

Correspondência para/  
Correspondência para/  
Correspondence to  
Wesley Mendes da Silva  
Rua Antonio V. Costa,  
280 / 31 / 604 Cordeiro  
Recife-PE  
CEP:50640-040  
wesley@fir.br

Artigo recebido em: 03/05/04  
Aprovado em: 28/07/04

## ESTRUTURA DE GOVERNANÇA, PERFORMANCE E TURNOVER DE EXECUTIVOS: UM ESTUDO COM INDÚSTRIAS BRASILEIRAS

### ESTRUCTURA DE GOBERNANZA, PERFORMANCE Y TURNOVER DE EJECUTIVOS: UN ESTUDIO CON INDUSTRIAS BRASILEÑAS THE STRUCTURE OF GOVERNANCE, PERFORMANCE AND TURNOVER OF EXECUTIVES: A STUDY AMONG BRAZILIAN COMPANIES

*Wesley Mendes-da-Silva, MSc.*  
Faculdade Integrada do Recife - FIR  
wesley@fir.br

*Walter Fernandes Araújo de  
Moraes, Dr.*  
Universidade Federal de  
Pernambuco - UFPE  
wfam@npd.ufpe.br

**Palavras-chave:**  
Governança corporativa;  
Turnover de executivos;  
Performance empresarial.

**Palabras-clave:**  
Gobernanza corporativa;  
Turnover de ejecutivos;  
Performance empresarial.

**Key words:**  
Corporate governance;  
Turnover of executives;  
Business performance.

**RESUMO:** Nos últimos anos, diversas áreas do conhecimento, especialmente a de Estratégia e de Finanças, têm dedicado atenção ao estudo dos mecanismos de governança corporativa. Na opinião de alguns autores, uma das formas de avaliar a eficiência de uma estrutura de governança é verificar a sensibilidade do *turnover* de executivos à *performance* da firma (VOLPIN, 2002). De forma complementar, Coffee (1999) defende que sistemas de governança adequados penalizam executivos por baixa *performance*. A partir dessas concepções, este trabalho objetiva verificar a existência de associações entre estrutura de governança (especificamente, composição do conselho de administração e a concentração de poder de voto), e a *performance* da firma, com o *turnover* de executivos. Para tanto, estudou-se o período de 1997 a 2001, utilizando dados de 176 empresas manufatureiras, com ações na Bolsa de Valores de São Paulo. A partir da análise multivariada, evidencia-se, de forma geral, que o *turnover* de executivos não está associado à estrutura de governança nem à *performance* da firma. A exceção ocorreu em 1997, quando o crescimento das vendas apresentou-se negativamente associado à *performance*.

**RESUMEN:** Los últimos años, diversas áreas del conocimiento, especialmente la de Estrategia y de Finanzas, han dedicado atención a los estudios de los mecanismos de gobernanza corporativa. En la opinión de algunos autores, una de las formas de evaluar la eficiencia de una estructura de gobernanza es verificar la sensibilidad del *turnover* de ejecutivos a la *performance* de la empresa (VOLPIN, 2002). De forma complementar, Coffee (1999) defiende que sistemas de gobernanza adecuados penalizan ejecutivos por baja *performance*. A partir de esas concepciones, este trabajo objetiva verificar la existencia de asociaciones entre la estructura de gobernanza (especificamente, composición del consejo de administración y la concentración de poder de voto), y la *performance* de la empresa, como el *turnover* de ejecutivos. Para tanto, se estudió el periodo de 1997 a 2001, utilizando datos de 176 empresas manufactureras, con acciones en la Bolsa de Valores de São Paulo. A partir del análisis multivariado, se evidencia de forma general, que el *turnover* de ejecutivos no está asociado a la estructura de gobernanza ni tampoco a la *performance* de la empresa. La ejecución ocurrió en 1997, cuando el crecimiento de las ventas se presentó negativamente asociado a la *performance*.

**ABSTRACT:** In recent years, various areas of knowledge, particularly those of Strategy and Finances, have focused their attention on the study of mechanisms of corporate governance. In the opinion of some authors, one of the forms of assessing the efficiency of a structure of governance is to observe the sensitivity of executive turnover to the company's

performance (VOLPIN, 2002). To complement this, Coffee (1999) defends the idea that appropriate systems of governance penalize executives for low performance. Based on these concepts, the aim of this work is to verify the existence of associations between structure of governance (in particular, the composition of the administrative board and the concentration of voting power), and the company's performance, with its executive turnover. The period 1997 to 2001 was studied, using data from 176 manufacturing companies whose shares are traded on the São Paulo Stock Exchange. Based on multivariate analysis, it was seen that in general, the executive turnover is not linked to the company's structure of governance or performance. An exception to this occurred in 1997, when a growth in sales was seen to be negatively linked to performance.

## 1 INTRODUÇÃO

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, assim como a de 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, facilitando ainda o incremento do crescimento da firma.

A relação entre investidores, acionistas, executivos e o conselho de administração diz respeito ao problema de agenciamento, em que metas, incentivos e mecanismos de controle são estabelecidos em uma "regra de conduta". Os integrantes da alta administração, portanto, podem ser vistos como agentes dos proprietários, que os contrataram e deram-lhes a autoridade de tomada de decisões para administrar a empresa. Os potenciais conflitos de interesses, entre a maximização do valor da empresa e a agenda privada dos executivos (interesses pessoais) são identificados como problemas de agência, apresentados no trabalho seminal de 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 o administrador, os resultados obtidos pela empresa, lucro-preço da ação, são afetados. O primeiro decorre do processo interno de gestão da empresa, enquanto o segundo é estabelecido pelo mercado que, em tese, tem maior percepção sobre o desempenho das empresas.

O estabelecimento de que a governança corporativa possa trazer e indicar a qualidade da administração para a empresa, como forma de monitorar o comportamento dos administradores, talvez seja uma maneira adequada de perseguir e obter as metas almejadas para a empresa. Assim, quanto melhor for a governança, melhor deverá ser a qualidade das decisões tomadas pela administração, o que é decisivo para o nível de desempenho financeiro das empresas, já que o objetivo principal da administração, a priori, é maximizar valor. Nesse contexto, os conselhos de administração são apontados como principal elo entre a propriedade e o controle. A independência entre ambos

pode garantir eficiência de suas atividades na administração, onde o conselho de administração manter-se-ia essencialmente independente dos diretores executivos.

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 adotadas pelas empresas, sobretudo a atuação do conselho de administração. Desse modo, a monitoração dos executivos por parte dos membros do conselho de administração tem figurado como objeto de pesquisa em diversos estudos ao redor do mundo. Alguns desses trabalhos defendem a independência do conselho como fator preponderante para a eficácia de sua atuação de monitorar e disciplinar os executivos, nas ocasiões em que o desempenho empresarial estiver sendo afetado pela atuação deficiente dos administradores. Isto é, o papel do conselho de administração no controle interno da empresa, disciplinando executivos por baixa *performance*, poderia estar comprometido se esse órgão estivesse composto de pessoas diretamente ligadas à diretoria executiva da firma.

Desse modo, 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* à *performance*, 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). 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. Nesse estudo, apenas o tamanho da empresa apresentou-se significativo para a variável dependente.

Por outro lado, há quem advogue a não relevância da independência do conselho com relação ao desempenho da firma, como pode se verificar nos estudos de Bhagat e Black (1999 e 2002), onde se argumenta que o custo do monitoramento do executivo por parte do conselho independente não se justificaria pelo desempenho atingido, 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 ainda o de Mendes-da-Silva, Moraes e Rocha (2004). Ademais, definir padrões de governança corporativa que maximizem o valor da firma ainda é um problema. A literatura existente acerca da temática da

governança corporativa sugere principalmente duas estratégias para verificar a efetividade de uma estrutura de governança. A primeira, utilizada por Kaplan (1994) e por Coffee (1999), consiste em testar se o *turnover* de executivos aumenta com o declínio da *performance*. A segunda, que deriva de Morck, Shleifer e Vishny (1988) e de McConnell e Servaes (1990), consiste em analisar o valor da firma em relação a empresas similares.

Neste artigo são estudados os determinantes do *turnover* de diretores executivos em empresas manufatureiras em operação no Brasil, focando, essencialmente, como a estrutura de governança de uma firma afeta o *turnover* de diretores executivos. A análise será conduzida a partir de um banco de dados que incluiu informações anuais fornecidas por 176 empresas, todas com ações na Bolsa de Valores de São Paulo, à Comissão de Valores Mobiliários - CVM<sup>1</sup> (a SEC brasileira) no período de 1997 a 2001. O ambiente empresarial do Brasil constitui um campo a ser estudado, por dois motivos principais. Primeiro, por atualmente se encontrar aperfeiçoando as estruturas de proteção dos direitos de credores e acionistas, apesar de ainda possuir uma legislação deficiente, com relação a essa finalidade. Segundo, por se mostrar ainda com alta concentração da propriedade (SIQUEIRA, 1998), a qual tem aumentado nos últimos cinco anos (MENDES-DA-SILVA, 2003).

Os resultados revelaram que, ao longo do período estudado, o *turnover* de diretores executivos mostrou-se totalmente independente das estruturas de governança das empresas. Todavia, o crescimento das vendas (CVEND), em um dos anos estudados, apresentou-se negativamente associado ao *turnover* de diretores executivos, evidenciando que, em média, quanto maior foi o crescimento das vendas, menor foi o *turnover*, o que é consistente com os argumentos desenvolvidos por Coffee (1999). Este artigo está organizado em quatro partes. A seguir, é mostrada a metodologia adotada para escolha do conjunto de empresas estudadas, coleta e tratamento estatístico dos dados, e ainda as definições conceitual e operacional das variáveis empregadas. Logo após são apresentadas e discutidas as estatísticas descritivas e a análise multivariada dos dados e, finalmente, são desenvolvidas as conclusões da pesquisa.

## 2 DADOS, MEDIDAS DE PERFORMANCE, E VARIÁVEIS

### 2.1 DADOS

A pesquisa que lastrea este trabalho desenvolveu-se com base no período de 1997 a 2001, utilizando-se dados de todas as empresas manufatureiras, com papéis negociados na Bolsa de Valores de São Paulo. No momento da coleta dos dados, 459 empresas estavam listadas na Bovespa, das quais 289 encontravam-se com informações disponibilizadas no banco de dados da Economática®.

<sup>34</sup> WESLEY MENDES DA SILVA (FIR/PE) - ESTRUTURA DE GOVERNANÇA, PERFORMANCE E TURNOVER DE EXECUTIVOS: UM ESTUDO COM INDÚSTRIAS...

Tabela 1 - Frequência das empresas participantes da pesquisa por setor da economia brasileira

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

Fonte: Elaborado pelos autores a partir dos dados da pesquisa (2004).

A partir do exame desse conjunto, constatou-se que 176 empresas (relacionadas no Apêndice A), pertencentes a 14 segmentos industriais, os quais estão relacionados na Tabela 1, possuíam informações para pelo menos 3 dos 5 anos examinados. Os dados empregados para operacionalização das variáveis utilizadas neste estudo foram coletados no banco de dados da Economatica® e nos Relatórios de Informações Anuais (IAN) periodicamente enviados pelas empresas à CVM. Após obtidos os valores das variáveis iniciou-se uma busca por valores extremos, outliers, os quais segundo Hair et al. (1998, p. 72) podem afetar a qualidade dos resultados. Para tanto, adotou-se o procedimento sugerido por esses autores, a exclusão de outliers, até um limite de 10% das observações válidas, fazendo com que os valores assumidos por z permaneçam -2,58 e +2,58, calculado segundo a equação (1).

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

S é o valor da estatística de assimetria da distribuição de probabilidade de uma variável contínua e N representa o tamanho da amostra. Em não ocorrendo a satisfação da condição anteriormente descrita, para os valores do escore z, o próximo valor para a variável considerada mais distante do novo valor da média amostral era excluído, repetindo-se esse procedimento até que o escore z atendesse à condição estabelecida, com o objetivo de obter uma distribuição aproximadamente normal, de forma a satisfazer os pressupostos da regressão múltipla.

## 2.2 As VARIÁVEIS E O MODELO

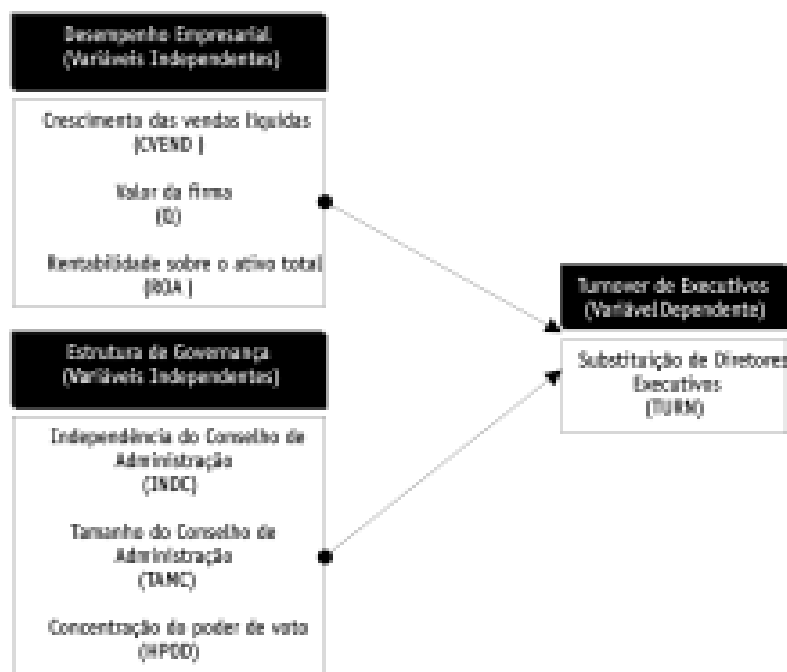
Baseando-se nos relatórios enviados à CVM, foram operacionalizadas as variáveis: independência do conselho (INDC) - a proporção de conselheiros independentes em relação à quantidade total de membros do conselho; tamanho do conselho (lnTAMC) - logaritmo natural da quantidade de membros no conselho; e *turnover* de executivos (TURN) - a proporção de executivos substituída entre o ano t e o ano t+1. Com as informações disponibilizadas pela Economática®, foram obtidas as variáveis: concentração de poder de voto (HPOD) - índice Herfindahl da concentração do poder de voto da empresa i no ano t; e *performance* financeira no ano t (PERF) - expressa segundo: uma proxy de valor da firma, o índice Q de Tobin (Q); o crescimento das vendas líquidas (CVEND); e a rentabilidade do ativo total (ROA), o Apêndice B apresenta os constructos utilizados, associando-os à bibliografia. A partir da literatura disponível acerca da temática, buscando testar a hipótese básica desta pesquisa, o modelo proposto foi a equação (2), que está esquematicamente representada pela Figura 1.

$$TURN_{t+1} = \beta_0 + \beta_{11} PERF_t + \beta_{12} INDC_t + \beta_{13} \ln TAMC_t + \beta_{14} HPOD_t + \xi_{2t} \quad (2)$$

Partindo da hipótese de que quanto maior a performance (PERF), menor será o *turnover* de executivos (TURN), espera-se que o coeficiente estimado  $\beta_{11}$  seja negativo e estatisticamente significativo. A partir da idéia de que, em empresas onde existam maiores parcelas de conselheiros independentes (INDC) exista maior sensibilidade do *turnover* à performance, espera-se que o coeficiente estimado  $\beta_{12}$  seja estatisticamente significativo e positivo, em decorrência da existência de melhores condições para que se realize o monitoramento dos executivos, disciplinando-os quando esses não desempenharem suas funções de forma a maximizar a riqueza do acionista. Espera-se ainda que coeficiente estimado de lnTAMC seja estatisticamente significativo e negativo ( $\beta_{13} < 0$ ), já que, como argumenta Yermack (1996), as empresas de menor quantidade de membros no conselho podem apresentar melhor desempenho financeiro, maior incentivo ao bom desempenho dos executivos, essencialmente por meio de compensações e ameaça de demissão (*turnover*).

Por fim, diante do argumento de que em empresas com maior concentração do poder de voto (HPOD) existam menores parcelas de conselheiros independentes, o que minimizaria a sensibilidade do *turnover* à performance, espera-se que o coeficiente estimado  $\beta_{14}$  seja estatisticamente significativo e negativo.

Figura 1 - Modelo conceitual adotado na pesquisa



Fonte: Elaboração dos autores (2004).

\*As variáveis integrantes desse modelo estão definidas no Apêndice B.

### 3 RESULTADOS EMPÍRICOS

Nesta seção, são apresentados e discutidos os resultados empíricos obtidos na pesquisa, iniciando pelas estatísticas descritivas das variáveis envolvidas no estudo, em seguida, discute-se a análise multivariada dos dados.

#### 3.1 ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS

Ao observar o comportamento das variáveis de estrutura de governança, ilustrado na Tabela 2, verifica-se que o valor médio da proporção de conselheiros (INDC) que não exercem atividades simultaneamente com o exercício das funções de diretor executivo, isto é, a parcela de conselheiros independentes, obteve uma diminuição pouco expressiva, de 78,31% para 76,85%, entre 1997 e 2001. Provavelmente essa queda da independência dos conselhos de administração em relação ao quadro de executivos está associada ao aumento da concentração de poder de voto nas indústrias estudadas, de acordo com evidências empíricas, para o mesmo período, mostradas por Mendes-da-Silva, Moraes e Rocha (2004).

Tabela 2 - Estatísticas descritivas das variáveis de estrutura de governança

Estrutura de governança	Ano	N	Mínimo	Máximo	Média	Desvio padrão
INDC (%)	1997	122	,0000	100,00	78,31	16,59
	1998	153	,0000	100,00	78,86	16,62
	1999	152	33,33	100,00	79,92	14,77
	2000	149	,0000	100,00	78,47	16,10
	2001	138	,0000	100,00	76,85	16,96
IAMC	1997	123	2,00	24,00	6,80	3,22
	1998	153	,00	26,00	6,77	3,35
	1999	152	3,00	26,00	6,84	3,56
	2000	149	2,00	20,00	6,76	3,20
	2001	138	1,00	26,00	6,62	3,59
Ações ordinárias em poder dos três principais acionistas	1997	153	21,80	100,00	79,35	18,47
	1998	174	21,80	100,00	79,70	18,87
	1999	175	22,50	100,00	81,85	18,80
	2000	176	22,50	100,00	82,12	18,50
	2001	176	24,60	100,00	82,61	18,32

Fonte: Dados da pesquisa (2004).

Nota: Os dados foram trabalhados no software estatístico SPSS ® versão 11.0.

Em 1997, o percentual médio das ações ordinárias em poder dos três principais acionistas era de 79,35%, que aumentou gradativamente para 82,61%, em 2001. Adicionalmente, o tamanho médio dos conselhos de administração também mostrou, do início ao fim do período examinado, uma discreta redução de 6,80, em 1997 para 6,62 conselheiros (segundo as orientações da CVM e do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa - IBGC, o tamanho do conselho deve variar entre 5 e 9 membros, em função do perfil da empresa), sendo observada então, apesar de pouco significativa, uma busca pela redução da quantidade de membros nos conselhos de administração ao longo do período.

De maneira geral, nos últimos três anos do período, as medidas de performance mostraram valores médios crescentes, como ilustra a Tabela 3. Comparando-se os valores dos indicadores de performance inicial e final, ao longo do período examinado, verifica-se que o melhor desempenho apresentado foi do índice de rentabilidade (ROA), que aumentou, em média 258,7%, de 1997 a 2001, seguido do crescimento das vendas líquidas (CVEND), com uma variação de 53,1% e, finalmente do índice Q de Tobin, que mostrou aumento médio de 29,62% no mesmo período, todos os indicadores mostraram crescimento médio. Isso poderia, segundo a estrutura de governança em vigor nas firmas, desestimular o turnover de executivos.

No entanto, tomando-se o conjunto de empresas estudadas, segundo a independência do presidente do conselho de administração em relação à diretoria executiva, no Gráfico 1 constata-se que, com exceção do ano de 1997, ao longo do período estudado, as empresas que mantinham o presidente do conselho independente da diretoria executiva, substituíram maiores parcelas de seus executivos, especialmente no final do período. Isso poderia ser uma indicação de que nas empresas onde os conselhos de



Tabela 3 - Estatísticas descritivas das variáveis de *performance*

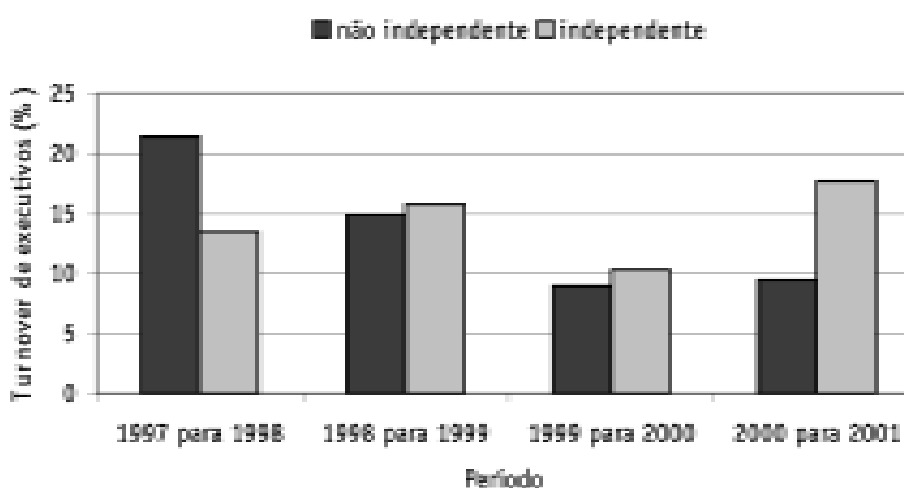
Variáveis de performance	Ano	N	Mínimo	Máximo	Média	Desvio padrão
CPENSO (%)	1997	147	-100,00	155,14	8,09	31,25
	1998	160	-99,80	115,35	-0,58	27,49
	1999	172	-97,19	155,13	18,83	39,46
	2000	166	-95,99	95,83	17,31	28,95
	2001	171	-100,00	136,70	12,39	32,96
Q	1997	117	-35	1,13	,27	,31
	1998	115	-56	1,17	,23	,31
	1999	143	-67	1,42	,39	,40
	2000	137	-55	1,56	,36	,36
	2001	139	-68	1,55	,35	,37
ROM (%)	1997	147	-19,30	19,20	,46	7,33
	1998	155	-22,30	19,80	,51	6,89
	1999	169	-46,20	46,20	-1,81	13,95
	2000	167	-35,90	47,60	1,92	9,36
	2001	166	-33,20	33,10	1,65	8,85

Fonte: Elaborado pelos autores a partir dos dados da pesquisa (2004).

Nota: Os dados foram trabalhados no software estatístico SPSS ® versão 11.0.

administração são mais independentes existiria uma probabilidade maior de turnover. Ou seja, os conselhos exerceriam, com maior rigor, sua função de monitorar e controlar as atividades dos executivos. Porém, como dito antes, em média, a performance financeira das empresas foi crescente, o que seria um sinal da existência de outros fatores determinantes do turnover de executivos, que não exclusivamente a performance financeira da firma, como destaca Volpin (2002).

Gráfico 1 - Evolução do turnover de diretores executivos (%), segundo a independência do presidente do conselho de administração



Fonte: Elaborado pelos autores a partir dos dados da pesquisa (2004).

De fato, em média, nas empresas cujo presidente do conselho de administração não era independente da diretoria executiva, observou-se uma queda de aproximadamente 55,7% no índice de turnover de executivos ao longo do período analisado. Em contrapartida, nas empresas em que a independência do presidente do conselho foi preservada, o índice médio de turnover de executivos iniciou o período com um valor de 13,5% que atingiu 17,6% entre 2000 e 2001, um aumento de quase 30,96%. Ou seja, apesar do aumento médio dos valores dos indicadores de performance, as empresas que mantiveram presidentes do conselho independentes da diretoria substituíram maiores parcelas de executivos, ao contrário das empresas que não assumiram a conduta de preservar independência do presidente do conselho.

### 3.2 ANÁLISE MULTIVARIADA

Os resultados do modelo de regressão múltipla<sup>2</sup>, para os cinco anos estudados, indicaram que, de modo geral, não existiu um padrão de relacionamento entre as variáveis envolvidas na pesquisa, como ilustra o Apêndice C. Porém, o ano 1997 obteve os resultados mais significativos: o maior coeficiente de correlação R<sup>2</sup>, 0,176, com estatística Durbin-Watson de 1,718, o que indica se tratar de uma regressão não espúria<sup>3</sup>, e ainda foi o único período em que variáveis apresentaram relacionamento estatisticamente significativo (CVEND e HPOD). Para esse ano, ao nível de significância de 5%, o coeficiente de regressão do crescimento das vendas (CVEND) obteve sinal negativo ( $b=-0,323$ ;  $t=-2,644$ ;  $Sig<0,05<DW=2,335$ ), o que apóia a idéia de que as empresas de melhor desempenho podem ser menos propensas a substituir parcelas representativas da sua equipe de diretores executivos. Além disso, foi a variável que mais contribuiu no modelo para explicar o comportamento do turnover nesse ano.

Por outro lado, a concentração do poder de voto (HPOD) recebeu sinal positivo para o coeficiente de regressão ( $b = 0,230$ ;  $t = 1,934$ ;  $Sig<0,10$ ), indicando que as empresas de maior concentração do poder de voto substituíram maiores parcelas de sua diretoria executiva, o que contraria os argumentos desenvolvidos por Goyal e Park (2001), para quem as empresas de poder mais difuso seriam mais propensas a punir executivos responsáveis por baixa performance. Esse resultado não apóia a expectativa de que empresas com estrutura de governança cujo poder de voto estivesse mais pulverizado estariam mais propensas a disciplinar seus diretores executivos, decorrente do monitoramento exercido pelo conselho de administração.

Apesar de não apresentar significância estatística, a rentabilidade sobre o ativo total (ROA) foi a única variável de desempenho financeiro que se manteve negativamente correlacionada com o turnover de diretores executivos (TURN) ao longo do período, indicando que as empresas mais rentáveis tenderam a substituir em menores quantidades os seus diretores

executivos. Adicionalmente, com exceção de 1997, ao longo de todo o período, ROA foi a variável de desempenho que mais contribuiu para explicar o comportamento de TURN. Já a proxy de valor da firma, o Q de Tobin (Q), não manteve um sentido único de relacionamento com a variável dependente, TURN. O tamanho do conselho de administração (InTAMC) também apresentou relacionamento estatístico não significativo a 10%, sendo a única variável da estrutura de governança que manteve o sinal do coeficiente de regressão ao longo de período, à exceção de 1999. Para essa variável observou-se sinal positivo, indicando que, em média, empresas com maiores quantidades de membros no conselho de administração mostraram maior tendência a substituir diretores executivos, o que não apóia as assertivas de Yermack (1996).

#### 4 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Com base em dados de 176 empresas manufatureiras, listadas na Bolsa de Valores de São Paulo, o objetivo desta pesquisa foi verificar a existência de associações entre o turnover de altos executivos e a performance da firma, assim como sua estrutura de governança. A partir das definições conceitual e operacional das variáveis aqui empregadas, as evidências empíricas apresentadas apontam ineficiências relacionadas às estruturas de poder de voto e ainda quanto ao papel do conselho de administração em relação ao turnover de executivos com respeito à performance da firma para quatro dos cinco estudados. Assim, os principais resultados da pesquisa são: Primeiro, como pode ser observado no Quadro 1, de forma esquemática, a medida de valor da firma (Q) não manteve o sinal do coeficiente de regressão ao longo do período, o que poderia ser conseqüência do estado ainda em desenvolvimento do mercado doméstico brasileiro (GIBSON, 2003).

Segundo, no ano de 1997, nas empresas de maior concentração de poder de voto (HPOD), o crescimento das vendas (CVEND) apresentou, com significância estatística, correlação negativa com o turnover, o que corrobora parcialmente os resultados de Coffee (1999), já que segundo esse autor, nas empresas de maior porte, o turnover de executivos é mais sensível à performance em decorrência da maior difusão do poder de voto, o que aqui não se observou. Terceiro, além de apresentar coeficientes de regressão não significativos, a independência do conselho não apresentou um padrão de relacionamento com o turnover. No início do período, apoiando a idéia de que conselhos de administração independentes ocasionariam maior sensibilidade do turnover à performance, a variável INDC obteve sinal para o coeficiente de regressão positivo e, nos dois últimos, anos recebeu sinal negativo. Por outro lado, de forma não significativa, o tamanho do conselho de administração, à exceção de 1999, manteve-se positivamente correlacionado com o turnover, indicando que empresas que mantiveram

maiores quantidades de membros no conselho mostraram maiores valores médios de turnover de executivos.

É importante ressaltar que os achados não implicam necessariamente que as estruturas de governança adotadas pelas empresas participantes da pesquisa são inadequadas, já que a independência e o tamanho do conselho ainda não possuem uma definição unânime para a maximização do desempenho da firma. Dessa forma, com o crescimento continuado dos mercados emergentes na economia global, caso do Brasil, mais pesquisas devem ser desenvolvidas com o objetivo de verificar a maturidade das estruturas de governança empregadas pelas firmas que operam nesses ambientes. Em síntese, parece que, em anos recentes, o turnover de executivos foi independente das estruturas de governança corporativa e da performance atingida pelas indústrias brasileiras.

Quadro 1 - Resumo das associações entre as variáveis de desempenho, de estrutura de governança e o turnover de executivos

Variáveis independentes	Ano			
	1997	1998	1999	2000
CVEND	(-)*	(-)	(-)	(+)
Q	(+)	(-)	(+)	(+)
ROA	(-)	(-)	(-)	(-)
INDC	(+)	(+)	(-)	(-)
InTAMC	(+)	(+)	(-)	(+)
HPOD	(+)**	(-)	(+)	(+)

\*Coeficiente significativo a 5%.

\*\*Coeficiente significativo a 10%.

\*\*\*Variável dependente: Turnover de diretores executivos (TURN).

## REFERÊNCIAS

BHAGAT, S.; BLACK, B. The Uncertain Relationship Between Board Composition and Firm Performance. *The Business Lawyer*, v. 54, May, p. 921-963, 1999.

BHAGAT, S.; BLACK, B. The Non-Correlation Between Board Independence and Long-Term Firm Performance. *Journal of Corporate Law*, v. 27, Winter, 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 XVII ASSEMBLÉIA DO CONSELHO LATINO-AMERICANO DE ESCOLAS DE ADMINISTRAÇÃO, 27º, 2002, Porto Alegre, *Anais...* Porto Alegre: Cladea, 2002.

CHUNG, K.H.; PRUITT, S.W. A Simple Approximation of Tobin's q. *Financial Management*, v. 23, n. 3, p. 70-74, Aut. 1994.

COFFEE, J. The Future as History: The prospects for Global convergence in Corporate Governance and its implications. *Northwestern University Law Review*, v. 93, n. 3, p. 641-708, 1999.

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, Maio/Agosto 2002.

GIBSON, M.S. Is Corporate Governance Ineffective in Emerging Markets?: artigo científico. [2002]. Disponível em <<http://www.ssrn.com>>. Acesso em 22 nov. 2003.

GOYAL, V.K.; PARK, C.W. Board Leadership Structure and CEO Turnover: artigo científico. [2001]. Disponível em <<http://www.ssrn.com>>. Acesso em 19Nov2003.

42 WESLEY MENDES DA SILVA (FIR/PE) - ESTRUTURA DE GOVERNANÇA, PERFORMANCE E TURNOVER DE EXECUTIVOS: UM ESTUDO COM INDÚSTRIAS...

- GRANGER, C.W.J.; NEWBOLD, P. Spurious Regressions in Econometrics. **Journal of Econometrics**, v. 2, p. 111-120, 1974.
- HAIR, J.F.JR.; ANDERSON, R.E.; TATHAM, R.L.; BLACK, W.C. **Multivariate Data Analysis**, 5th Edition, New Jersey: Prentice Hall, 1998.
- KAPLAN, S. N. Top executive rewards and firm performance: A comparison of Japan and the U. S. **Journal of Political Economy**, v. 102, n. 3, p. 510-546, 1994.
- 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.
- LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R.W. Law and Finance. **Journal of Political Economy**, v. 106, n. 6, p. 1113-1155, Dec., 1998.
- LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R.W. Investor Protection and Corporate Governance. **Journal of Financial Economics**, v. 58, p. 3-27, October, 2000.
- MENDES-DA-SILVA, W. **Governança Corporativa e Estratégia: Evidências de Associações e Implicações para o Desempenho Financeiro de Indústrias Brasileiras**. Dissertação (Mestrado), Universidade Federal de Pernambuco, Recife, 2003. Disponível em <[http://www.liber.ufpe.br/cgi-bin/teses/lista\\_ultimas.pl](http://www.liber.ufpe.br/cgi-bin/teses/lista_ultimas.pl)>
- 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 IV ENCUENTRO INTERNACIONAL DE FINANZAS, 4º, 2004, Viña Del Mar, **Anais...Santiago de Chile** : EIFin, 2004.
- 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.
- MORCK, R.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Management ownership and market valuation. **Journal of Financial Economics**, 20, p. 293-315, 1988.
- McCONNELL, J.; SERVAES, H. Additional evidence on equity ownership and corporate value. **Journal of Financial Economics**, 26, p. 595-612, 1990.
- 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, julho/setembro, p. 50-64, 2003.
- SIQUEIRA, T. V. Concentração da Propriedade nas Empresas Brasileiras de Capital Aberto. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, n. 10, dez. 1998.
- 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.
- WEISBACH, M. S. Outside directors and CEO turnover. **Journal of Financial Economics**, n. 20, p. 431-460, 1988.
- WESTON, J. F.; BRIGHAM, E. F. **Fundamentos da Administração Financeira**. 10 ed. São Paulo: Makron Books, 2000.
- VOLPIN, P. F. Governance with Poor Investor Protection: Evidence from Top Executive Turnover in Italy. **Journal of Financial Economics**. v. 64, n. 1, p. 61-90, 2002.

## NOTAS EXPLICATIVAS

<sup>1</sup>A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) é uma autarquia vinculada ao Ministério da Fazenda, criada pela Lei nº 6.385, de 07 de dezembro de 1976, com a finalidade de disciplinar, fiscalizar e desenvolver o mercado de valores mobiliários, entendendo-se como tal aquele em que são negociados títulos emitidos pelas empresas para captar, junto ao público, recursos destinados ao financiamento de suas atividades.

<sup>2</sup> Os sinais obtidos para os coeficientes de regressão podem ser melhor observados no Quadro 1, que resume, de forma esquemática, os resultados da análise multivariada.

<sup>3</sup> Para Granger e Newbold (1974, p. 111-120), quando o valor da estatística Durbin-Watson é maior que o valor do coeficiente de correlação R<sup>2</sup>, existem razões para se acreditar que se trata de uma regressão não espúria.

**APÊNDICE A - RELAÇÃO DAS EMPRESAS PARTICIPANTES DA PESQUISA**

- |    |   |    |  |
|----|---|----|--|
| 1  | Arigel S.A.                                   | 48 | Empresa Brasileira de Compressores S.A.    |
| 2  | Café Colômbia Brasileira S.A.                 | 49 | Embroider S.A.                             |
| 3  | Chaparril S.A.                                | 50 | Enrique Mader S.A.                         |
| 4  | Companhia Cariquara Café Colômbia             | 51 | Enxerto Indústrias Metalúrgicas S.A.       |
| 5  | Companhia Iguazu de Café Colômbia             | 52 | Enxerto S.A.                               |
| 6  | CFM Citrus S.A.                               | 53 | Eng S.A.                                   |
| 7  | Corus S.A.                                    | 54 | Esmau Mineração Metalúrgica S.A.           |
| 8  | Indústrias do Norte S.A.                      | 55 | Companhia Vale do Rio Doce                 |
| 9  | Almapar S.A.                                  | 56 | Magnética S.A.                             |
| 10 | S.A. Indústria de Produtos Alimentícios Fijor | 57 | Companhia Química Fertilizantes            |
| 11 | Teffé S.A.                                    | 58 | Enxerto S.A.                               |
| 12 | União Alimento S.A.                           | 59 | Metal Flambado Indústria e Comércio S.A.   |
| 13 | União S.A. Indústrias Alimentícias            | 60 | Archer Longo S.A. Indústria e Comércio     |
| 14 | União Cerveja Pilsen                          | 61 | Enxerto S.A.                               |
| 15 | Perdigão S.A.                                 | 62 | Enxerto S.A.                               |
| 16 | Aravena e Tomazini S.A.                       | 63 | Enxerto S.A.                               |
| 17 | Brasil Baking S.A.                            | 64 | Manaus Metalúrgica Nacional S.A.           |
| 18 | Indústria Unida de Cerveja S.A.               | 65 | Petropar Indústrias                        |
| 19 | Indústria Sulista S.A.                        | 66 | Enxerto S.A. Indústria de Plásticos        |
| 20 | União Engenharia S.A.                         | 67 | Enxerto (União) S.A. Indústria             |
| 21 | Enxerto S.A.                                  | 68 | Enxerto Cruz S.A.                          |
| 22 | União Fertilizantes Engenharia S.A.           | 69 | Enxerto Indústria S.A.                     |
| 23 | União Fertilizantes Engenharia S.A.           | 70 | Enxerto Indústria de Biotecnologia S.A.    |
| 24 | Brasil Industrial S.A.                        | 71 | Enxerto Colômbia S.A.                      |
| 25 | Enxerto S.A.                                  | 72 | Enxerto Colômbia S.A.                      |
| 26 | Indústria Engenharia de Solos S.A.            | 73 | Companhia Casaca de Papel e Celulose       |
| 27 | Indústria Eng. e Tec. de Solos e Mat. S.A.    | 74 | Enxerto S.A.                               |
| 28 | Enxerto S.A. Indústria Química                | 75 | Enxerto S.A.                               |
| 29 | Enxerto S.A.                                  | 76 | Monteiro S.A.                              |
| 30 | Enxerto S.A. Óptica Mecânica de Plásticos     | 77 | Enxerto S.A. Celulose e Papel              |
| 31 | Enxerto de Brasil S.A.                        | 78 | Enxerto Celulose e Papel S.A.              |
| 32 | Enxerto Indústria S.A.                        | 79 | Enxerto Brasileiro S.A. - FERTILIZANTES    |
| 33 | Enxerto S.A. Indústria e Comércio             | 80 | Enxerto Indústria e Comércio S.A.          |
| 34 | Enxerto Indústria S.A. Grupo Brasil           | 81 | Companhia de Sólido de São Paulo           |
| 35 | Enxerto S.A. Indústria e Comércio             | 82 | Enxerto S.A.                               |
| 36 | Enxerto S.A.                                  | 83 | Enxerto S.A.                               |
| 37 | Enxerto S.A.                                  | 84 | Enxerto Fertilizantes S.A.                 |
| 38 | Enxerto Equipamentos Industriais S.A.         | 85 | Enxerto Companhia Petroquímica             |
| 39 | Enxerto Indústria Petroquímica S.A.           | 86 | Companhia Petroquímica do Sul              |
| 40 | Companhia Enxerto de Minas Gerais             | 87 | Enxerto Indústria do Nordeste S.A.         |
| 41 | Companhia Enxerto de São Paulo                | 88 | Enxerto S.A. Adubo e Fertilizantes         |
| 42 | Companhia Enxerto de Foz de Iguaçu            | 89 | Enxerto Fertilizantes S.A. - FERTILIZANTES |
| 43 | Enxerto Indústria de Foz de Iguaçu S.A.       | 90 | Enxerto S.A.                               |
| 44 | Enxerto Metropolitana de Água e Energia S.A.  | 91 | Enxerto Indústria Química do Brasil        |
| 45 | Enxerto Energia S.A.                          | 92 | Enxerto S.A.                               |
| 46 | Enxerto S.A. Indústria Química                | 93 | Enxerto S.A. Indústria e Comércio          |
| 47 | Enxerto S.A.                                  | 94 | Enxerto Indústria e Comércio S.A.          |
| 48 | Enxerto S.A.                                  |    |  |



**APÊNDICE B - DEFINIÇÕES CONCEITUAL E OPERACIONAL DAS VARIÁVEIS EMPREGADAS NA PESQUISA**

Variáveis	Descrição	Fontes	
		Operacional	Técnica
Índice de desempenho financeiro (IDF)	<p>2008</p> <p>Taxa de crescimento da receita líquida em uma determinada per</p> $\frac{[(Receita_{t+1}) - (Receita_t)]}{Receita_t}$	Econômica	Siqueira (2008)
	<p>Q de Tobin</p> <p>Medida de valor de mercado da companhia que é calculada pela relação entre o valor de mercado da empresa e o valor de mercado de seus ativos. Esta medida revela a riqueza agregada pelo mercado como reflexo de seu desempenho. Se o Q de Tobin for superior a 1,0 indica que a empresa possui um valor de mercado que excede ao preço de reposição de seus ativos. Deste modo, o posicionamento da relação de valor para os acionistas, refletida pela capacidade de investimento de recursos e capital dos proprietários. Por outro lado, quando o Q de Tobin for inferior a 1,0, a investidora revela destruição de valor, consequente da administração incapaz de reter ou capital dos proprietários a taxas superiores à taxa média de produtividade da empresa. Em resumo, neste sentido o valor de reposição da empresa não seria suficiente para atender ao custo total de reposição dos ativos da empresa.</p>	Econômica	Chang e Pultz (1994)
	<p>2004</p> <p>Retorno sobre o Ativo Total, Retorno Médio, e [ Lucro Líquido após Impostos/Ativo Total] / [Ativo Total, - dívida total, / (1,2)]</p>	Econômica	Wicks e Brigham (2000, p. 42)
Índice de estrutura de governança corporativa	<p>2002</p> <p>Porço que inclui a grau de independência do Conselho de Administração da empresa. É expresso pela fração do total de membros do Conselho de Administração que é independente, isto é, percentual do Conselho que não pertence simultaneamente ao Conselho de Administração e ao quadro de executivos da empresa, no ano t.</p>	GV	Shaper e Bach (2002)
	<p>2008</p> <p>Logaritmo natural do número de membros do conselho de administração da empresa t, no ano t.</p>	GV	Shaper e Bach (2002)
	<p>2008</p> <p>Índice Herfindahl de concentração do poder de voto sob domínio dos três principais acionistas. Dado segundo a equação:</p> $JWP(CD) = \sum_{i=1}^3 \left( \frac{P_i}{P} \right)^2$ <p>onde P<sub>i</sub> o número de ações ordinárias de uma empresa tem poder de um determinado acionista i, P representa a quantidade total de ações ordinárias da empresa considerada. Inclui-se que empresa a fração de diretores executivos, subdivididos entre o ano t e o ano t+1. Foram considerados como executivos principais, os campos de presidente e vice-presidente da diretoria, além dos altos cargos: financeiro, Produção, Marketing e Recursos Humanos.</p>	Econômica	Siqueira (2008)
<p>Variação Independente</p>	<p>2008</p>	GV	Volpin (2001)



**APÊNDICE C - RESULTADOS OBTIDOS PARA OS COEFICIENTES DA REGRESSÃO**

Ano	Variáveis independentes	Coeficientes não padronizados		Coeficientes padronizados		t	R <sup>2</sup>	R <sup>2</sup> Ajustado	Sig.	Durbin-Watson
		B	Erro padrão	Beta	Beta					
1997	[Constant]	-,189	,192			-0,843	,176	,101	,218	2,395
	CVEND	-,247	,093	-,323*	-,323	-2,644			,018	
	Q	6,990E-02	,040	,098	,098	,838			,405	
	IND	-2,066E-01	,004	-,871	-,871	-5,377			,000	
	INDC	,234	,163	,168	,168	1,318			,193	
	ln TAMC	7,539E-02	,042	,158	,158	1,218			,238	
1998	[Constant]	-9,823E-02	,143			-,688	,094	,023	,545	2,247
	CVEND	-7,733E-02	,003	-,991	-,991	-7,749			,000	
	Q	-7,880E-02	,088	-,107	-,107	-,874			,385	
	IND	-8,781E-01	,004	-,792	-,792	-2,968			,015	
	INDC	,134	,178	,078	,078	,607			,547	
	ln TAMC	,186	,048	,211**	,211	1,735			,088	
1999	[Constant]	-4,029E-01	,008	-,843	-,843	-5,323			,000	
	CVEND	,135	,007	,187	,187	1,867	,827	-,000	,008	1,790
	Q	-1,287E-02	,054	-,023	-,023	-,225			,822	
	IND	8,384E-01	,045	,028	,028	,188			,871	
	INDC	-1,944E-01	,001	-,158	-,158	-1,439			,156	
	ln TAMC	-5,539E-02	,128	-,048	-,048	-,431			,667	
2000	[Constant]	-1,188E-01	,048	-,003	-,003	-,030			,977	
	CVEND	1,935E-04	,008	,032	,032	,304			,762	
	[Constant]	-8,028E-01	,167			-,848	,058	-,015	,062	2,137
	CVEND	8,538E-02	,108	,087	,087	,787			,433	
	Q	1,799E-02	,079	,026	,026	,228			,828	
	IND	-2,789E-01	,003	-,702	-,702	-,812			,364	
2001	INDC	-3,181E-02	,184	-,028	-,028	-,189			,868	
	ln TAMC	5,881E-02	,048	,124	,124	1,000			,328	
	HPOD	1,021E-01	,008	,113	,113	1,039			,305	

Fonte: Elaborado pelos autores a partir dos dados da pesquisa (2004). Nota: Os dados foram trabalhados no software estatístico SPSS® versão 11.0.

\*Coeficiente significativo a 5%; \*\*Coeficiente significativo a 10%; \*\*\*Variável dependente: *Turnover* de diretores executivos entre o ano *t* e o ano *t+1* (*TURN*).

$$TURN_{t+1} = \beta_0 + \beta_{11} PERF_{it} + \beta_{12} INDC_{it} + \beta_{13} \ln TAMC_{it} + \beta_{14} HPOD_{it} + \xi_{it}$$

*TURN* = turnover de diretores executivos;

*PERF* = performance financeira (é representada por *CVEND*, *Q* e, *ROA*);

*INDC* = independência do conselho de administração;

*TAMC* = tamanho do conselho de administração;

*HPOD* = índice Herfindahl de concentração do poder de voto;

$\xi$  = termo de erro aleatório que capta o componente não sistemático, a parcela de *TURN* não explicada pelo modelo proposto.

