidade de não somente monitorá-la, mas, também, influenciá-la; (b) controle sobre gerentes, diretores e os recursos da empresa; e um terceiro (c) exercício de papel institucional, aconselhando gestores, além de promover institucionalmente a organização na comunidade.

OS CONSELHOS DE ADMINISTRAÇÃO E O MONITORAMENTO DOS EXECUTIVOS

Ao revisar a literatura sobre governança corporativa identificam-se duas estratégias para verificar a efetividade de uma estrutura de governança. A primei-

ra, utilizada por Kaplan (1994) e Coffee (1999), consiste em testar se o *turnover* de executivos aumenta com o declínio do desempenho. A segunda, que deriva de Morck *et al.* (1988) e de McConnell e Servaes (1990), analisa o valor da firma em relação a empresas similares. Mas, definir padrões de governança corporativa que maximizem o valor da firma ainda é um problema. Por conseguinte, a qualidade da gestão depende da qualificação dos administradores e, destacadamente, do seu desempenho individual (VOLPIN, 2002). Em outras palavras, consiste essencialmente em um processo paulatino de avaliação e suporte à alta administração, que contribuirá para que o conselho de administração, um dos principais mecanismos de governança corporativa, possa atingir seu objetivo principal que é aumentar a lucratividade e o valor da firma.

Coffee (1999) argumenta que sistemas de governança eficientes penalizam os executivos das empresas que possuem níveis sofríveis de desempenho de suas ações, assim como aquelas que possuem fluxos de caixa pouco expressivos. Adicionalmente, se fosse verificada ausência de sensibilidade do *turnover* ao desempenho, isso poderia ser uma indicação de estrutura de governança inadequada, o que poderia refletir no valor da firma. Corroborando os argumentos de Coffee (1999), os achados do trabalho de Volpin (2002), a partir de dados do mercado italiano, revelaram significativa probabilidade de *turnover* dos executivos para firmas que exibem baixo desempenho, os quais também foram consistentes com as conclusões a que chegou Weisbach (1988). Apoiando a idéia da relevância da independência do conselho de administração para a sensibilidade do *turnover* de executivos ao desempenho da firma, Renneboog (2000) encontrou indícios de que a separação entre principal executivo e o presidente do conselho de administração está relacionado positivamente com um maior grau de substituição de executivos. Mas é importante registrar que vários executivos que também são diretores do conselho podem, por outro lado, melhorar a integração da governança com assuntos operacionais, conforme ressaltam Monks e Minow (2001). No caso brasileiro, Carmona e Santana (2002), utilizando modelos *probit*, a partir de dados que compreenderam o período de 1997 a 2001 referentes a 46 empresas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo, tendo o *turnover* de executivos como variável dependente da *performance* financeira, não encontraram associações estatisticamente significativas entre medidas de desempenho e nível de *turnover* de executivos; apenas o tamanho da empresa apresentou-se significativo para a variável dependente.

Mais recentemente, Mellone Júnior e Saito (2004) analisaram os principais determinantes na substituição de executivos de empresas listadas na Bovespa no período de 1997 a 2001, levando em consideração: (a) a substituição de quaisquer membros da diretoria executiva, e (b) a substituição do principal executivo da empresa (presidente ou superintendente). Nessa pesquisa, dois fatores foram relacionados com a substituição de executivos: (i) o desempenho da empresa, e (ii) o monitoramento interno. Esses autores observaram que o desempenho é determinante da substituição de um membro da diretoria executiva, porém não se aplica ao principal executivo da empresa. A coincidência do papel de presidente do conselho e do principal executivo explica, em parte, este último resultado. Por outro lado, a substituição do principal executivo da empresa é positivamente relacionada com (a) o tamanho do conselho de administração, e (b) a baixa liquidez e/ou a insolência da empresa. Na ótica desses autores, tais resultados estariam relacionados com a substituição do principal executivo e com o monitoramento interno exercido pelo(s) acionista(s) controlador(es) e credor(es), respectivamente.

Ainda para Mellone Júnior e Saito (2004), como consequência da concentração de propriedade e dos custos de "*free riding*" no controle (baixo interesse dos membros do conselho de administração no monitoramento dos executivos), espera-se uma relação positiva entre concentração de propriedade e *turnover* de executivos. Em outras palavras, o monitoramento dos executivos, em caso de fraco desempenho, pode representar um *custo de agência* relativamente elevado, até mesmo proibitivo, para os acionistas minoritários. O monitoramento cria um custo relacionado com a eficiência do controle, mas os benefícios são proporcionais ao

controle. Por isso, o acionista minoritário possui incentivos para “pegar carona”, aproveitando-se dos benefícios gerados pelo monitoramento dos outros acionistas, mas sem incorrer no custo do monitoramento (um dos *custos de agência*). Se o controle de uma empresa é muito disperso, portanto, poderá ser ineficiente. Neste caso, o monitoramento por um acionista suficientemente grande para internalizar os custos do monitoramento é mais eficiente. Em resumo, a presença de grandes acionistas na estrutura de controle seria positivamente correlacionada com uma maior substituição de executivos quando o desempenho da empresa é fraco.

Alguns autores também têm chamado a atenção para as peculiaridades das empresas familiares, em se tratando de profissionalização, processo sucessório, desempenho, estratégias corporativas, entre outros aspectos menos frequentemente citados. Em se tratando da experiência brasileira, utilizando um conjunto de empresas e um período de tempo similares aos utilizados por Mendes-da-Silva e Moraes (2004), Mendes-da-Silva e Melo (2005) estudaram o efeito da gestão familiar sobre a estrutura de governança e ainda sobre a sensibilidade do *turnover* de executivos à *performance* da firma. Os principais resultados encontrados por esses últimos revelam que, se analisando os conjuntos de empresas familiares e não familiares de forma isolada, as empresas familiares apresentaram sensibilidade do *turnover* de executivos ao desempenho financeiro quando este é medido por indicadores de rentabilidade. Desse modo, parece que as empresas familiares, mesmo possuindo conselhos de administração significativamente menores, dedicam maior atenção ao desempenho da firma para motivar substituições de executivos, ao menos em termos de rentabilidade.

Assim, como destacam Mellone Júnior e Saito (2004) e Hermlin e Weisbach (2001), há uma distinção entre substituição voluntária e involuntária (e.g. aposentadoria). Porém, em ambos os trabalhos, os autores ressaltam que a maioria das trocas de executivos deve-se ao fraco desempenho. Registram, ainda, que a falta de inclusão entre troca voluntária ou involuntária nos modelos é irrelevante no impacto no desvio padrão dos coeficientes estimados.

Na próxima seção são apresentados os procedimentos metodológicos empregados na realização desta pesquisa, incluindo: o conjunto de empresas estudadas; a coleta e tratamento dos dados; e o modelo empírico testado.

PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

AMOSTRA, DADOS E VARIÁVEIS

A pesquisa que lastreia este trabalho desenvolveu-se com base no período de 1997 a 2001, utilizando-se dados de todas as empresas manufactureiras, com papéis negociados na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa). No momento da coleta dos dados, dezembro de 2002, 459 empresas estavam listadas na Bovespa, das quais 289 encontravam-se com informações no banco de dados da Economatica®. A partir desse conjunto, constatou-se que 176 empresas eram de natureza manufatureira, as quais estavam distribuídas entre 14 segmentos industriais, conforme ilustra a Tabela 1, possuindo informações anuais para, pelo menos, três dos cinco períodos examinados.

Tabela 1 - Frequência das Empresas Participantes da Pesquisa por Setor da Economia Brasileira

Setor	Frequência Percentual		Setor	Frequência Percentual	
Química	27	15,3	Máquinas Industriais	10	5,7
Têxtil	26	14,8	Outros	10	5,7
Siderurgia e Metalurgia	24	13,6	Papel e Celulose	8	4,5
Veículos e Peças	18	10,2	Energia Elétrica	6	3,4
Alimentos e Bebidas	15	8,5	Mineração	4	2,3
Eletroeletrônicos	11	6,3	Petróleo e Gás	3	1,7
Construção	11	6,3	Minerais não Metálicos	3	1,7
			Total	176	100,0

Fonte: Elaborado pelos autores a partir dos dados da pesquisa. Nota: A relação completa das empresas estudadas pode ser encontrada em Mendes-da-Silva e Moraes (2004, p. 44).

As fontes dos dados empregados para operacionalização das variáveis utilizadas nesta pesquisa foram o banco de dados da Economatica® e os Relatórios de Informações Anuais (IAN) enviados pelas empresas à CVM. Após obter os valores das variáveis contínuas, iniciou-se a busca por valores extremos, *Outliers*, os quais podem afetar a qualidade dos resultados (HAIR *et al.*, 1998). Para tanto, adotou-se o procedimento sugerido por esses autores, de exclusão, até um limite máximo de 10% das observações válidas, de *Outliers* até que os valores atendessem à condição de possuir valor z entre $-2,58$ e $+2,58$, calculado segundo a equação (1).

$$z_{skewness} = \frac{S}{\sqrt{\frac{6}{N}}} \quad (1)$$

Onde, S é o valor da estatística de assimetria da distribuição de probabilidade de uma variável contínua, e N representa a quantidade de observações obtidas para a variável considerada. Em não ocorrendo a satisfação da condição anteriormente descrita para os valores do escore z , o próximo valor de uma observação para a variável, mais distante do novo valor da média amostral, era excluído, repetindo-se esse procedimento até que o escore z finalmente atendesse à condição estabelecida. O objetivo desse procedimento de preparação da base de dados foi obter uma distribuição aproximadamente normal para satisfazer pressupostos da regressão múltipla. A operacionalização, bem como a conceituação associada à bibliografia, de cada uma das variáveis utilizadas, estão resumidas adiante no Quadro 1.

Baseando-se nos Relatórios de Informações Anuais (IAN) enviados pelas empresas à CVM, foram operacionalizadas as variáveis: 1) variável dependente: *turnover* de executivos (*Turn*) – expressa pela proporção de executivos substituídos entre o ano t e o ano $t+1$; 2) de governança corporativa: a situação do presidente do conselho – se é um *Insider* ou um *Outsider* (*Indpr*); a composição do conselho (*Indc*) – a proporção de conselheiros *Outsiders* em relação à quantidade total de membros do conselho; tamanho do conselho (*lnTamc*) – logaritmo natural da quantidade de membros no conselho; e a participação dos executivos nos lucros da empresa (*Part*). Com as informações disponibilizadas pela Economatica®, foram obtidas as variáveis: 3) concentração de poder de voto (*Hpod*) – índice Herfindahl da concentração do poder de voto de uma empresa i no ano t ; as variáveis de desem-

penho financeiro: taxa de crescimento das vendas líquidas de uma empresa i no ano t ($\Delta Vend$); a rentabilidade do ativo total de uma empresa i no ano t (Roa); a rentabilidade do patrimônio líquido de uma empresa i no ano t (Rpl); e a *proxy* de valor da firma, o índice Q de Tobin (Q). Por fim, as variáveis de controle (VC), o tamanho da firma ($\ln Tamf$) – logaritmo natural do valor contábil dos ativos de uma empresa i no ano t .

Quadro 1 – Descrição das Variáveis Estudadas

	Variável – Descrição	Conceitual
Variável dependente	Turn* - Variável que expressa a fração de diretores executivos substituídos entre o ano t e o ano $t+1$. Foram considerados como executivos principais os cargos de presidente e vice-presidente da diretoria, além dos altos cargos: finanças, produção, marketing e recursos humanos.	Volpin (2002); Mendes-da-Silva e Moraes (2004); Mellone Júnior e Saito (2004)
Variáveis de governança corporativa (independentes)	Part* - Variável dicotômica que expressa a participação dos executivos nos lucros da empresa i no ano t . Recebe valor = 1 se os executivos participam dos lucros da empresa e valor = 0 no caso alternativo.	Volpin (2002)
	Indpr* - Variável dicotômica que expressa a independência do presidente do conselho de administração de uma empresa. Recebe valor = 1 se o presidente do conselho de administração não ocupa simultaneamente cargo na Diretoria Executiva (<i>Outsider</i>) e valor = 0 no caso alternativo (<i>Insider</i>).	Bhagat e Black (2002)
	Indc* - <i>Proxy</i> que mede o grau de independência do Conselho de Administração da empresa. É expressa pela fração do total de membros do Conselho de Administração que são <i>Outsiders</i> , isto é, percentual do Conselho que não pertence simultaneamente ao Conselho de Administração e ao quadro de executivos da empresa i , no ano t .	Bhagat e Black (2002); Dutra e Saito (2002); Yermack (1996)
	lnTamc* - Logaritmo natural do número de membros do conselho de administração de uma empresa i , no ano t .	Bhagat e Black (2002); Mendes-da-Silva e Moraes (2004)
	Hpod* - Índice de concentração do poder de voto sob domínio dos três principais acionistas. Calculado segundo a equação: $Hpod = \sum_{i=1}^3 \left(\frac{p_i}{P} \times 100 \right)^2$ onde p_i é o número de ações ordinárias de uma empresa i em poder de um determinado acionista e, P representa a quantidade total de ações ordinárias da empresa considerada.	Hoskisson, Johnson e Moesel (1994); Mellone e Saito (2004)

Continua...

Cuja representação matricial é:

(3)

Em que:

y = Vetor coluna de $n \times 1$ observações sobre uma variável dependente Y

X = Matriz $n \times k$, dando n observações sobre $k-1$ variáveis X_2 a X_k , sendo que a primeira coluna de 1s representa o termo de intercepto.

= Vetor coluna dos parâmetros desconhecidos $\beta_1, \beta_2, \dots, \beta_k$

ξ = Vetor coluna nas n perturbações ξ_i

Desse modo, a partir do objetivo proposto neste artigo e utilizando as variáveis estudadas, foram realizadas regressões múltiplas para cada uma das variáveis independentes, cujos modelos estão ilustrados nas equações (4), (5), (6), e (7).

$$Turn_{it} = \beta_0 + \beta_1 Indc_{it} + \beta_2 Indpr_{it} + \beta_3 \ln Tamc_{it} + \beta_4 Hpod_{it} + \beta_5 \Delta Vend_{it} + \beta_6 Part_{it} + \sum_{j=1}^k \psi_j VC_{jit} + \xi_{it} \quad (4)$$

$$Turn_{it} = \delta_0 + \delta_1 Indc_{it} + \delta_2 Indpr_{it} + \delta_3 \ln Tamc_{it} + \delta_4 Hpod_{it} + \delta_5 Q_{it} + \delta_6 Part_{it} + \sum_{j=1}^k \psi_j VC_{jit} + \xi_{it} \quad (5)$$

$$Turn_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Indc_{it} + \alpha_2 Indpr_{it} + \alpha_3 \ln Tamc_{it} + \alpha_4 Hpod_{it} + \alpha_5 Roa_{it} + \alpha_6 Part_{it} + \sum_{j=1}^k \psi_j VC_{jit} + \xi_{it} \quad (6)$$

$$Turn_{it} = \omega_0 + \omega_1 Indc_{it} + \omega_2 Indpr_{it} + \omega_3 \ln Tamc_{it} + \omega_4 Hpod_{it} + \omega_5 Rpl_{it} + \omega_6 PaX_{it} + \sum_{j=1}^k \psi_j VC_{jit} + \xi_{it} \quad (7)$$

Partindo do argumento de que existe sensibilidade do turnover ao desempenho financeiro e à criação de valor para os acionistas (quanto melhor o desempenho da firma, menor se espera que seja o turnover de executivos) indicados: pela taxa de crescimento das vendas ($\Delta Vend_{it}$), equação (4); pela rentabilidade do ativo (Roa_{it}), equação (6); pela rentabilidade do patrimônio líquido (Rpl_{it}), equação (7); e pelo Índice Q de Tobin (Q), equação (5); espera-se que os coeficientes estimados para essas variáveis sejam estatisticamente significativos e negativos ($\beta_5 < 0$; $\alpha_5 < 0$; $\omega_5 < 0$; $\delta_5 < 0$).

De forma adicional, nas empresas cujo presidente do conselho de administração é externo à diretoria, um *Outsider* ($Indpr$), como também a maioria dos membros do conselho, *Outsiders* ($Indc$) (estruturas de governança mais próximas dos modelos recomendados pelas boas práticas de governança corporativa segundo o IBGC, 2006), espera-se que apresentem maior propensão a exercer o poder disciplinador do conselho de administração sobre a diretoria executiva. Esse aspecto será verificado se os coeficientes obtidos para as variáveis de composição do conselho de administração, $Indc$, $Indpr$ e $\ln Tamc$, forem estatisticamente significativos e positivos nas equações (4), (5), (6), e (7). Sob a perspectiva de que nas empresas nas quais verifique-se maior concentração do poder de voto exista maior sensibilidade do turnover ao desempenho da firma, espera-se que a variável $Hpod$ obtenha um coeficiente estimado estatisticamente significativo e positivo nos quatro modelos testados (4), (5), (6), e (7) ($\beta_4 > 0$; $\delta_4 > 0$; $\alpha_4 > 0$; $\omega_4 > 0$). Finalmente, espera-se que as empresas que concederam aos executivos participação nos lucros, a título de estímulo para um melhor desempenho, sejam menos propensas a substituir executivos, tendo em vista a criação de valor para os acionistas. Desse modo, espera-se que os coeficientes para a variável $Part$ sejam estatisticamente significativos e negativos ($\beta_6 < 0$; $\delta_6 < 0$; $\alpha_6 < 0$; $\omega_6 < 0$).

As variáveis de controle (VC) foram selecionadas com base na possível influência que exercem sobre: a variável dependente (*Turn*); as independentes de governança corporativa (*Indpr*, *Indc*, *lnTamc*, *Hpod*, e *Part*); e as variáveis independentes de desempenho financeiro e valor da firma ($\Delta Vend$, *Roa*, *Rpl*, e *Q*). Caso as VC, as quais são independentes, possuam significativa correlação com quaisquer dessas variáveis, e sejam desconsideradas nos modelos propostos, a relação entre as variáveis de interesse pode não ser verificada de maneira adequada. Desse modo, foram utilizadas as VC a seguir: (a) tamanho da firma (*lnTamf*); e (b) exercício financeiro ao qual pertence a informação considerada (*Ano*). Todas as variáveis apresentadas foram anteriormente definidas no Quadro 1. Na próxima seção, são apresentados e discutidos os resultados empíricos obtidos na pesquisa, iniciando pelas estatísticas descritivas das variáveis envolvidas no estudo, para em seguida, realizar a análise multivariada dos dados.

RESULTADOS EMPÍRICOS

Ao observar o comportamento das variáveis de estrutura de governança (Quadro 2), verifica-se que o valor médio da proporção de conselheiros *Outsiders*, os que não desenvolvem atividades simultaneamente com o exercício das funções de diretor executivo (*Indc*), considerando-se o conjunto de empresas com presidente do conselho *Outsider*, nota-se uma maior presença de conselheiros *Outsiders*, quando em comparação com as empresas cujo presidente do conselho era um *Insider*, não sofrendo alteração expressiva ao longo do período estudado. Isso sugere que nas empresas em que o presidente do conselho de administração é um *Outsider*, existiu nesse período maior tendência a manter conselheiros *Outsiders* também, uma parcela de membros *Outsiders* média de mais de 87%.

De forma similar, são observados maiores valores para *lnTamc* no conjunto das empresas com presidente *Outsider*. Já em se tratando da variável dependente deste estudo (*turnover* de diretores executivos - *Turn*), as estatísticas descritivas sugerem que, excetuando-se o ano de 1997, durante todo o período, ocorreram maiores valores nas empresas cujo presidente do conselho era um *Outsider*. Ao longo de todo o período estudado, a concentração do poder de voto (*Hpod*) mostrou-se, em média, maior nas empresas cujo presidente do conselho de administração era um *Outsider*. Esse resultado sugere uma menor preocupação com a independência do presidente nas empresas com poucos acionistas. Entre as variáveis de desempenho financeiro e de valor da firma, destacando-se inicialmente o índice *Q* de Tobin, verifica-se que, em média, ao longo de todo o período, seu valor ficou abaixo do unitário, o que indica, de acordo com Chung e Pruitt (1994), que o valor da empresa não foi suficiente para atender ao custo total de reposição dos seus ativos. Mas, por outro lado, é importante ressaltar que as empresas com presidente do conselho de administração *Outsider* mantiveram valores para a variável *Q* superiores àquelas empresas com presidente do conselho *Insider*, uma indicação de que talvez presidentes externos, de fato, criaram valor para o acionista no período estudado.

A Tabela 2 apresenta os resultados do teste *t* para igualdade de média e, também, oferece um intervalo de confiança para a diferença de média das variáveis contínuas estudadas. Desse modo, verifica-se que, de fato, excetuando-se a taxa de crescimento das vendas líquidas ($\Delta Vend$), tanto as variáveis de governança corporativa, como as de desempenho e de valor da firma, mostraram-se significativamente diferentes entre as empresas cujo presidente do conselho de administração era um *Outsider* e aquelas em cuja estrutura de governança corporativa o presidente do conselho de administração era um *Insider* (*Indpr*). Esses resultados sugerem que a situação do presidente do conselho de administração (*Indpr*) parece estar associada a alguma diferença em termos de desempenho financeiro, valor da firma e, também, de estruturação do conselho de administração.

Quadro 2 – Resumo das Estatísticas Descritivas das Variáveis Estudadas (segundo a situação do presidente do conselho de administração – *Indpr*)

Ano	Presidente do Conselho	Parâmetros	Variáveis								
			<i>Turn</i>	Δ <i>Vend</i>	<i>Q</i>	<i>Roa</i>	<i>Rpl</i>	<i>Indc</i>	<i>Hpod</i>	<i>InTamf</i>	<i>Tamc</i>
1997	<i>Insider</i>	N	56	47	40	52	52	57	49	48	57
		Média	21,411	4,995	0,198	,619	-7,148	67,542	4730,606	12,467	5,754
		Mediana	7,142	7,466	0,155	2,450	5,300	66,666	4245,410	12,2696	5,000
		DP	28,412	33,371	0,384	8,336	53,982	13,846	3013,767	1,320	2,516
	<i>Outsider</i>	N	63	60	50	61	63	64	62	60	65
		Média	13,508	15,189	0,338	-2,386	-30,644	88,098	3812,074	13,188	7,646
Mediana		0	12,377	0,312	,200	,200	88,194	3772,535	13,273	7,000	
DP		17,857	24,454	0,276	9,981	87,117	12,407	2288,308	1,323	3,484	
1998	<i>Insider</i>	N	69	65	45	68	69	72	72	68	72
		Média	14,928	4,695	0,152	-,430	-8,134	68,919	4922,913	12,230	5,597
		Mediana	0	3,355	0,084	1,500	2,100	66,666	4762,575	12,219	5,000
		DP	25,335	31,143	0,349	9,316	41,375	14,635	2878,465	1,288	2,603
	<i>Outsider</i>	N	75	76	63	74	78	80	79	76	80
		Média	15,804	-1,154	0,360	-,852	-21,479	88,032	3888,141	13,246	7,762
Mediana		0	-1,979	0,349	0,650	0,300	88,888	4056,340	13,353	7,500	
DP		24,219	30,963	0,286	9,157	63,143	12,663	2549,860	1,551	3,587	
1999	<i>Insider</i>	N	70	71	60	68	71	73	73	73	73
		Média	8,955	16,593	0,251	1,966	0,281	71,662	5003,359	12,290	5,767
		Mediana	0	15,713	0,259	1,800	1,400	66,666	4735,690	12,1700	5,000
		DP	18,490	36,626	0,361	11,986	115,130	10,855	2865,287	1,377	3,020
	<i>Outsider</i>	N	73	77	66	71	75	78	78	78	78
		Média	10,362	20,568	0,563	-1,095	-26,870	87,568	4534,382	13,309	7,743
Mediana		0	19,227	0,557	0,900	0,700	90,000	4228,295	13,355	7,000	
DP		17,810	33,978	0,369	11,381	69,873	13,914	3036,526	1,650	3,687	
2000	<i>Insider</i>	N	63	73	59	72	75	77	77	77	77
		Média	9,486	15,141	0,293	2,165	-6,400	69,425	4937,429	12,453	5,688
		Mediana	0	13,889	0,228	3,000	7,100	71,428	4420,890	12,299	5,000
		DP	18,540	31,718	0,386	9,954	43,6123	13,887	2828,807	1,433	2,834
	<i>Outsider</i>	N	57	69	54	70	69	70	70	70	70
		Média	17,681	19,168	0,461	2,345	3,247	88,200	4398,580	13,517	7,828
Mediana		0	18,502	0,428	1,900	6,200	88,888	3647,040	13,603	8,000	
DP		29,419	31,516	0,311	7,826	37,966	12,441	3097,686	1,641	3,134	

Fonte: Elaborado pelos autores a partir dos dados da pesquisa. Notas: i) Foram empregadas informações anuais relativas ao período de 1997 a 2001. Porém, para cada observação da variável dependente *Turn*, foram utilizadas informações relativas à composição da diretoria executiva de dois anos consecutivos. Desse modo, do ano de 2001, somente utilizou-se a informação necessária para operacionalizar *Turn*, não sendo necessária a apresentação das estatísticas descritivas das outras variáveis para esse ano (já que não foram utilizadas); ii) Ao longo de todo o período estudado foram consideradas as mesmas 176 empresas, de modo que algumas não possuíam informações para todos os anos, o que ocasionou a obtenção de um painel desbalanceado.

No entanto, a condição de *Outsider* do presidente do conselho não parece ser relevante para o nível de *turnover* (*Turn*) de executivos implementado pelas empresas, ao menos à luz dos dados coletados e do resultado do teste *t* para igualdade de média, cujos valores vão adiante ilustrados na Tabela 2. Isso indica a pouca relevância da independência do conselho de administração para o *turnover* de executivos. Ressalte-se, porém, que, segundo argumentos encontrados na

literatura, a sensibilidade do *turnover* ao desempenho da firma é uma indicação de atuação da estrutura de governança da empresa. Portanto, espera-se que, naquelas empresas, existam maior participação de conselheiros *Outsiders* e melhores condições de o conselho de administração atuar como elemento de controle interno, implementando a substituição de um executivo quando for julgado como fraco o desempenho da empresa em decorrência de suas decisões.

Tabela 2 – Teste t para Igualdade de Média das Variáveis Estudadas (segundo a situação do presidente do conselho de administração – *Indpr*)

Variáveis	t	gl	Sig.	Diferença de média	Erro padrão da diferença	Intervalo de confiança para a diferença (95%)	
						Inferior	Superior
<i>Turn</i>	0,398	524	0,691	,7954	2,000	-3,133	4,724
Δ <i>Vend</i>	0,779	536	0,436	2,197	2,821	-3,343	7,739
<i>Q</i>	6,142	435	0,000***	0,205	0,033	,1396	0,271
<i>Roa</i>	-1,829	534	0,068*	-1,568	0,857	-3,252	0,115
<i>Rpl</i>	-2,333	550	0,020**	-13,720	5,879	-25,270	-2,170
<i>Indc</i>	16,840	569	0,000***	18,467	1,096	16,313	20,622
<i>InTamc</i>	8,699	569	0,000***	0,315	0,036	0,244	0,386
<i>Hpod</i>	-3,115	558	0,002***	-744,060	238,865	-1213,245	-274,874
<i>InTamf</i>	7,723	548	0,000***	0,963	0,12481	0,718	1,209

Fonte: Elaborado pelos autores a partir dos dados da pesquisa. Nota: Todas as variáveis estão definidas no Quadro 2. ***Significativo a 1%; **Significativo a 5%; *Significativo a 10%.

A Tabela 3, apresentada a seguir, ilustra a relação entre as variáveis estudadas. Assim, o tamanho da firma (*InTamf*) mostra-se positivamente associado a todas as variáveis consideradas. Por outro lado, a variável *Indpr* revela que as empresas cujo presidente era um *Outsider* parecem ter alcançado menores valores para os indicadores de rentabilidade do ativo (*Roa*) e de rentabilidade do patrimônio (*Rpl*), porém obtiveram maiores valores para a *proxy* de valor da firma, o Índice Q de Tobin (*Q*), reforçando a idéia de que a criação de valor entre empresas com presidente do conselho *Outsider* é diferente das empresas com presidente do conselho sendo um *Insider*.

Tabela 3 – Matriz de Correlações entre as Variáveis Estudadas

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1. <i>Turn</i>	1										
2. <i>Cresc</i>	-0,042	1									
3. <i>Q</i>	0,051	0,074	1								
4. <i>Roa</i>	-0,078*	0,194***	-0,099**	1							
5. <i>Rpl</i>	-0,048	0,229***	-0,132***	0,550***	1						
6. <i>Indc</i>	0,034	0,082*	0,165***	-0,037	,011	1					
7. <i>Indpr</i>	0,017	0,034	0,282***	-0,079*	-0,099**	,577***	1				
8. <i>InTamc</i>	0,050	0,174***	0,010	0,121***	0,137***	,375***	0,343***	1			
9. <i>Hpod</i>	0,066	0,020	0,150***	-0,086**	-0,044	-,136***	-0,131***	-,271***	1		
10. <i>InTamf</i>	0,153***	0,191***	0,202***	0,214***	0,171***	,282***	0,313***	,462***	-,100**	1	
11. <i>Part</i>	-0,018	0,016	-0,182***	0,037	0,084**	-0,054	-0,037	0,057	-0,201***	-0,035	1

Fonte: Elaborado pelos autores a partir dos dados da pesquisa. Notas: ***Significativo a 1%; **Significativo a 5%; *Significativo a 10%; N mínimo obtido: 437; N Máximo obtido: 678.

A variável dependente, *Turn*, apresentou correlação positiva especialmente com o tamanho da firma (*InTamf*), no nível de 1% de significância, indicando que

quanto maior a empresa, maiores as quantidades de executivos substituídos, um primeiro indício de apoio aos resultados obtidos por Carmona e Santana (2002). Por outro lado, as empresas maiores possuem menor concentração do poder de voto (*Hpod*). A variável *Turn* também apresentou-se correlacionada ao indicador de rentabilidade do ativo (*Roa*), porém de forma negativa; uma indicação de que quanto maior a rentabilidade, menores as quantidades de executivos substituídos nas empresas estudadas. A Tabela 4 ilustra os resultados obtidos para a regressão múltipla, na qual são apresentados os coeficientes estimados para as variáveis independentes de governança corporativa, juntamente com cada uma das variáveis independentes de desempenho financeiro e valor da firma, tendo o *turnover* de executivos (*Turn*) como variável dependente, conforme modelo empírico comentado na subseção 3.2.

Tabela 4 – Parâmetros Estimados para a Regressão Múltipla

Variáveis independentes	Sinal esperado	R ²	d	Beta padronizado	t	Sig.
(Constant)		0,045	1,978		-1,953	0,051
<i>Indc</i>	positivo			0,025	0,446	0,656
<i>Indpr</i>	positivo			-0,045	-0,815	0,415
<i>lnTamc</i>	positivo			0,010	0,190	0,850
<i>Hpod</i>	positivo			0,095✓	2,008	0,045**
<i>ΔVend</i>	negativo			-0,067	-1,468	0,143
<i>lnTamf</i>				0,179	3,492	0,001***
<i>Ano</i>				-0,090	-2,006	0,045**
<i>Part</i>	negativo			0,005	,113	0,910
(Constant)		0,041	2,004		-1,496	0,135
<i>Indc</i>	positivo			0,022	0,356	0,722
<i>Indpr</i>	positivo			-0,048	-0,766	0,444
<i>lnTamc</i>	positivo			0,005	0,082	0,935
<i>Hpod</i>	positivo			0,087✓	1,648	0,090*
<i>Q</i>	negativo			0,027	0,500	0,617
<i>lnTamf</i>				0,164	2,874	0,004***
<i>Ano</i>				-0,102	-2,052	0,041**
<i>Part</i>	negativo			0,006	,127	0,899
(Constant)		0,051	1,977		-2,124	0,034
<i>Indc</i>	positivo			0,017	0,301	0,763
<i>Indpr</i>	positivo			-0,057	-1,021	0,308
<i>lnTamc</i>	positivo			0,008	0,147	0,883
<i>Hpod</i>	positivo			0,082✓	1,741	0,082*
<i>Roa</i>	negativo			-0,107✓	-2,313	0,021**
<i>lnTamf</i>				0,194	3,752	0,000***
<i>Ano</i>				-0,085	-1,910	0,057*
<i>Part</i>	negativo			0,005	0,119	0,906
(Constant)		0,046	1,977		-2,061	0,040
<i>Indc</i>	positivo			0,026	0,471	0,638
<i>Indpr</i>	positivo			-0,057	-1,029	0,304
<i>lnTamc</i>	positivo			0,009	0,177	0,860
<i>Hpod</i>	positivo			0,090✓	1,932	0,054*
<i>Rpl</i>	negativo			-0,076✓	-1,682	0,093*
<i>lnTamf</i>				0,182	3,592	0,000***
<i>Ano</i>				-0,094	-2,133	0,033**
<i>Part</i>	negativo			0,009	0,204	0,839

Fonte: Elaborado pelos autores a partir dos dados da pesquisa. ***Significativo a 1%; **Significativo a 5%; *Significativo a 10%. Notas: Os dados foram trabalhados no software estatístico SPSS® versão 12.0, foi selecionada a opção *Enter*. Esta tabela apresenta os resultados da regressão múltipla usando cada uma das três variáveis de desempenho financeiro e de valor: *ΔVend*, *Roa*, *Rpl*, e *Q*. A variável dependente (*Turn*) e as independentes estão definidas no Quadro 2. * contrário à expectativa; ✓ de acordo com a expectativa. Em negrito, as variáveis que se apresentaram estatisticamente significativas.

Porém, antes de iniciar a discussão dos coeficientes estimados, cabe um destaque à sua interpretação que, não raro, deixa de ser considerado em uma significativa parcela dos estudos desenvolvidos em Administração. Ao se analisar os resultados dos parâmetros estimados para a regressão múltipla, segundo Granger e Newbold (1974) e Savin e White (1977), é recomendável verificar a possibilidade da ocorrência de regressão espúria (correlação serial positiva de primeira ordem). Para tanto, pode ser utilizada a estatística Durbin-Watson (d), a qual pode indicar a existência de correlação serial positiva de primeira ordem. Savin e White (1977) disponibilizam ainda uma tabela com intervalos críticos para a estatística d , na qual, a partir de um certo número de observações n , é possível verificar limites inferiores (d_l) e superiores (d_s) para d . Desse modo, se $d < d_l$, então existem indícios de correlação serial positiva de primeira ordem; se $d > d_s$, então não existem indícios de correlação serial positiva de primeira ordem; e se $d_l < d < d_s$, existem indícios inconclusivos quanto à presença ou ausência de correlação serial positiva de primeira ordem, ou melhor, a ocorrência de regressão espúria. De maneira alternativa, para Granger e Newbold (1974), uma regra prática e eficiente para suspeitar da existência de regressão espúria é a confrontação dos valores obtidos para estatística d e para o coeficiente de determinação R^2 . Assim, quando $d > R^2$ não haveria motivos para suspeitar da existência da regressão espúria.

Os resultados do modelo de regressão múltipla indicam que, de modo geral, existiu um certo padrão de relacionamento entre as variáveis envolvidas na pesquisa, no período estudado. Já que, nos quatro modelos testados, a concentração do poder de voto ($Hpod$), o tamanho da firma ($\ln Tamf$) e o ano ao qual pertencem as observações (Ano) mantiveram-se estatisticamente significativas, destacando-se que em todas as oportunidades apresentaram-se com o mesmo sinal. Corroborando a expectativa, $Hpod$ obteve em todos os modelos testados com cada uma das variáveis de desempenho e de valor da firma, sinal positivo para o coeficiente estimado ($\beta_4 > 0$; $\delta_4 > 0$; $\alpha_4 > 0$; $\omega_4 > 0$). Esse resultado sugere que as empresas com maior concentração de poder de voto, em média, tenderam a substituir maiores quantidades de executivos, o que corrobora os argumentos apresentados por Mellone e Saito (2004). O tamanho da firma foi a variável mais importante nos modelos testados, corroborando os achados de Carmona e Santana (2002). Assim, $\ln Tamf$ obteve sinal positivo e significativo nos modelos para cada uma das variáveis de desempenho ou valor, conforme ilustrados nas equações (4), (5), (6), e (7), na subseção 3.2. Em outras palavras, quanto maior a empresa maior as quantidades de executivos substituídos. Seria esse resultado uma indicação de que as empresas maiores possuem melhores estruturas de governança? A variável Ano mostrou-se estatisticamente significativa e negativa em todos os quatro modelos testados. De fato, o ano de 1997 apresentou o maior *turnover* médio, conforme ilustrou o Quadro 2. Ou melhor, a substituição de executivos foi significativamente diferente ao longo do período estudado, destacando-se que os maiores níveis ficaram por conta do início do período estudado.

Em se tratando das variáveis de governança, excetuando-se $Hpod$, nenhuma se apresentou significativa para o *turnover* de executivos, contrariando, em parte, os resultados obtidos por Mellone e Saito (2004), e por Renneboog (2000). Esse resultado pode ter sido ocasionado pela correlação do tamanho da firma ($\ln Tamf$) com as variáveis de governança utilizadas (Tabela 3). Já no conjunto das variáveis de desempenho, tanto a rentabilidade do ativo, Roa ($\alpha_5 < 0$, Sig < 0,05), quanto a rentabilidade do patrimônio líquido, Rpl ($\omega_5 < 0$, Sig < 0,1), apresentaram-se significativas para o *turnover* de executivos. Para ambas as variáveis, o sinal obtido para o coeficiente estimado foi negativo, de forma consistente com os resultados encontrados por Coffee (1999), Volpin (2002) e Weisbach (1988). Ressalte-se que o maior coeficiente de determinação, R^2 , foi observado no modelo (6), cuja variável de desempenho foi Roa .

É conveniente destacar que, em todos os modelos, os valores assumidos para o coeficiente de determinação R^2 foram menores que os obtidos para a estatística Durbin-Watson (d), o que, segundo critério estabelecido por Granger e

Newbold (1974), constitui motivo para assumir que se trata de uma regressão não espúria, ou seja, que não existiu autocorrelação de primeira ordem. Ressalte-se, também, a correlação entre as variáveis independentes, o que pode ocasionar multicolinearidade, um problema na regressão, potencializando o risco da rejeição da hipótese nula equivocadamente; sinais errados para os coeficientes estimados; ou mesmo a flutuação demasiada dos coeficientes da regressão entre amostras diferentes. Em síntese, se as variáveis independentes são fortemente correlacionadas, o modelo pode não estar adequado, incluindo tais variáveis. Um procedimento de mensuração da multicolinearidade utiliza o Fator Inflacionário da Variância (FIV) para cada variável explanatória. Então, o critério mais conservador utilizado é o sugerido por Snee (1973). Na ótica desse autor, se as variáveis independentes forem altamente correlacionadas, o FIV é superior a 5. Mas, neste caso, os valores encontrados situam-se no intervalo de 0,080 a 1,004.

CONCLUSÕES

Neste artigo, objetivou-se verificar a sensibilidade do *turnover* de executivos para o desempenho da firma, a partir da atuação da sua estrutura de governança, destacadamente a composição do conselho de administração das estruturas de governança corporativa. Uma forma de proteger a riqueza dos acionistas e o desempenho da firma é manter sistemas de controle das atividades da administração, por meio das estruturas de governança corporativa. A contribuição do estudo dá-se pelas especificidades que envolvem as empresas nacionais, que têm sido consideradas de maneira ainda pífia em pesquisas brasileiras e, ainda, por oferecer elementos para refletir teoricamente o desempenho das empresas manufatureiras e suas estruturas de governança.

Os principais resultados obtidos foram três. Primeiro, as variáveis de composição do conselho de administração não se mostraram significativas para o nível de *turnover* de executivos das empresas, o que reforça a pergunta recentemente destacada por Mendes-da-Silva e Melo (2005): afinal, quem monitora o monitor? Isto é, estariam os conselhos, de fato, exercendo seu papel de representar o acionista perante os executivos? Uma interpretação possível seria a de que os conselhos das empresas manufatureiras listadas na Bovespa, provavelmente, não estivessem considerando principalmente o desempenho da firma como indutor do processo de substituição de executivos. Ademais, a natureza do controle da empresa, que não foi considerada nesta pesquisa, pode influenciar consideravelmente o *turnover*. Ou seja, em uma empresa estatal, provavelmente, os motivadores para um *turnover* não sejam os mesmos em uma empresa privada nacional.

Em segundo lugar, as variáveis de rentabilidade da empresa estiveram correlacionadas de forma significativa e negativa com o *turnover*, indicando que as empresas que atingiram melhores níveis de retorno sobre seus ativos (*Roa*), bem como aquelas que obtiveram maiores valores para a rentabilidade sobre o patrimônio líquido (*Rpl*), em média, substituíram menores parcelas de sua diretoria executiva. Esse resultado apóia a argumentação de que, em empresas nas quais exista atuação eficiente da estrutura de governança, o conselho de administração fará uso de seu poder disciplinador, promovendo o *turnover* de executivos cujo desempenho seja considerado insuficiente. Um terceiro resultado relevante é que entre as variáveis estudadas, a mais importante para determinação do *turnover* de executivos é o tamanho da firma (*lnTamf*). Assim, os resultados revelam que quanto maior a empresa, maior a quantidade de executivos substituídos.

Em se tratando das limitações inerentes a esta pesquisa, podem ser citados aspectos gerais como: o método empregado, o conjunto de empresas estudadas e a definição assumida para as variáveis estudadas. Um tópico que deve ser discutido nesta oportunidade é o problema relacionado à causalidade reversa, discutido por Himmelberg, Hubbard e Palia (1999). Ou melhor, o desempenho determina o *turnover*? Ou será que o *turnover* é que determina o desempenho? Para

minimizar esse problema foram confrontados dados relativos ao desempenho defasados em um período, afinal podemos assumir com segurança que o acontecido em $t-1$ não foi influenciado por algo que aconteceu em t . Por outro lado, deve-se cogitar a situação da causalidade bilateral. Em outras palavras, para que a empresa implementa um *turnover*? De fato, espera-se que haja uma melhora no desempenho da firma. Esses aspectos, juntamente com os resultados obtidos e as demais questões aqui argumentadas juntam-se à discreta quantidade de estudos empíricos acerca das estruturas de governança empregadas pelas empresas brasileiras e oferecem um promissor campo de pesquisas futuras, em que se pode destacar:

- i) Replicar este estudo considerando outras definições operacionais para as variáveis empregadas, ou mesmo para outras variáveis, com um período de tempo diferente do aqui estudado;
- ii) Utilizar outras metodologias para verificar as associações discutidas nesta pesquisa;
- iii) Verificar a existência de associações entre a natureza do controle corporativo e a sensibilidade do *turnover* de executivos ao desempenho da firma;
- iv) Desenvolver estudos comparativos com outros ambientes institucionais, buscando melhor entender a situação brasileira nessa temática. Ademais, os coeficientes de determinação obtidos na regressão múltipla, ao menos no entendimento dos autores, não são o bastante para referendar os modelos propostos.
- v) Verificar a existência de associações entre o *turnover* e o aumento do desempenho da firma

REFERÊNCIAS

- ALMEIDA, R.J. Conflitos entre acionistas majoritários, acionistas minoritários e administradores profissionais causados por importâncias assimétricas dos direcionadores de valor das empresas. *Revista de Administração*, v. 37, n. 1, p. 6-18, 2002.
- BHAGAT, S.; BLACK, B. The non-correlation between board independence and long-term firm performance. *Journal of Corporate Law*, v. 27, p. 231-273, 2002.
- CARMONA, C.U.M; SANTANA, A.P.S. Governança corporativa no Brasil: um estudo empírico da relação entre a rotatividade dos executivos e a performance das empresas. In: CLADEA, 17, Porto Alegre, 2002. *Anais...* Porto Alegre, 2002.
- CHUNG, K.H.; PRUITT, S.W. A simple approximation of Tobin's q . *Financial Management*, v. 23, n. 3, p. 70-74, 1994.
- COFFEE, J. The future as history: the prospects for global convergence in corporate governance and its implications. *Northwestern University Law Review*, v. 93, p. 641-708, 1999.
- DEMB, A.; NEUBAUER, F.F. *The corporate board: confronting the paradoxes*. Oxford: Oxford University Press, 1992.
- DUTRA, M.G. L.; SAITO, R. Conselhos de administração: análise de sua composição em um conjunto de companhias abertas brasileiras. *Revista de Administração Contemporânea*, v. 6, n. 2, p. 9-27, 2002.
- EHRHARDT, O.; NOWAK, E. The effect of IPOs on german family-owned firms: governance changes, ownership structure, and performance. *Journal of Small Business Management*, v. 41, n. 2, p. 222-232, 2003.
- FORBES, D.P.; MILLIKEN, F.J. Cognition and corporate governance: understanding boards of directors as strategic decision-making groups. *Academy of Management Review*, v. 24, p. 489-505, 1999.

GALBRAITH, C.S. Divorce and the financial performance of small family businesses an exploratory study. *Journal of Small Business Management*, v. 41, n. 3, p. 296-309, 2003.

GOYAL, V.K.; PARK, C.W. *Board leadership structure and CEO turnover*, 2001. Disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/delivery.cfm/SSRN_ID224055_code000427300.pdf?abstractid=2. Acesso em: 19 nov. 2003.

GRANGER, C.W.J.; NEWBOLD, P. Spurious regressions in econometrics. *Journal of Econometrics*, v. 2, p. 111-120, 1974.

HAIR JR., J. F. *et al. Multivariate Data Analysis*, 5.ed., New Jersey: Prentice Hall, 1998.

HERMALIN, B.E.; WEISBACH, M.S. *Board of directors as an endogenously determined institution: a survey of the economic literature*, Working Paper NBER, 2001 Disponível em <<http://www.nber.org/papers/w8161>> Acesso em 01 jan. 2006.

HIMMELBERG, C.P.; HUBBARD, R.G.; PALIA, D. Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance. *Journal of Financial Economics*. v. 53, n. 3, p. 353-384, 1999.

HOSKISSON, R.E.; JOHNSON, R.A.; MOESEL, D.D. Corporate divestiture intensity in restructuring firms; effects of governance, strategy, and performance. *Academy of Management Journal*, 37, p. 1207-1251, 1994.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). Disponível em <<http://www.ibgc.org.br>>. Acesso em 10 jan. 2006.

JENSEN, M.C.; MECKLING, W. Theory of firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, v. 3, p. 305-360, October, 1976.

JOHNSON, J.; DAILY, C.M.; ELLSTRAND, A.E. Boards of directors: a review and research agenda. *Journal of Management*, v. 22, n. 3, p. 409-438, 1996.

KAPLAN, S. Top executive rewards and firm performance: a comparison of Japan and the United States. *Journal of Political Economy*, n. 102, p. 510-546, 1994.

LA PORTA, R. *et al.* Law and finance. *Journal of Political Economy*, v. 106, n. 6, p. 1113-1155, Dec., 1998.

_____. Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, v. 58, p. 3-27, 2000.

MARTINS, H.C.; RODRIGUES, S.B. Atributos e papéis dos conselhos de administração das empresas brasileiras. *Revista de Administração de Empresas*, Edição Especial, p. 23-35, 2005.

McCONAUGHY, D.; MATTHEWS, C.H.; FIALKO, A.S. Founding family controlled firms: performance, risk, and value. *Journal of Small Business Management*, v. 39, n. 1, p. 31-49, 2001.

McCONNELL, J.; SERVAES, H. Additional evidence on equity ownership and corporate value. *Journal of Financial Economics*, v. 26, p. 595-612, 1990.

MELLONE JUNIOR, G.; SAITO, R. Monitoramento interno e desempenho da empresa: determinantes de substituição de executivos em empresas de capital aberto no Brasil. In: ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 28º, Curitiba. *Anais...*, Curitiba, 2004.

MENDES-DA-SILVA, W.; MORAES, W.F.A. Estrutura de governança, performance e turnover de executivos: um estudo com indústrias brasileiras. *Revista Alcance*, v. 11, n. 1, p. 31-47, 2004.

- MENDES-DA-SILVA, W.; MORAES, W.F.A.; ROCHA, P. G. ¿Existe alguna asociación entre la composición del consejo de administración y el desempeño financiero? Evidencias de compañías listadas en Brasil. In: ENCUENTRO INTERNACIONAL DE FINANZAS, 4, Viña del Mar, 2004. *Anais...*, Viña del Mar, 2004.
- MENDES-DA-SILVA, W.; MELO, L.Q. Governança corporativa, desempenho e turnover de executivos: um estudo comparativo entre empresas familiares e não familiares. In: ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 29º, Brasília. *Anais...*, Brasília, 2005.
- MONACO, D. C. *Estudo da composição dos conselhos de administração e instrumentos de controle das sociedades por ações no Brasil*. Dissertação (Mestrado), Universidade de São Paulo, São Paulo, 2000.
- MONKS, R.A.G.; MINOW, N. *Corporate governance*. 2nd edition, Cambridge, M.A: Blackwell Business, 2001.
- MORCK, R.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Management ownership and market valuation. *Journal of Financial Economics*, v. 20, p. 293-315, 1988.
- MUSTAKALLIO, M.; AUTIO, E.; ZAHRA, S.A. Relational and contractual governance in family firms: effects on strategic decision making. *Family Business Review*, v. 15, n. 3, p. 205-222, 2002.
- RENNEBOOG, L. Ownership, managerial control and the governance of companies listed on the Brussels Stock Exchange. *Journal of Banking and Finance*, v. 24, p. 1959-1995, 2000.
- SAVIN, N.E.; WHITE, K.J. The Durbin-Watson Test for serial correlation with extreme small samples or many regressors. *Econometrica*, v. 45, Nov., 1977.
- SEARLE, S.R. *Linear models*. New York : Wiley, 1971.
- SILVEIRA, A.M.; BARROS, L.A. B. C.; FAMÁ, R. Estrutura de governança e valor das companhias abertas brasileiras. *Revista de Administração de Empresas*, v. 43, n. 3, p. 50-64, jul./set., 2003.
- SNEE, R.D. Some aspects of Nonorthogonal Data analysis, Part I. Developing Prediction Equations. *Journal of Quality Technology*, v. 5, p. 67-79, 1973.
- STILES, P.; TAYLOR, B. *Boards at work: how directors view their roles and responsibilities*. New York: Oxford University Press, 2001.
- VOLPIN, P.F. Governance with poor investor protection: evidence from top turnover in Italy. *Journal of Financial Economics*, v. 64, n. 1, p. 61-90, 2002.
- WEISBACH, M.S. Outside directors and CEO turnover. *Journal of Financial Economics*, n. 20, p. 431-460, 1988.
- YERMACK, D. Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics*, v. 40, n. 3, p. 185-213, 1996.
- ZAHRA, S.; PEARCE II, 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.