



Encontro Internacional sobre Gestão  
Empresarial e Meio Ambiente

## **TURNOVER DE CEO, REPUTAÇÃO CORPORATIVA E DESEMPENHO ECONÔMICO-FINANCEIRO DAS EMPRESAS BRASILEIRAS DE CAPITAL ABERTO**

**ANDREIA CARPES DANI**

Universidade Regional de Blumenau  
andriacarpesdani@gmail.com

**LINDA JESSICA DE MONTREUIL CARMONA**

Fundação Universidade Regional de Blumenau FURB  
jdemontre@yahoo.com

**NELSON HEIN**

FURB  
hein@furb.br

# **TURNOVER DE CEO, REPUTAÇÃO CORPORATIVA E DESEMPENHO ECONÔMICO-FINANCEIRO DAS EMPRESAS BRASILEIRAS DE CAPITAL ABERTO**

## **CEO TURNOVER, CORPORATE REPUTATION AND FINANCIAL PERFORMANCE OF BRAZILIAN OPEN CAPITAL FIRMS**

### **RESUMO**

A presente pesquisa investigou a relação entre o *turnover* de CEO, a reputação corporativa e o desempenho econômico-financeiro em uma amostra de 127 empresas brasileiras de capital aberto. Para tanto, foi realizada uma pesquisa documental quantitativa e descritiva, nas companhias brasileiras que compõem os índices de governança corporativa, nível 1 (N1), nível 2 (N2) e Novo Mercado no ano de 2014. A literatura que trata da relação entre o *turnover* e o desempenho, e o *turnover* e a reputação corporativa encontrou-se inconclusiva, visto que a influência da sucessão do CEO no desempenho e na reputação corporativa depende da capacidade gerencial e das características da governança da organização. Os resultados sugerem que o *turnover* influencia o desempenho financeiro, medido pelo endividamento, e o desempenho econômico medido pelo EBITDA, a um nível de significância de 10%, e que as companhias com maior endividamento possuem uma rotatividade de CEO maior. Porém a variável EBITDA é influenciada de forma negativa, visto que uma redução no resultado operacional influencia no aumento da rotatividade do CEO nas companhias analisadas. Conclui-se que as empresas que possuem uma reputação corporativa medida por meio da divulgação do relatório da GRI, são mais propensas à prática de *turnover* do CEO.

**Palavras-chave:** *Turnover. Reputação Corporativa. Desempenho.*

### **ABSTRACT**

This study investigated the relationship between CEO turnover, corporate reputation and financial performance in a sample of 127 Brazilian publicly listed companies. To achieve this, a quantitative and descriptive documental research was performed, on Brazilian firms that have the 2014 BM&F Bovespa corporate governance index compliance, Level 1 (L1), level 2 (L2) and New Market. Academic literature on the relationship between turnover and performance, and on turnover and corporate reputation was found inconclusive; hence the influence of CEO turnover in performance and corporate reputation depends on the management capacity and the organization's governance characteristics. The results suggest that the turnover influences the financial performance, measured by debt and economic performance measured by EBITDA at a significance level of 10%, and that firms with higher debt have increased CEO turnover. However, the EBITDA variable was negatively influenced, as a reduction in operating income influences the increased CEO turnover in the analyzed companies. Finally it was concluded that companies that have corporate reputation measured by the GRI report publication, are more likely to CEO turnover practices.

**Keywords:** *Turnover. Corporate reputation. Performance.*

## **1 INTRODUÇÃO**

No Brasil, o conselho de administração representa os interesses do acionista controlador, exercendo a função de monitorar o desempenho e disciplinar a ação dos executivos, para o qual utiliza de várias fontes de informação que incluem informações

contábeis e comportamento do mercado. Cabe ao conselho o monitoramento de fatores internos e externos que afetam o desempenho do corpo diretivo da empresa, incluindo a sua substituição. Fatores como a má gestão dos contratos e não cumprimento de metas estabelecidas pela alta administração afetam os resultados obtidos pela empresa (MENDES-DA-SILVA; MELO, 2005; MELLONE JÚNIOR; SAITO, 2004). Contudo, na eventualidade do conselho de administração não ser eficiente, a substituição dos membros da diretoria executiva pode ser demorada (MELLONE JUNIOR. SAITO, 2004).

A importância do papel do CEO faz com que praticamente toda sucessão ou *turnover* tenha o potencial de afetar a reputação da firma, seja positiva ou negativamente, o que depende das condições de saída: retiro voluntário ou planejado, morte, assunção de novas responsabilidades no mesmo grupo econômico ou em outro, demissão por baixo desempenho corporativo, crises relacionadas, fusões, aquisições ou escândalos pessoais envolvendo o executivo (FLATT; HARRIS-BOUNDY; WAGNER, 2013).

Existe uma heterogeneidade de reações posteriores à sucessão de diretores executivos, mesmas que dependem da posição e perspectivas de mercado da empresa e das condições da mudança. O simples apontamento do novo CEO produz a sinalização de que estratégias e práticas mudarão (PITCHER et al., 2000).

A capacidade gerencial do CEO influencia num bom desempenho, em virtude da prevalência das características da governança da organização, que consequentemente reduz a incerteza perante os interessados, construindo credibilidade ao longo do tempo. O desempenho da empresa revela informações sobre a capacidade do CEO para criar valor para os acionistas (DIKOLLI; MAYEW; NANDA, 2011).

O interesse gerencial por valorar e administrar a reputação corporativa tem crescido com os anos e assim também o interesse da academia, em incorporar dito assunto nos modelos conceituais. No entanto, a complexidade de fazê-lo reside na escolha da perspectiva: no campo econômico, a reputação sinaliza os comportamentos prováveis das empresas. Na arena da estratégia, a reputação resulta em uma fonte de vantagem competitiva. A contabilidade considera a reputação como um ativo intangível cujo valor flutua no mercado. O marketing aprecia a reputação como ativos perceptuais, com o poder de atrair consumidores. Já no campo organizacional, é considerada uma consequência da identidade da firma, o que ela faz, como o faz e como o comunica aos *stakeholders* (FOMBRUN; GARDBERG; SEVER, 2000).

Fora do campo acadêmico, estudos sobre empresas norte-americanas (estadunidenses e canadenses) afirmam que a partir de 2010, o *turnover* dos CEOs das empresas alcançou um patamar superior a 15%. Enquanto mudanças no topo da hierarquia das empresas indicam um sistema de governança mais vigilante e acirrado, a mudança de executivos frequentemente envolve incrementos no valor da ação no curto prazo, mas também aponta que existem custos significativos envolvidos. A remoção de CEOs por desempenho pobre indica que vêm na frente fortes custos de recrutamento e o risco de erro na nova escolha. É por essa razão a ênfase nas habilidades relacionadas à consecução de metas econômico-financeiras no nível de CEO, em detrimento de outras habilidades (WAHLBERG, 2014).

Com base nestes argumentos, esta pesquisa pretendeu responder a seguinte pergunta: *Qual a influencia do turnover do CEO na reputação corporativa e no desempenho econômico-financeiro das empresas de capital aberto?* Dessa forma, o objetivo geral deste trabalho foi verificar a existência da relação entre o *turnover* do CEO, a reputação corporativa e o desempenho econômico-financeiro das empresas de capital aberto que publicam relatórios anuais de acordo com as diretrizes da *Global Reporting Initiative* (GRI).

No contexto nacional e internacional não foram encontrados estudos que tenham considerado a variável reputação em relação ao *turnover* de CEOs (FLATT; HARRIS-BOUNDY; SHARON WAGNER, 2013). Além disso, observa-se uma incipiência de

pesquisas relacionadas ao *turnover* e ao desempenho no contexto brasileiro (MELLONE JÚNIOR; SAITO, 2004; MENDES-DA-SILVA; MORAES 2004; MENDES-DA-SILVA; MELO, 2005; GARCIA; GOMES; MONTE, 2015, não havendo consenso na literatura a respeito da causalidade do *turnover* no desempenho, e vice-versa.). Diante disso, identifica-se uma lacuna de pesquisa, visto que o comportamento das empresas brasileiras em relação a reputação corporativa, ao *turnover* e o desempenho se difere de outros países em virtude de suas características e estruturais.

Ao todo, este artigo está estruturado em cinco seções: introdução, revisão bibliográfica, que foi subdividida em *turnover* de CEOs e reputação corporativa, *turnover* de CEOs e *performance* econômico-financeira das empresas, metodologia, análise dos dados e conclusões.

## 2 REVISÃO BIBLIOGRÁFICA

### 2.1 *Turnover* do CEO e a Reputação Corporativa

Alguns dos principais acadêmicos da área apontam o *turnover* de executivos como objeto de esforço de pesquisa nas últimas cinco décadas, às vezes frustrante, pela existência de abundância de material inconclusivo e lacunas, muitas delas devidas a dificuldades de medição e inconsistência ou fraqueza do poder explanatório dos indicadores, embora sejam apresentadas como novas metodologias do tipo “longitudinal, de processo, clínico, qualitativo ou psicológico” (PITCHER et al, 2000, p. 625). Esses autores sistematizaram os tópicos abordados nas pesquisas sobre *turnover* de CEOs, relacionando-os ao momento do desligamento do executivo, como sintetizado no quadro a continuação:

**Quadro 1. *Turnover* de CEOs–Principais variáveis pesquisadas.**

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; Sehora (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; Duttia (1993); Grusky (1963); Allen; Panian; Lotz (1979); Brown (1982).

Fonte: Adaptado de Pitcheret al. (2000).

Diversas pesquisas sugerem que a reputação pessoal do CEO pode transcender a reputação da firma, existindo uma lacuna de evidência empírica da sucessão ou *turnover* de CEOs na reputação corporativa (FOMBRUN, 1996). Fombrun e Van Riel (2004) afirmam que os CEOs possuem alta visibilidade tanto interna como externa dos *stakeholders* de uma organização, cujas percepções moldam a reputação da companhia, se esta é desfavorável, pode constituir uma fonte de incerteza.

A definição de reputação corporativa tem evoluído com os anos. Walker (2010) considera que as definições convergem em três fatores, que moldam a reputação de uma empresa: que se baseia em percepções, que inclui os *stakeholders*, e que é comparativa. No seguinte quadro, um resumo das principais definições: de reputação:

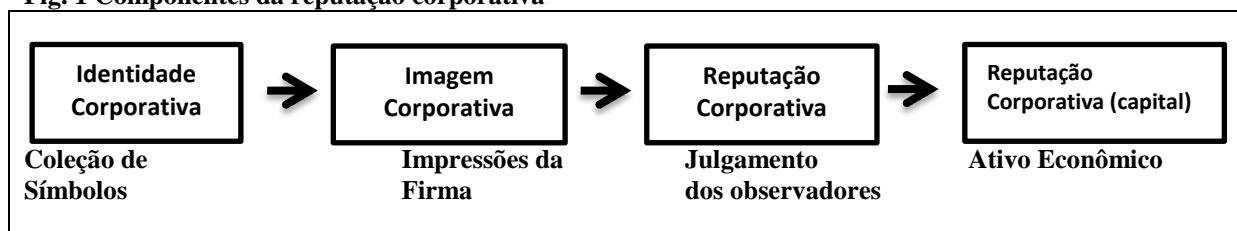
**Quadro 2: Definições de Reputação.**

Autor(es), ano, página	Definição
WEIGELT; CAMERER, 1988, p. 443.	Conjunto de atributos adjudicados a uma empresa, inferido a partir de ações passadas.
FOMBRUN; SHANLEY, 1990 p. 234.	O resultado de um processo competitivo em que as empresas assinalam suas principais características aos componentes para maximizar o seu status social (Spence, 1974).
FOMBRUN, 1996, p. 72.	Uma representação perceptual das ações passadas e futuras de uma empresa, descrita pela sua imagem global, a todos os seus principais constituintes, em comparação com seus rivais principais.
FOMBRUN; VAN RIEL, 1997 p. 10	A reputação corporativa é uma representação coletiva das ações e resultados passados de uma empresa, que descreve a capacidade desta para entregar resultados valiosos para os <i>stakeholders</i> . Ela mede a posição relativa de uma empresa internamente com os funcionários e externamente com os <i>stakeholders</i> , tanto em seu ambiente competitivo e institucional.
CABLE; GRAHAM, 2000, p. 929	A avaliação afetiva do público à empresa em relação a outras.
DEEPHOUSE, 2000 p. 1093	A avaliação de uma empresa pelos seus <i>stakeholders</i> em termos de seu afeto, estima e conhecimento.
BROMLEY, 2001, p. 316	Uma distribuição de opiniões (expressões evidentes de uma imagem coletiva) sobre uma pessoa ou outra entidade, em um grupo de <i>stakeholders</i> ou interessados.
MAHON, 2002, p. 417	Usa a definição de Webster (1983): "cálculo ou estimativa em que uma pessoa, coisa ou ação é avaliada por outros ... ora favorável ou desfavoravelmente".
WHETTEN; MACKEY, 2002, p. 401	Reputação organizacional é um tipo particular de <i>feedback</i> , recebido pelos <i>stakeholders</i> , a respeito da credibilidade da identidade da organização.
RINDOVA et al., 2005, p 1033	percepções dos <i>stakeholders</i> sobre a capacidade da organização de criar valor em relação aos concorrentes.
RHEE; HAUNSCHILD, 2006, p. 102	Avaliação subjetiva do consumidor da qualidade percebida do produtor.
CARTER, 2006, p. 1145	Um conjunto de características-chave atribuídas a uma empresa por diversos <i>stakeholders</i> .
BARNETT et al., 2006, p. 34	Julgamentos coletivos de uma empresa com base em avaliações dos observadores sobre os impactos financeiros, sociais e ambientais atribuídos à firma ao longo do tempo.

Fonte: Walker (2010). Tradução livre.

Para Barnett et al. (2006), as definições se concentram em três tipos: reputação como consciência ou percepção, como julgamento ou avaliação e como ativo intangível com valor econômico-financeiro. Os mencionados autores desagregam a reputação corporativa em vários componentes, de acordo com a figura seguinte:

**Fig. 1 Componentes da reputação corporativa**



Fonte: Barnett et al. (2006)

De acordo com Fombrun e Van Riel (2004), a identidade corporativa consiste nas características que os empregados consideram centrais na firma, as que a fazem diferente de outras companhias e que são contínuas e duradouras, que envolvem a cultura organizacional. A organização, na literatura de cultura, é vista como um conjunto de símbolos materiais e comportamentais, sistemas de crenças e valores e pressupostos subjacentes (MARTIN 2002;BARNETT et al., 2006).

A imagem corporativa inclui as impressões gerais da firma, feita por observadores internos ou externos. De acordo com Gray e Balmer (1998, p. 696) a imagem é o que “vem à mente quando se escuta o nome ou vê o logotipo” de uma firma, cuja transição para os públicos é função de processos ligados ao marketing e relações públicas, junto com outros fatores, não controláveis pela organização como monitoramento de entidades reguladoras, cobertura de mídia, dinâmica da indústria e outras forças externas (BARNETT et al. 2006).

Assim, decorrente do framework apresentado na figura 1, Barnett et al. (2006), utilizam a expressão Reputação Corporativa para denotar os julgamentos de observadores relacionados a uma empresa, que também podem ser influenciados por alguns eventos negativos (como danos ambientais, violações de direitos humanos, dentre outros).

Fombrun (1995) argumenta que a boa reputação corporativa cria riqueza, indicando que as reservas de capital reputacional fornecem às organizações de diversas vantagens: produtos e ofertas de ações mais atrativas para clientes e investidores, podendo definir preços mais altos; maior lealdade e maior oferta de talentos, melhor poder de barganha com fornecedores.

Pesquisas sobre reputação corporativa apontam a transparência como um fator crítico para construir confiança. Em estudo realizado com respondentes estadunidenses e canadenses, 75% destes indicaram que a transparência direciona a reputação corporativa (GRI, 2014). O rápido crescimento do número de companhias que adota as diretrizes da *Global Reporting Initiative* (GRI) e publica relatórios de sustentabilidade atesta que eles transmitem credibilidade (BALLOU; HEITGER; LANDES, 2006).

O relatório de sustentabilidade empresarial da *Global Reporting Initiative* - GRI foi criado em 1997 pelo Programa das Nações Unidas para o meio Ambiente (UNEP), em parceria com a ONG norte-americana *Coalition for Environmentally Responsible Economics* (CERES), tendo como principal objetivo elevar as práticas de relatórios de sustentabilidade a um nível de qualidade equivalente ao dos relatórios financeiros (GRI, 2015).

O relatório GRI representa a demonstração voluntária mais utilizada do mundo em termos de sustentabilidade, seguindo as diretrizes específicas para relatórios de conteúdo em sustentabilidade (NIKOLAEVA; BICHO, 2011; CONCEIÇÃO; DOURADO; SILVA, 2012). A estrutura do relatório de sustentabilidade da GRI encontra-se continuamente em desenvolvimento por meio de um intenso engajamento de organizações e especialistas que ampliam e revisam seu conteúdo, que atualmente encontra-se na sua quarta versão ou G4. Seu caráter multidimensional e consistência metodológica parecem contribuir com a significativa adesão desse relatório por companhias em todo o mundo (GRI, 2015).

Segundo a GRI são múltiplos os benefícios das empresas que elaboram e divulgam os relatórios de sustentabilidade, servindo este como ferramenta de gestão corporativa, oportunidade de inovação e monitoramento de resultados (ROCHA, 2012). Também, serve como médio de comunicação com os *stakeholders*, esperando-se que o processo de relato de sustentabilidade melhore a credibilidade da organização e sua reputação perante investidores, clientes e membros da comunidade.

Diante da revisão de literatura realizada, apresenta-se a seguinte hipótese de pesquisa, a saber:

*H<sub>1</sub>: O turnover do CEO influencia positivamente na reputação das empresas brasileiras.*

Cabe ressaltar, que de modo geral não foram encontrados estudos que tenham avaliado a mesma relação pretendida nesta pesquisa, em especial no contexto brasileiro.

## **2.2 Turnover de CEO e o Desempenho econômico-financeiro das empresas**

Os primeiros estudos sobre a rotatividade de CEOs e desempenho foram realizados na década de 1980, considerando diversos indicadores para mensurar o desempenho das companhias. Para Brickley (2003), algumas medidas de desempenho parecem ter um melhor poder explicativo quando relacionado com a rotatividade do CEO.

Pesquisas empíricas em contextos de economias desenvolvidas e emergentes apontam que quanto menor o desempenho da companhia, maior será a incidência de *turnover* de diretores (FARELL; WHIDBEE, 2000; YERMACK, 2004; GARAY; GONZÁLEZ 2005).

Mellone Júnior e Saito (2004) analisaram os principais determinantes na substituição de executivos de empresas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo no período de 1997 a 2001. Foram relacionados o desempenho da empresa e o monitoramento interno com a substituição dos executivos. Os resultados apontaram que o desempenho resulta em um fator determinante na substituição de um membro da diretoria executiva, porém não se aplica ao principal executivo da empresa. Esses resultados relacionados com a substituição do principal executivo evidenciam o monitoramento interno exercido pelos acionistas controladores e credores, respectivamente.

Sustentados na premissa de que uma das formas de se avaliar a eficiência da estrutura de governança é verificar a sensibilidade do *turnover* de executivos à *performance* da firma, Mendes-da-Silva e Moraes (2004) buscaram verificar a existência de associações entre estrutura de governança (composição do conselho de administração e a concentração de poder de voto), e a *performance* da firma, com o *turnover* de executivos em 176 empresas manufatureiras, com ações na Bolsa de Valores de São Paulo, no período de 1997 a 2001. Os resultados indicam que o *turnover* de executivos não está associado à estrutura de governança nem à *performance* da firma.

Outras pesquisas têm apontado que uma redução no desempenho das companhias pode aumentar a probabilidade de rotatividade dos CEOs (OSBORN et al., 1981; WILDT, 1996; HARRISON; TORRES; KUKALIS, 1988). Nesse sentido, quando a companhia apresenta um desempenho abaixo do esperado, em termos de retornos negativos de ações, de redução de lucro ou ganhos, o CEO pode ser substituído, devido à ineficiência na formulação e implementação das estratégias e políticas que criem valor adequado para o acionista. Assim, as crenças dos proprietários sobre a capacidade do CEO são revistas ao longo do tempo com base no desempenho periódico (DIKOLLI; MAYEW; NANDA, 2011).

Em um contexto brasileiro, ao analisarem empresas familiares e não familiares, Mendes-da-Silva e Melo (2005) verificaram que as empresas que obtiveram melhor rentabilidade tenderam a implementar menor *turnover*.

Mendes-da-Silva e Grzybovski (2006) buscaram verificar a existência de diferenças significativas de desempenho, valor e estruturas de governança corporativa entre empresas familiares e não-familiares, e a existência de associações entre *performance* e *turnover* de executivos. A amostra compreendeu 176 empresas industriais listadas na Bovespa, segmentadas por tipo (familiar ou não-familiar), entre 1997 e 2001. Para tanto consideraram variáveis de desempenho como retorno sobre o ativo, retorno sobre o patrimônio líquido, crescimento das vendas líquidas e Q de Tobin. Os resultados revelam a existência de diferenças significativas de desempenho, valor e estruturas de governança corporativa entre empresas familiares e não-familiares. Assim, no caso das empresas familiares, quanto maior a rentabilidade, menores são os níveis de *turnover*.

Kato e Long (2006) analisaram *turnover* de CEO e o desempenho de empresas chinesas no período de 1998 a 2002, considerando variáveis como estrutura de propriedade e características do conselho. Dentre as medidas financeiras foi utilizado o retorno sobre o ativo. Os resultados demonstraram uma relação significativa entre o *turnover* de CEO e o desempenho das companhias chinesas.

Na visão de Jenter e Lewellen (2010), uma ameaça de demissão induzida pelo desempenho da companhia é uma importante fonte de incentivos para a maioria dos CEOs e pode influenciar na rotatividade. Jenter e Kanaan (2006) pondera que a avaliação da qualidade dos serviços do CEO deve ignorar componentes do desempenho da empresa que são causados por fatores além do seu controle, como variáveis de mercado, que podem impactar na rotatividade do CEO. Murphy e Zimmerman (1993) apontam que a rotatividade dos CEOs é precedida por um desempenho ruim.

O estudo de Chang, Hsiao e Hu (2012) buscou analisar a relação entre o volume de negócios de executivos de alto nível e desempenho da empresa em Taiwan. Os resultados sugerem uma associação negativa entre a rotatividade de executivos e o desempenho. Além disso, os resultados demonstram que a posse na gestão por mais tempo não leva à melhoria do desempenho e pode resultar em avaliações negativas por parte do mercado.

Rachpradit, Tang e Khang (2012) buscaram analisar a relação entre o *turnover* de CEO e o desempenho de empresas Tailandesas listadas em bolsa e os efeitos moderadores de estrutura de propriedade e estrutura da administração. Os resultados apontam que tanto a propriedade como a estrutura de administração têm efeitos sobre a relação entre o *turnover* de CEO e o desempenho da empresa; que a probabilidade de rotatividade de CEOs é menor quando a empresa é controlada pela família do CEO; que a sensibilidade do *turnover* de CEO para o desempenho é maior com um menor grau de independência do conselho.

Ao ponderar a relação entre o *turnover* do CEO e o desempenho da empresa, Garcia, Gomes e Monte (2015) não encontraram relações significativas entre as variáveis de desempenho e a rotatividade do CEO. Embora encontrassem indícios de causalidade significativa entre o *turnover* do CEO e desempenho financeiro das empresas, esta tende a ser negativa, visto que com o *turnover* dos CEOs muda-se não apenas a figura do presidente, mas todo o planejamento institucional. O CEO, com seu capital intelectual adquirido ao longo dos anos, inclusive dentro da empresa com as conexões estabelecidas, é figura importante dentro de qualquer planejamento de gestão e a sua substituição pode acarretar, ao menos no curto prazo, modificações no desempenho financeiro das empresas.

A partir dessa revisão de literatura percebe-se que não existe um consenso sobre a relação entre o *turnover* e o desempenho das companhias. Posto isso, surge a seguinte hipótese desta pesquisa:

*H<sub>2</sub>: O turnover do CEO influencia positivamente no desempenho econômico-financeiro das empresas brasileiras.*

Assim, sustentada nessa abordagem teórica, presume-se que a relação entre ambos seja positiva, visto que o *turnover* de CEO “implica em alteração de hábitos de gestão e tem como consequência a variação do capital humano e social da empresa” (GARCIA; GOMES; MONTE, 2015, p.2).

### **3 METODOLOGIA**

A pesquisa, quanto ao seu objetivo é caracterizada como descritiva e de abordagem quantitativa, utilizando-se de dados documentais.



### 3.1 População e Amostra

A população compreendeu as companhias de capital aberto listadas nos níveis de governança corporativa da Bovespa no ano de 2014, com informações disponíveis na base de dados Economática®, conforme demonstra a Tabela 1.

**Tabela 1– População e Amostra da pesquisa.**

Governança Corporativa	População	% da População	Amostra	% da Amostra
N1	30	16%	13	10%
N2	20	11%	14	11%
Novo Mercado	133	73%	100	79%
<b>Total</b>	<b>183</b>	<b>100,00%</b>	<b>127</b>	<b>100,00</b>

Fonte: Dados da pesquisa.

Considerou-se todas as companhias listadas na Bovespa pertencentes aos Níveis de governança corporativa N1, N2 e Novo Mercado, totalizando 183 empresas. Dentre essas foram excluídas 56 companhias devido a não disponibilidade de informações no formulário de referência, bem como as classificadas no setor econômico “Financeiro e Outros”, devido às características singulares destas atividades.

### 3.2 Coleta de Dados

Para a coleta da variável independente *turnover* foram verificados os formulários de referência (item 12./12.6.8) de todas as companhias pertencentes à amostra. Já as variáveis dependentes reputação e desempenho econômico-financeiro foram obtidas no relatório de GRI-Global Reporting Initiative disponível no site [ReportRegistration@globalreporting.org](mailto:ReportRegistration@globalreporting.org), e por meio de informações disponibilizadas no banco de dados Economática®, respectivamente.

### 3.3 Constructo da Pesquisa

Delineou-se as seguintes métricas de mensuração para as variáveis independente e dependentes desta pesquisa, conforme Quadro 3:

**Quadro 3: Constructo da pesquisa.**

Dimensões	Variável	Mensuração	Descrição	Fonte
DESEMPENHO Desempenho Econômico e Financeiro	ROA	Lucro líquido / Ativo total	O <i>Return on Assets</i> (ROA) mede o quanto de lucro foi gerado pelo investimento feito ativo total da empresa.	Economática®.
	ROE	Lucro líquido / Patrimônio líquido	O <i>Return on Equity</i> (ROE) mede o quanto de lucro foi gerado pelos investimentos realizados pelos sócios.	Economática®.
	END	(Passivo circulante + Passivo não circulante) / Ativo total	O Endividamento (END) mede o quanto do ativo total da empresa é custeado pelo capital de terceiros.	Economática®.
	MB	Preço de mercado das ações / Valor contábil das ações	<i>Market to book</i>	Economática®.
	EBITDA	Lucro Operacional Antes do Imposto de Renda e Despesa Financeira + Depreciação + Amortização	Lucros antes de juros, impostos, depreciação e amortização.	Economática®.
	Liquidez Geral	(Ativo Circulante + Realizável em Longo Prazo) /	A liquidez geral mede a situação em longo prazo da empresa.	Economática®.

		(Passivo Circulante + Passivo Não Circulante)		
	Liquidez Seca	(Ativo Circulante - Estoques) / Passivo Circulante	Calcula a capacidade de pagamento empresarial desconsiderando os seus estoques.	Economática®.
	Liquidez Corrente	Ativo Circulante / Passivo Circulante	Mede a razão entre os direitos em curto prazo da empresa e a as dívidas em curto prazo.	Economática®.
<b>Reputação</b>	REP	<i>Dummy</i> . Atribui-se 1 a empresa divulga o relatório de GRI e 0 caso não.	GRI ( <i>Global Reporting Initiative</i> ) é variável <i>dummy</i> , a qual representa a divulgação ou não do relatório pela companhia.	<a href="http://ReportRegistration@globalreporting.org">ReportRegistration@globalreporting.org</a>
<b>Turnover</b>	TURN	<i>Turnover</i> = 1 se houve rotatividade do CEO e 0 se não houve rotatividade do CEO.	<i>Turnover</i> é uma variável <i>dummy</i> , a qual representa a presença ou não da rotatividade do CEO.	Formulário de referência / item 12.6/8

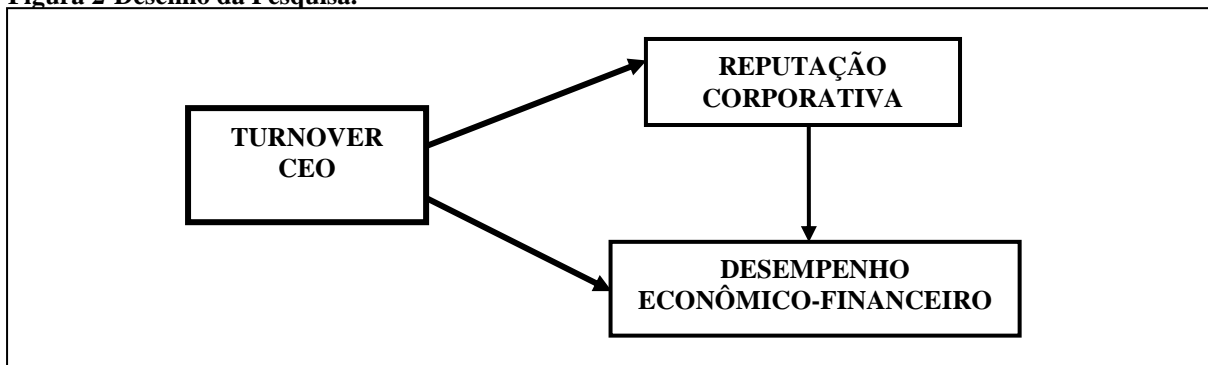
Fonte: Elaborado pelos autores.

A mensuração do desempenho econômico-financeiro foi feita mediante oito indicadores distintos, os quais são os mais referenciados na literatura sobre a relação *turnover* e desempenho financeiro. As variáveis de desempenho foram testadas na literatura nacional relacionada ao *turnover* conforme estudos de Mellone Junior e Saito (2004), Mendes-da-Silva e Moraes (2004; 2006), Mendes-da-Silva e Grzybovski (2008), Kato e Long (2006), Volpin(2002), Rachpradit, Tang e Khang (2012), Chang, Hsiao e Hu (2012), Garcia, Gomes e Monte (2015); e na literatura internacional, no contexto de diversos países por Jenter e Dartmouth (2010) e Dikolli, Mayew e Nanda (2011).

### 3.4 Desenho da Pesquisa

Diante da relação pretendida, mostra-se na Figura 2, a relação entre a variável independente *Turnover*, com as demais variáveis dependentes reputação e desempenho.

Figura 2-Desenho da Pesquisa.



Fonte: Dados da Pesquisa.

## 4 ANÁLISE DOS DADOS

Neste tópico apresenta-se inicialmente a estatística descritiva dos dados, buscando-se demonstrar as características das empresas analisadas. Em seguida utilizou-se da correlação canônica para verificar se existe relação positiva entre os diversos grupos de variáveis. Desse modo, buscou-se verificar se existe relação entre o *turnover* do CEO, a reputação corporativa e o desempenho econômico-financeiro das empresas de capital aberto.

#### 4.1 Estatística Descritiva e ACP

Por meio da estatística descritiva buscou-se apontar as características das companhias analisadas, considerando a média e desvio padrão das variáveis, conforme Tabela 2.

**Tabela 2- Estatística Descritiva das variáveis utilizadas no estudo.**

Variáveis	N	Mínimo	Máximo	Média	Desvio Padrão
TURN	127	0	1	,46	,501
REP	127	0	1	,28	,452
ROA	127	-0,95	0,22	0,002	0,15
ROE	127	-6,62	2,68	0,001	0,88
MTB	127	-8,23	23,55	1,65	2,82
END	127	4,28	7,63	6,00	0,64
LIQG	127	0,10	6,40	1,13	0,90
LIQS	127	0,20	11,60	1,58	1,28
LIQC	127	0,60	3,50	0,72	0,44
EBIT	127	-0,22	7,44	4,88	2,15

Fonte: Dados da Pesquisa.

Verifica-se no que tange as variáveis categóricas desta pesquisa, que ocorreu rotatividade do CEO em 46 das companhias analisadas, cerca de 36%. Cabe destacar que para a coleta da variável *turnover* foi verificada a rotatividade dos CEOs no período entre 2010 à 2014.

No que tange a reputação corporativa, verificou-se que apenas 28 companhias, cerca de 22% possuem uma reputação diferencial, em virtude da realização de um conjunto de ações e atributos relacionados a questões sociais e ambientais na visão do público em geral, de acordo com a análise do relatório GRI de cada empresa.

Quanto aos indicadores econômicos, verificou-se que a média do retorno sobre o ativo das empresas foi de 0,002, a do retorno sobre o patrimônio líquido foi de 0,001, a do Endividamento foi de 6,00, a da Liquidez Geral foi de 1,13, e a da Liquidez Seca foi de 1,58, e a da Liquidez Corrente foi de 1,58. Em relação as variáveis econômicas, verificou-se que a média do EBITDA foi de 4,88, e a do *Market too Book* foi de 1,65.

Em seguida, aplicou-se a técnica de ACP (componentes principais) com suporte do *software* estatístico SPSS v.22®. Segundo Maroco (2003) esse método possibilita a redução dos dados, pois transforma um conjunto de variáveis correlacionadas num conjunto menor de variáveis independentes. Assim busca-se extrair apenas aquelas variáveis que representam a maior parte da informação presente nas variáveis originais (MAROCO, 2003). Diante disso, a Tabela 3 apresenta a ACP das variáveis analisadas.

**Tabela 3- Componentes principais das variáveis- ACP.**

Variável	Componente
ROA	,451
ROE	,414
MTB	,178
END	,701
LIQG	-,578
LIQS	-,490
LIQC	-,241
EBI	,722

Fonte: Dados da pesquisa.

Verifica-se por meio da Tabela 3, que dentre o conjunto de variáveis independentes, o EBITDA e o Endividamento possuem a maior parte da informação, ou seja, explicam cerca de 72% e 70% da informação presente no modelo. Diante disso, optou-se por selecionar apenas essas variáveis que compõem o grupo 1 de variáveis pertencentes ao desempenho econômico e financeiro das companhias analisadas.

#### 4.2 Correlação Canônica

Neste tópico apresenta-se a análise por meio da técnica de correlação canônica, na qual se busca verificar se existe relação entre o *turnover* e demais fatores relacionados ao desempenho das companhias.

Fávero et al. (2009, p. 506) explicam que a correlação canônica busca “quantificar a força da relação existente entre dois vetores de variáveis, representados pelas dependentes e pelas independentes”.

Nesta pesquisa, utilizou-se do procedimento estatístico, realizado por meio da correlação canônica, calculado com o auxílio do *software* Statgraphics v.16®. Desse modo, na Tabela 4 mostra-se a correlação canônica entre as variáveis.

**Tabela 4 – Correlação Canônica entre o Turnover e demais variáveis determinantes.**

Variáveis Canônicas				Coeficientes das Variáveis Canônicas	
Grupo 1 - Desempenho e Reputação					
Y1	EBITDA			-0,875571	
Y2	END			0,062366	
Y3	REP			0,75746	
Correlação Canônica					
Grupo 2 – Turnover					
X1				1,0	
<i>Eigenvalue</i>	<i>Correlation</i>	<i>Lambda</i>	<i>Chi-Squared</i>	<i>D.F.</i>	<i>P-Value</i>
0,0428368	0,206971	0,957163	5,407	3	0,1443

\*Significante ao nível de 10%.

Nota 1: Este procedimento encontra as combinações lineares de dois conjuntos de variáveis que têm a mais alta correlação entre eles. Neste caso, quatro conjuntos de combinações lineares foram formados. Os primeiros conjuntos de combinações lineares são:  $-0,875571 * \text{EBITDA} - 0,062366 * \text{END} - 0,75746 * \text{REP}$ . Onde as variáveis foram previamente padronizadas, subtraindo seus meios e dividindo por seus desvios-padrão. A tabela mostra a correlação estimada entre cada conjunto de variáveis canônicas. Já que um dos P- valores foi inferior a 0,10, o conjunto tem uma correlação estatisticamente significativa no nível de confiança de 90%.

Nota 2: O segundo conjunto de combinações lineares é formado por:  $1,0 * \text{Turnover}$ , sendo que a variável dependente foi classificada de forma binária.

Na Tabela 4 com os resultados da correlação canônica, observa-se um conjunto de variáveis canônicas propostas como fatores determinantes da variável dependente ( $X_1$ ) analisada. Os resultados apontam coeficientes estatisticamente significativos, ao nível de significância de 10% ( $P\text{-value} < 0,010$ ). Diante disso, constata-se uma relação entre as variáveis de desempenho EBITDA e END (endividamento), a REP (reputação corporativa) e o *Turnover* do CEO.

Verifica-se que a correlação canônica encontrada entre as variáveis foi de 20%, com um R canônico de 4%, considerado baixo pela quantidade de casos analisados nesta pesquisa.

Destaca-se que a variável  $X_1$  foi representada de forma dicotômica, pontuando-se os valores de “1” e “0” para aquelas empresas em que ocorreu ou não a prática do *Turnover* de CEO. Diante disso, observou-se que as 46 empresas em que ocorreu rotatividade de CEO,

possuem correlação com as variáveis verificadas, pois caso contrário a correlação não teria apresentado relação com a variável  $X_1$ .

De modo geral, entende-se que as empresas listadas nos níveis de governança corporativa da Bolsa de Valores de São Paulo no ano de 2014, que possuem uma reputação corporativa medida por meio da divulgação do relatório do GRI, são mais propensas à prática de *turnover* do CEO.

Os resultados relacionados aos indicadores de desempenho divergem dos achados no estudo de Garcia, Gomes e Monte (2015) que não encontraram relação entre o *turnover* do CEO e o desempenho da empresa. Porém coadunam com as conclusões dos estudos de Murphy e Zimmerman (1993), Farrell e Whidbee (2000), Yermack (2004), Mellone Júnior e Saito (2004), Mendes-da-Silva e Melo (2005), e Garay e González (2005), de que existe relação entre indicadores de desempenho e o *turnover* de CEO.

Por outro lado, verificou-se que o *turnover* influencia o desempenho financeiro, medido pelo endividamento, e no desempenho econômico medido pelo EBITDA, a um nível de significância de 10%. Os resultados sugerem que companhias com maior endividamento possuem uma rotatividade de CEO maior.

Observa-se que a variável EBITDA é influenciada de forma negativa, visto que uma redução no resultado operacional influencia no aumento da rotatividade do CEO nas companhias analisadas. Destaca-se que não foram encontrados estudos correlatos com a utilização do EBITDA. Assim, rejeita-se a  $H_2$ , visto que verificou-se relação positiva do *turnover* apenas com a variável financeira de desempenho a nível de 10%.

No que tange a variável reputação corporativa, verificou-se uma influencia positiva do *turnover* a nível de 10%. Em razão a que não foram encontrados estudos anteriores que tenham analisado a relação com o *turnover* de CEO, sugere-se que as companhias que possuem uma reputação corporativa diferenciada são mais propensas a experimentar rotatividade de CEO. Pressupõe-se que quanto maior a rotatividade dos CEOs melhor a reputação da firma. Nesse sentido, destaca-se que nesse estudo foi constatado que as companhias em que ocorre *turnover* tendem a possuir uma reputação corporativa mais elevada. Assim, aceita-se a  $H_1$ .

Do mesmo modo que a capacidade gerencial do CEO influencia num bom desempenho, em virtude das características de governança, da capacidade em criar valor para os acionistas (DIKOLLI; MAYEW; NANDA, 2011), isto também pode sinalizar mudança de estratégias e práticas (PITCHER et al., 2000) que terão um efeito sobre a reputação corporativa da companhia na visão de seus acionistas e *stakeholders*, devido a que toda sucessão na gestão da organização tem potencial de afetar a reputação da firma (FLATT; HARRIS-BOUNDY; WAGNER, 2013).

Adicionalmente, Garcia, Gomes e Monte (2015, p.4) ponderam que os indivíduos que ocupam cargos de alta gestão "não contribuem apenas com suas habilidades individuais, mas também existe a cooperação e interação das referidas habilidades com os demais membros de sua equipe e o rompimento na continuidade de suas funções poderia influenciar no desempenho da empresa".

## 5 CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES

Esta pesquisa buscou verificar se existe relação entre o *turnover* do CEO, a reputação corporativa e o desempenho econômico-financeiro das empresas de capital aberto. Para tanto, foi realizada uma pesquisa descritiva, quantitativa e documental, nas 127 companhias brasileiras que compõem os índices de governança corporativa, N1, N2 e Novo Mercado no ano de 2014.

A literatura que trata da relação entre o *turnover* e o desempenho e do *turnover* e a reputação corporativa das companhias encontra-se inconclusiva. Isso se deve ao fato de que

nem sempre a rotatividade do CEO esta relacionada a questões econômicas ou a metas financeiras. A influência ou não do CEO no desempenho e na reputação corporativa depende da capacidade gerencial e de características da governança da organização ao longo do tempo, que são construídas visando maior credibilidade perante os interessados (DIKOLLI; MAYEW; NANDA, 2011).

Percebeu-se no caso das companhias analisadas, que o *turnover* influencia o desempenho financeiro, medido pelo endividamento, e no desempenho econômico medido pelo EBITDA, a um nível de significancia de 10%. Os resultados sugerem que companhias com maior endividamento possuem uma rotatividade de CEO maior. Porém a variável EBITDA é influenciada de forma negativa, visto que uma redução no resultado operacional influencia no aumento da rotatividade do CEO nas companhias analisadas.

De modo geral, que empresas listadas nos níveis de governança corporativa da Bolsa de Valores de São Paulo no ano de 2014, que possuem uma reputação corporativa medida por meio da divulgação do relatório do GRI, são mais propensas à prática de *turnover* do CEO.

Como principal limitação desta pesquisa, menciona-se a escolha das companhias analisadas pertencentes aos níveis N1, N2 e NM da Bovespa, e a escolha do índice GRI para verificação da variável reputação corporativa, já que outras variáveis poderiam ser utilizadas.

Sugere-se para futuras pesquisas, que seja ampliada a amostra analisada, considerando-se outros tipos de indicadores econômicos e financeiros num período longitudinal de análise, a fim de se realizar comparações.

Devido a escassez de estudos relacionando a reputação com *turnover*, novas avenidas de pesquisa poderiam surgir acrescentando-se outras variáveis de reputação corporativa e governança corporativa.

## REFERÊNCIAS

BALLOU, Brian; HEITGER, D.; LANDES, C. The rise of corporate sustainability reporting: A rapidly growing assurance opportunity. **Journal of Accountancy**, v. 202, n. 6, p. 65-74, 2006.

BARNETT, M. L., JERMIER, J. M., & LAFFERTY, B. A. Corporate reputation: the definitional landscape. **Corporate Reputation Review**, 9 (1), 26-38, 2006.

BRICKLEY, J, A. Empirical research on CEO turnover and firm-performance: a discussion. **Journal of Accounting and Economics**, 36, 227-233, 2003.

CHANG, L-L.; HSIAO, F. D.; HU, Y. The association between executive turnover, family business and firm performance: evidence in Taiwan. **Accounting and Finance Research**, 1(2), pp. 148-160, 2012.

CONCEIÇÃO, Sérgio Henrique; DOURADO, Gilson Barbosa; SILVA, Simone Freire. Global Reporting Initiative (GRI)-Um estudo exploratório da prática de evidenciação em sustentabilidade empresarial na América Latina. **Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade**, v. 2, n. 3, p. 17-38, 2012.

DIKOLLI, S. S.; MAYEW, W. J.; NANDA, D. CEO tenure and the performance-turnover relation. *Review of accounting studies*, v. 19, n. 1, p. 281-327, 2014.

DOWLING, Grahame. **Creating Corporate Reputations**, Oxford University Press, Oxford, 2001.

FARELL, K.A., WHIDBEE, D.A., 2003. The impact of firm performance expectations on CEO turnover and replacement decisions. **Journal of Accounting and Economics**, 36, (1-3), 2003.

FÁVERO, Luiz; BELFIORE, Patrícia; CHAN, Betty; SILVA, Fabiana. **Análise de dados**: modelagem multivariada para tomada de decisões. Rio de Janeiro: Campus/Elsevier, 2009

FLATT, Sylvia; HARRIS-BOUNDY, Jason; WAGNER, Sharon. CEO Succession: A Help or Hindrance to Corporate Reputation & quest. **Corporate Reputation Review**. v. 16, n. 3, p. 206-219, 2013.

FOMBRUN, C., GARDBERG, N., SERVER, J.: The Reputation Quotient: A multi-stakeholder measure of corporate reputation. **Journal of Brand Management**, Vol. 7, pp. 241-255, 2000.

FOMBRUN, Charles; VAN RIEL, Cees. **Fame & Fortune**: How Successful Companies Build Winning Reputations. Financial Times Press, 2004.

FOMBRUN, Charles; VAN RIEL, Cees. The reputational landscape. **Corporate reputation review**, pp. 1-16, 1997.

GARAY, U.; GONZÁLEZ, M. CEO and Director Turnover in Venezuela. **Instituto de Estudios Superiores de Administración (IESA)**, 2005.

GARCIA, I. A. S.; GOMES, K; MONTE, P. A. O desempenho financeiro e o turnover do ceo das companhias mais líquidas listadas na BM&FBOVESPA. IX Congresso Anpcont, Curitiba. **Anais...** Anpcont, Curitiba, 2015.

GRAY, Edmund R.; BALMER, John MT. Managing corporate image and corporate reputation. **Long Range Planning**, v. 31, n. 5, p. 695-702, 1998.

GRI Global Reporting Initiative. GRI Combined report 2013-2014: Forward thinking future focus. Disponível em: <https://www.globalreporting.org/information/about-gri/Pages/GRI-own-reports.aspx> Acesso 02/06/2015.

HARRISON, R. J.; TORRES, D. L.; KUKALIS, S. The changing of the guard: turnover and structural change in the top management positions. **Administrative Science Quarterly**, 33, 211-232, 1998.

JENTER, D.; LEWELLEN, K. Performance-induced CEO turnover. *Work. Paper*, Stanford Univ, 2010.

JENTER, D.; KANAAN, F. **CEO turnover and relative performance evaluation**. J. Financ. Forthcoming, 2010.

KATO, T.; LONG, C. Executive turnover and firm performance in China. *The American Economic Review*, 96(2), pp. 363-367, 2006.

MAROCO, João. **Estatística aplicada às ciências sociais e humanas**. 2003.

MARTIN, J. **Organizational Culture: Mapping the Terrain**, Sage, Thousand Oaks, CA. 2002.

MELLONE JUNIOR, G.; SAITO, R. Monitoramento interno e desempenho da empresa: determinantes de substituição de executivos em empresas de capital aberto no Brasil. In ENANPAD, 28., Curitiba. **Anais...**, Curitiba, 2004.

MENDES-DA-SILVA, W. GRZYBOVSKI, D. Efeitos da governança corporativa e da performance empresarial sobre o turnover de executivos no Brasil: comparando empresas familiares e não-familiares. **Revista de Administração Mackenzie**, 7(1), pp. 45-70, 2008.

MENDES-DA-SILVA, W.; MELO, L. Q. Governança corporativa, desempenho e turnover de executivos: um estudo comparativo entre indústrias brasileiras familiares e não familiares. In: ENCONTRO DA ANPAD-ENANPAD, 2005, Brasília. **Anais...** Brasília: Anpad, 2005.

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

MURPHY, K.; ZIMMERMAN, J. L. Financial performance surrounding CEO turnover. **Journal of Accounting and Economics**, vol. 16, pp. 273-315, 1993.

NIKOLAEVA, Ralitza; BICHO, Mara. The role of institutional and reputational factors in the voluntary adoption of corporate social responsibility reporting standards. **Journal of the Academy of Marketing Science**, v. 39, n. 1, p. 136-157, 2011.

OSBORN, R. N.; JAUCH, L. R.; MARTIN, TH.N.; COLUECK, W. F. The event of CEO succession, performance and environmental conditions. **Academy of Management Journal**, 24, 183-191, 1981.

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

RACHPRADIT, P.; TANG, J. C. S.; KHANG, D. B. CEO turnover and firm performance, evidence from Thailand. **Corporate Governance: The international journal of business in society**, 12(2), pp. 164-178, 2012.

ROCHA, Tatiana Aparecida. **Análise do Relatório GRI enquanto ferramenta para a mensuração da sustentabilidade empresarial**. Dissertação de Mestrado. USP 2012.

WALBERG, Rebecca. Why CEO turnover is on the rise. Financial Post, edição de 13/10/2014. Disponível em: <http://business.financialpost.com/executive/leadership/why-ceo-turnover-is-on-the-rise>. Acesso 17/06/2015.

WALKER, Kent. A systematic review of the corporate reputation literature: Definition, measurement, and theory. **Corporate Reputation Review**, v. 12, n. 4, p. 357-387, 2010.

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

YERMACK, D. Remuneration, retention, and reputation incentives for outside directors. *The Journal of Finance* 59, p. 2281-2308. 2004.