

POWERFUL CEOS ESTÃO MENOS PROPENSOS A DEMISSÕES?

KELIM BERNARDES SPRENGER

UNIVERSIDADE DO VALE DO RIO DOS SINOS (UNISINOS)

LETÍCIA GOMES LOCATELLI

UNIVERSIDADE DO VALE DO RIO DOS SINOS (UNISINOS)

CRISTIANO MACHADO COSTA

UNIVERSIDADE DO VALE DO RIO DOS SINOS (UNISINOS)

Agradecimento à órgão de fomento:

O presente trabalho foi realizado com apoio da Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior - Brasil (CAPES) - Código de Financiamento 001 O presente trabalho foi realizado com apoio do Conselho Nacional de Desenvolvimento Científico e Tecnológico - CNPq - Brasil, através do Processo 438732/2018-9.

POWERFUL CEOS ESTÃO MENOS PROPENSOS A DEMISSÕES?

1 INTRODUÇÃO

O Conselho de Administração (CA) consiste no elo entre os acionistas e a administração, sendo considerado um importante mecanismo interno de Governança Corporativa (GC). A atuação do CA fornece aos acionistas e ao mercado sinais quanto à qualidade da governança corporativa e à proteção dos direitos dos acionistas. (Fama & Jensen, 1983; Jensen, 1993; Berezinets et al., 2016). Dentre estes sinais está a qualidade do monitoramento estratégico dos gestores que pode ser demonstrada pela assertividade e eficiência no desempenho de suas funções, como a contratação e demissão dos diretores, inclusive do Diretor Presidente (*Chief Executive Officer* – CEO). (Adams, 2000, 2017; Adams et al., 2010; Gillan, 2006; Nkundabanyanga et al., 2013).

Porém, a assertividade do CA pode ser afetada pela disposição pessoal de seus membros em monitorar o CEO ou por atitudes ou características do CEO que o levem a ter maior domínio sobre o CA (entrincheiramento). (Hermalin & Weisbach, 1998). Logo, mostra-se pertinente avaliar a relação estabelecida entre o CA e o CEO, especialmente quando este CEO é detentor de características específicas que lhe possibilitem maior domínio sobre o CA, especialmente no que tange ao seu poder. Assim, se emprega a denominação *powerful* CEO para indicar o diretor presidente com maior poder e, conseqüentemente, maior capacidade de influenciar as principais decisões de uma empresa. A partir do estudo de Finkelstein (1992) identifica-se que o poder do CEO possui origens diversas, relacionando-se com quatro dimensões: poder estrutural, poder de propriedade, poder especializado e poder do prestígio.

Considerando que na presença de um *powerful* CEO, a decisão final do CA pode refletir mais diretamente a opinião do CEO, conforme apontado por Adams et al (2005), é preciso atentar-se para possíveis benefícios próprios que tal CEO tente extrair, como, por exemplo, a permanência no cargo. Sabe-se que o processo decisório que envolve a demissão do CEO é complexo e compreende inúmeras perspectivas. (Cragun et al, 2016; Finkelstein, 2009). Portanto, uma maior capacidade do CA de avaliar com precisão o desempenho do CEO reduzirá a probabilidade de um erro oneroso (retenção de um mau CEO ou substituição de um bom). (Parrino, 1997). Ocorre que esta precisão pode ser afetada na presença de um CEO entrincheirado ou poderoso.

Frente ao exposto e considerando-se que a discussão envolvendo o poder do CEO e possíveis reflexos no ambiente corporativo vem ganhando espaço em pesquisas internacionais e nacionais (Jensen (1993), Shen & Cannella (2002), Pi & Lowe (2011); Urban (2019)), este estudo pretende responder, no ambiente brasileiro, a seguinte questão: **Powerful CEOs estão menos propensos à demissão?** Desta forma, o principal objetivo do estudo consiste em analisar, no contexto das empresas brasileiras de capital aberto, se *powerful* CEOs estão menos propensos à demissão.

Para tanto, este estudo desenvolve uma métrica própria que estima o poder do CEO em cada empresa/ano da amostra. A métrica de *powerful* CEO abrange as quatro dimensões de poder estabelecidas por Finkelstein (1992) a partir de um conjunto de oito indicadores de poder já consolidados pela literatura acerca do tema. Contudo, o presente estudo avança em relação às demais pesquisas na área, pois unifica a medida de poder em uma única variável ao invés de observar os indicadores isoladamente. A análise agregada dos dados em uma única variável permite maior compreensão da extensão do poder do CEO oferecendo ao *stakeholders* uma nova perspectiva de análise quanto à GC das empresas do mercado brasileiro.

Além da contribuição metodológica, entende-se que a realização desta pesquisa pode colaborar com o complemento dos estudos precedentes sobre o tema ao analisar um cenário de

concentração acionária e de mercado de capitais ainda em desenvolvimento, como é o caso do Brasil. Inclusive porque neste contexto há propensão a conflitos entre acionistas controladores e minoritários, sendo que as empresas geralmente tem fortes grupos de controle. (Guimarães & Silva, 2020). Por meio desta pesquisa, pode-se ampliar o entendimento acerca da tomada de decisões e suas influências nestes ambientes, onde geralmente há menor proteção legal aos acionistas, bem como onde os acionistas e controladores podem influenciar no nível de monitoramento do CA sobre o CEO. (Céspedes et al., 2010; Cronqvist & Fahlenbrach, 2008; Dharwadkar et al., 2000; Sutton et al., 2018; Young et al., 2008.)

Analisando-se este cenário, foram encontradas evidências de que *powerful* CEOs brasileiros estão menos propensos a demissões. Estes resultados se mantiveram mesmo quando empregados controles relacionados a mecanismos de GC e em teste alternativo à classificação da demissão. Os achados sugerem que pode haver, neste contexto de alta concentração acionária e de mercado de capitais ainda em desenvolvimento, maior probabilidade de um *powerful* CEO “entrincheirar” o CA, o que pode reduzir a sua função de monitoramento inclusive no que tange à retenção ou demissão do CEO. Estes indícios podem despertar reflexões a nível de mercado e acadêmico sobre a extensão do poder do CEO e sobre a sua necessidade de limitação.

2 REVISÃO DE LITERATURA TEÓRICA E EMPÍRICA

O CA apresenta-se como órgão vital nas organizações cuja propriedade é desassociada da gestão/controle constituindo-se como o elo entre os acionistas e gestores. (Fama & Jensen, 1983; Jensen, 1993). Neste contexto, a atuação do CA oferece aos acionistas e ao mercado sinais quanto à qualidade da governança corporativa e à proteção dos direitos dos acionistas. Sua atuação afeta, por consequência, o valor da empresa e a atratividade de investimento. (Berezinets et al, 2016).

Entre as funções do CA, constam a orientação e o monitoramento estratégico dos gestores, e também a contratação e demissão dos diretores, inclusive do CEO. Deve, portanto, ser assertivo e eficaz no desempenho de suas funções. (Adams, 2000, 2017; Adams et al, 2010; Gillan, 2006; Nkundabanyanga et al., 2013). Contudo, visto que o CA é composto por pessoas com diferentes *backgrounds* e interesses, a disposição dos membros do CA para monitorar o CEO pode ser distinta. Neste sentido, o CEO pode adotar medidas para obter a lealdade pessoal dos membros do CA. Pode, ainda, desenvolver ações de modo a tornar-se o mais apto, ou o único capaz de desempenhar a administração da empresa. Pode, também, aumentar o custo de sua demissão, dificultando-a. (Hermalin & Weisbach, 1998). Nestes casos, o CEO se tornaria entrincheirado criando uma barreira de proteção em seu entorno que poderia levá-lo a permanecer no cargo.

A hipótese de entrincheiramento, relacionada por Fama e Jensen (1983) e Demsetz (1983), prediz que um gestor com um grande percentual de ações pode influenciar as decisões de modo a manter-se indefinidamente no cargo com uma alta remuneração. O gestor pode, assim, reduzir a probabilidade de ser substituído, obter maiores privilégios e salários mais altos às custas dos acionistas, bem como dispor de maior liberdade para determinação da estratégia corporativa. (Shleifer & Vishny, 1989).

A *Entrenchment View*, fornece uma perspectiva do entrincheiramento sob a ótica do poder gerencial. Afirma que o CA pode ser “capturado” pelo CEO que, então, pode obter benefícios pessoais (Bebchuk & Fried, 2004; Dow, 2013). Para Bebchuk e Fried (2003). Assim, um executivo tende a ter mais poder quando o CA é relativamente fraco ou ineficaz, quando não há um grande acionista externo, quando existem poucos acionistas institucionais, ou ainda quando há proteção de executivos por acordos “*antitakeover*”. (Bebchuk & Fried, 2003).

Desta forma, a capacidade do CA de monitorar efetivamente o CEO depende do poder do conselho, ao passo que a capacidade do CEO de se envolver em atividades que não são congruentes aos interesses da empresa, depende do poder do CEO. (Finkelstein, 2009).

O CEO representa uma das posições centrais na tomada de decisão empresarial devido à sua autoridade formal e o acúmulo de poder deste agente pode intensificar o reflexo de seus interesses nas decisões tomadas. De acordo com a ótica econômica, o poder é definido como a probabilidade de impor a sua vontade numa relação social, mesmo contra resistências, seja qual for o fundamento dessa probabilidade. (Weber, 2009).

Para caracterizar aqueles CEOs com maior poder, a literatura os define como *powerful* CEOs. Porém, tal identificação deve ser feita com cautela, tendo em vista que não se relaciona com medidas naturais e inequívocas, já que as mesmas podem ser obtidas por meio de diferentes origens, formais e informais. (Adams et al, 2005; Pfeffer, 1994). Para auxiliar na identificação de *powerful* CEOs, pode-se adotar o estudo de Finkelstein (1992), o qual indica diferentes fontes do poder do CEO e os agrupa em quatro dimensões, conforme apresenta a Figura 1:

Figura 1 - Dimensões de Poder dos Executivos de Alto Escalão

Poder Estrutural	Poder de Propriedade	Poder de Especialização	Poder de Prestígio
<ul style="list-style-type: none"> • Refere-se à posição hierárquica assumida pelo executivo, ou seja, tem como base a estrutura formal da organização 	<ul style="list-style-type: none"> • Representa o interesse econômico do executivo e está atrelado à propriedade deste na empresa, seu controle, bem como suas ligações com o fundador 	<ul style="list-style-type: none"> • Refere-se ao conhecimento e à experiência do executivo 	<ul style="list-style-type: none"> • Representa a reputação ou o status do executivo

Fonte: elaborada pelos autores a partir de Finkelstein (1992, tradução livre).

As dimensões de poder propostas por Finkelstein (1992) reconhecem a natureza multidimensional do poder apontada e indicam um conjunto de indicadores de poder para facilitar a mensuração empírica. Identificado assim um *powerful* CEO, volta-se para os estudos precedentes que apontam dúvidas sobre os benefícios oriundos de uma gestão liderada por um *powerful* CEO. Larcker & Tayan (2012) ponderam em seu estudo que ainda não está claro até que ponto ter um CEO poderoso é benéfico para uma organização e seus acionistas.

Há evidências a favor da gestão de *powerful* CEOs, como as colocadas por Boyd (1995), Brickley et al (1997) e por Tien et al (2013) indicando que a presença de um *powerful* CEO pode contribuir com o desempenho da empresa, além dos apontamentos de Chiang & Lin (2007) sobre o aumento da produtividade. Mas, há evidências negativas acerca de *powerful* CEOs, as quais apontam principalmente que estes se atrelam a menor transparência informacional da organização, aumentam a disparidade salarial e reduzem a qualidade dos lucros. (Adams et al, 2005; Baker et al., 2019; Efendi; et al, 2007; Feng et al., 2011; Jiraporn et al, 2014; Vo & Canil, 2019).

Diante dos estudos precedentes, se observa a extensão do poder do CEO sobre políticas, estratégias e outros fatores empresariais, o que leva à reflexão se este também poderia influenciar a sua própria permanência no cargo. Sabe-se que a troca de CEO em uma empresa pode decorrer de um ato voluntário do próprio CEO (aposentadoria ou renúncia, por exemplo) ou de uma decisão da empresa (demissão). Quando a troca parte da empresa (demissão), esta envia sinais ao mercado quanto à eficiência das decisões do CA. A demissão do CEO pode representar, em determinados casos, uma má decisão do CA na contratação do CEO ou uma deficiência no processo de contratação deste podendo tornar o CA reticente quanto a demiti-lo. (Hulin et al, 1985; Jensen, 1993; Shaw et al., 1998; Wiersema & Moliterno, 2006; Dow, 2013).

A literatura usualmente aponta a demissão do CEO como um reflexo ao seu desempenho durante o mandato. Ocorre que além da produtividade do CEO (Kaplan & Minton, 2012), a sucessão pode decorrer da proteção do investidor (Hu & Kim, 2019), das características do cargo - como duração de mandato (Brookman & Thistle, 2009) ou remuneração (Bushman et al, 2010), por exemplo; ou de características pessoais do CEO tais como otimismo (Campbell et al., 2011) e rede de relacionamento deste com outros CEOs (Cao et al., 2017; Gao et al, 2017; Liu, 2014; Renneboog & Zhao, 2020). A decisão de demissão do CEO pode, também, estar relacionada aos custos envolvidos com a sua retenção ou sucessão. (Taylor, 2010).

Verifica-se, assim, que o processo decisório que envolve a demissão do CEO é complexo abrangendo inúmeras dimensões e perspectivas. (Cragun et al, 2016; Finkelstein, 2009). Neste contexto, uma maior capacidade do CA de avaliar com precisão o desempenho do CEO reduzirá a probabilidade de retenção de um mau CEO ou a substituição de um bom, por exemplo. (Parrino, 1997). A precisão, contudo, pode ser afetada na presença de um CEO poderoso visto que o poder do CEO exerce um impacto relevante nas decisões do conselho no que tange à sua retenção ou demissão. (Hermalin & Weisbach, 1998; Pi & Lowe, 2011).

Estudos precedentes relacionam que na presença de algumas características de poder do CEO, a probabilidade de demissão deste agente pode ser reduzida. A dualidade (CEO também presidente do CA) é apontada por Jensen (1993) como um fator crítico para demissão do CEO. O autor defende a segregação de funções argumentando que o presidente do CA além de dirigir as reuniões do conselho, precisa supervisionar o processo de contratação, demissão, avaliação e remuneração do CEO e diante disto, é provável que o CEO não consiga desempenhar essa função desconsiderando seu interesse pessoal.

Shen & Cannella (2002) exploraram a dinâmica do poder na alta gerência, examinando seus impactos na demissão de CEOs seguida por uma sucessão interna. Os autores chamam a atenção para o fato de que a maioria das pesquisas precedentes conclui que os executivos são aliados de seus CEOs e que ter vários executivos implica em entrincheiramento gerencial. Mas, os resultados da pesquisa mostram que em 58% das trocas o CEO é substituído por outro membro do alto escalão, contrariando a hipótese do entrincheiramento.

Ao analisar empresas chinesas no período de 1998 a 2006, Pi & Lowe (2011) empregaram variáveis relacionadas ao poder estrutural e ao poder de propriedade do CEO como fatores explicativos de uma demissão de CEO. Os resultados de Pi & Lowe (2011) envolvendo as variáveis representativas do poder estrutural do CEO indicaram que *powerful* CEOs têm menos probabilidade de serem demitidos em empresas quando são duais, bem como quando há proporções relativamente mais altas de conselheiros independentes ou interdependentes. Segundo Pi & Lowe (2011), este resultado indica que os CEOs podem obter poder sobre o CA influenciando a nomeação dos diretores e, conseqüentemente, podem ter mais influência sobre a tomada de decisão do conselho, incluindo a decisão sobre a rotatividade do CEO.

Em relação às variáveis representativas do poder de propriedade, não foram encontradas relações significativas entre o percentual de ações detido pelo CEO e sua demissão (Pi & Lowe, 2011). Mas os autores evidenciaram que os CEOs de empresas com um acionista controlador estatal têm uma probabilidade significativamente menor de serem substituídos. Os autores encontraram, ainda, uma relação positiva entre a concentração acionária e a demissão do CEO, bem como evidenciaram que CEOs representantes do maior acionista correm menos risco de serem substituídos.

Urban (2019), ao realizar um estudo com empresas de 37 países, incluindo o Brasil, evidenciou que o poder do CEO advindo de diferenças na cultura nacional pode enfraquecer a governança de uma empresa. Urban (2019) analisou mais de 5.000 trocas voluntárias e involuntárias de CEOs. Sob a ótica do poder, para medir até que ponto as pessoas aceitam que hierarquias, poder e papéis em uma sociedade são desigualmente distribuídos, o autor empregou o *power distance index* (hierarquia). A partir dos testes realizados, Urban (2019) verificou que

mesmo após desempenhos ruins, há menor propensão de um CEO ser demitido em determinados países, indicando que o poder e a importância do CEO variam entre as culturas. Frente aos estudos precedentes, formula-se a seguinte hipótese: *Powerful* CEOs estão menos propensos à rotatividade involuntária (demissão).

Espera-se evidenciar que o maior poder de um CEO faz com que este “capture” o CA, podendo inclusive influenciar na tomada de decisão deste órgão no que tange ao processo de substituição do CEO, indicando que *powerful* CEOs podem, de certa forma, evitar sua demissão, fato que vai ao encontro às evidências empíricas apontadas nos estudos de Jensen (1993), Shen & Cannella (2002), Pi & Lowe (2011) e de Urban (2019).

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

A população do estudo compreendeu 427 empresas de capital aberto listadas na B3 Sociedade Anônima (S.A.). A amostra foi composta por 260 empresas que apresentaram os dados necessários para a realização da pesquisa, optando-se pela não inclusão das empresas financeiras e *holdings* devido à existência de características próprias desses segmentos, o que poderia prejudicar as análises e a comparabilidade dos resultados. O período de análise compreendeu os anos de 2011 a 2018, tendo em vista a necessidade de informações oriundas do Formulário de Referência (FR). Das 260 empresas que compuseram a amostra para este estudo, foram obtidas 1564 observações, o que se deve ao fato de que muitas das empresas não estiveram listadas ao longo de todo o período analisado.

A coleta de dados ocorreu majoritariamente por meio do Formulário de Referência (FR) disponibilizado no site da B3 por cada empresa, em cada ano de análise. Também foram consultados os Formulários Cadastrais, o Cadastro Nacional da Pessoa Jurídica (CNPJ), a plataforma Google News, a revista Valor Econômico e empregados dados financeiros disponíveis no software Economatica®.

A variável dependente (DEM_{it}) empregada consiste na rotatividade do CEO classificada como demissão. Referida variável foi construída como binária, identificando se a saída do CEO consiste em demissão (1) ou não (0). Inicialmente identificou-se a ocorrência de troca de CEO na empresa i no ano t em comparação a $t-1$ a partir da comparação do nome e CPF do CEO nos períodos t e $t-1$ constante no Formulário de Referência. (Balsam et al, 2017; Coles et al, 2014; Hwang & Kim, 2009). Posteriormente, classificou-se a saída do CEO como demissão se na data da saída (t) o CEO apresentava menos de 60 anos e este não se manteve ou não se recolocou no mercado em cargo de CEO, CA ou Diretoria Executiva da mesma empresa ou de outra empresa listada na B3, em até dois anos de sua saída. (Balsam et al, 2017; Coles et al, 2014; Hwang & Kim, 2009).

A variável independente da pesquisa é o poder do CEO, expresso neste estudo como *Powerful* CEO ($PwCEO_{it-1}$), composta sob a ótica das quatro dimensões propostas por Finkelstein (1992) a partir de variáveis já relacionadas pela literatura, conforme apresenta a Tabela 1.

A partir destas variáveis, foi possível construir a métrica de *powerful* CEO. Esta foi calculada anualmente a partir da técnica estatística de análise fatorial exploratória com método de extração por componentes principais, estabelecendo uma variável capaz de representar o comportamento conjunto das variáveis observáveis. (HAIR *et al.*, 2009). Os dados mostraram-se apropriados para a utilização da técnica proposta, cujo teste de KMO para cada ano identificou que as variáveis têm uma razoável correlação de Pearson e compartilham um percentual de variância comum que pode ser atribuída à existência de um fator comum. Já o teste de esfericidade de Bartlett para cada ano identificou que as correlações de Pearson são estatisticamente diferentes de zero. (Fávero & Belfiore, 2017). Foram criadas novas variáveis para armazenar os fatores rotacionados (Varimax) anualmente. Ao final deste procedimento foi

aplicado o critério da soma ponderada dos fatores pela variância compartilhada (Fávero & Belfiore, 2017), gerando uma nova variável contínua para cada CEO em cada ano analisado ($PwCEO_{it}$) permitindo a classificação ordenada destes CEOs em termos de poder para cada ano da amostra.

Tabela 1 - Variáveis representantes das dimensões de poder

Dimensão	Variável	Explicação	Fonte
Poder Estrutural	$CEODual_{it-1}$	Dualidade do CEO da empresa i no período $t-1$, representada por uma variável <i>dummy</i> que assume o valor 1 se o CEO também é presidente do CA e 0 caso contrário	Item 12.5/6 do FR, identificado por meio dos campos “Cargo Eletivo Ocupado” e “Outros cargos e funções exercidas no emissor”
	$CEOCent_{it-1}$	Centralidade do CEO da empresa i no período $t-1$, expressa pela razão entre a remuneração máxima e a remuneração média da diretoria estatutária, tendo sido este valor normalizado em relação ao maior	Item 13.11 do FR, campo “Diretoria Estatutária”, sendo extraído o “Valor da maior remuneração” e o “Valor médio da remuneração”
Poder de Propriedade	$CEOAc_i_{it-1}$	CEO acionista da empresa representado por uma variável <i>dummy</i> que assume o valor 1 se o CEO é um dos 5 principais acionistas e 0 caso contrário	Economática®
	$CEOFund_{it-1}$	CEO fundador na empresa i no período $t-1$, representada por uma variável <i>dummy</i> que assume o valor 1 se o CEO é um dos fundadores e 0 caso contrário	Item 12.5/6 do FR, identificado por meio de “Experiência profissional” e buscas na <i>internet</i>
Poder de Especialização	$CEOId_{it-1}$	Idade do CEO da empresa i no período $t-1$, expressa em número de anos	Item 12.5/6 do FR, identificado por meio da “Data de Nascimento”
	$CEOMand_{it-1}$	Mandatos consecutivos do CEO na empresa i no período $t-1$, expresso em número de anos	Item 12.5/6 do FR, identificado por meio de “Nº de Mandatos consecutivos”, além de buscas em “Informações Anuais”
Poder de Prestígio	$CEONews_{it-1}$	Notícias envolvendo o CEO da empresa i entre os períodos $t-6$ e $t-1$, expresso em valor (0 a 1), tendo em vista sua normalização pela maior quantidade de resultados	Google News, por meio de buscas considerando o nome popular do CEO entre aspas, acrescentado do nome reduzido da empresa, sendo considerada para cada ano de observação uma janela de 5 anos.
	$CEOVal_{it-1}$	CEO da empresa i no período t premiado como Executivo de Valor, representado por uma variável <i>dummy</i> que assume o valor 1 se o CEO foi eleito como Executivo de Valor e 0 caso contrário	Publicação do Jornal Valor Econômico da lista anual contendo os CEOs premiados como “Executivo de Valor”

Fonte: Elaborado pelos autores (2020).

As variáveis de controle foram selecionadas a partir do conhecimento prévio proporcionado por estudos sobre o tema, que apontam determinadas variáveis que podem impactar a rotatividade do CEO. Assim, seguindo a literatura precedente incluíram-se variáveis que controlam características do CEO, da empresa e de mecanismos de GC:

Variáveis de Controle – características do CEO

a) *Gênero* = CEO em $t-1$ é homem (1) ou mulher (0). (Shemesh, 2017; Elsaid & Ursel, 2011).

b) *Remuneração CEO* = logaritmo natural do valor da remuneração do CEO em $t-1$. (Larcker et al., 2005; Hwang & Kim, 2009; Adams, 2017; Ryan Jr & Wiggins Iii, 2004).

Variáveis de Controle – características financeiras da empresa

a) *Tamanho* = logaritmo natural do ativo total a empresa i no período $t-1$. (Brickley, 2003; Wiersema & Zhang, 2011; Vieira & Martins, 2018; Hoitash, 2011; Knyazeva, Knyazeva & Masulis, 2013).

b) *Endividamento* = endividamento da empresa em $t-1$ operacionalizada através da razão entre o valor do passivo total e o ativo total; *ROA* = razão entre o lucro líquido no período $t-1$ e o ativo total no período $t-2$. (Fracassi & Tate, 2012).

c) *Margem* = Margem bruta da empresa i no período t expressa pela razão entre o lucro bruto e a receita líquida de vendas. (Grinstein & Hribar, 2004).

d) *Crescimento* = variação da receita líquida de $t-1$ em relação à receita líquida em $t-2$. (Hoitash, 2011; Knyazeva, Knyazeva & Masulis, 2013).

e) *Prejuízo* = indica se a empresa i teve prejuízo no período $t-1$ (1) ou não (0).

f) *Ciclo operacional* = logaritmo do ciclo operacional (Prazo Médio de Estocagem + Prazo médio de Recebimento das Vendas) em $t-1$. (Dechow & Dichev, 2002).

g) *Fluxo de caixa* = fluxo de caixa ponderado pelo ativo médio em $t-1$. (Vo & Canil, 2019).

Variáveis de Controle – características gerais da empresa e do setor

a) *Idade da empresa* = ano $t-1$ - ano de constituição da empresa declarado no CNPJ. (Knyazeva, Knyazeva & Masulis, 2013; Hwang & Kim, 2009; Balsam et al, 2017).

b) *Estatual* = identifica se o controle acionário da empresa em $t-1$ é estatal. (Gaio & Pinto, 2018; Gao, Harford & Li, 2017).

c) *Privado* = identifica se o controle acionário da empresa em $t-1$ é privado. (Gaio & Pinto, 2018; Gao, Harford & Li, 2017).

d) *Estrangeiro* = identifica se o controle acionário da empresa em $t-1$ é estrangeiro. (Gaio & Pinto, 2018; Gao, Harford & Li, 2017).

e) *Regulado* = identifica se a empresa em $t-1$ pertence a setor regulado. (Grinstein & Hribar, 2004; Vo & Canil, 2019).

Variáveis de Controle – mecanismos de governança corporativa

a) *Tamanho do CA* = número total de membros efetivos do CA da empresa em $t-1$. (Yermack, 1996; Adams, 2017; Hoitash, 2011; Hwang & Kim, 2009; Coles et al, 2014; Balsam et al, 2017).

b) *CF instalado* = indica se a empresa possuía conselho fiscal em $t-1$. (IBGC, 2015).

c) *Participação acionária* = quantidade de ações ordinárias em propriedade do maior acionista controlador da empresa em $t-1$. (Vieira & Martins, 2018; Hoitash, 2011).

d) *Empresa familiar* = indica se a empresa é familiar (1) ou não (0) em $t-1$. (Hwang & Kim, 2009; Balsam et al, 2017).

e) *Novo mercado* = indica se a empresa está listada no segmento Novo Mercado (1) ou nos outros segmentos de governança corporativa da B3 (0) em $t-1$. (Wiersema & Zhang, 2011; Coles et al, 2014).

Todas as variáveis selecionadas para o estudo foram agrupadas em planilha de Excel[®] e, posteriormente, exportadas para o *software* estatístico Stata[®]. As variáveis financeiras foram *winsorizadas* com limite inferior (1%) e limite superior (99%) minimizando os efeitos de *outliers*.

Após a análise da estatística descritiva dos valores apurados, foi utilizado o método de estimação por máxima verossimilhança através de regressão logística com *pool* de *cross-sections* a fim de mensurar a probabilidade de demissão de um CEO classificado como *powerful* CEO. Tendo em vista que a variável de resposta utilizada neste estudo é binária, a análise ocorreu pelo modelo *logit* o qual estima a probabilidade de ocorrência do evento através da seguinte equação:

$$P_j (y_{it} \neq 0 | x_{it}) = e^{\varepsilon_{it}} / (1 + e^{\varepsilon_{it}})$$

Onde ε é dado da através da equação abaixo para a hipótese da pesquisa:

$$DEM_{it} = \beta_0 + \beta_1 PwCEO_{it-1} + \sum_{k=1}^m \{\gamma_k Controles_{kit-1}\} + \varepsilon_{it}$$

Os resultados obtidos pelo modelo proposto encontram-se descritos na seção subsequente.

4 ANÁLISE DE DADOS

As principais estatísticas calculadas para as variáveis empregadas nesta pesquisa estão apresentadas na Tabela 2 e buscam fornecer um panorama geral acerca das demissões de CEOs (variável dependente desta pesquisa). A principal variável independente, que representa o poder deste agente (*powerful* CEO), também é apresentada na Tabela 2, seguida de variáveis de controle a nível do CEO (gênero e remuneração), bem como características das empresas e variáveis de GC:

Tabela 2 – Estatística descritiva das variáveis

Variável	Observações	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
<i>DEM</i>	1564	0,0543	0,227	0	1
<i>PwCEO</i>	1564	0,00009	0,334	-0,968	1,930
<i>Gênero CEO</i>	1564	0,970	0,171	0	1
<i>Remuneração CEO</i>	1564	7,216	1,224	3,568	10,04
<i>Tamanho</i>	1564	14,55	1,715	10,25	18,81
<i>Endividamento</i>	1564	0,668	0,425	0,116	3,095
<i>ROA</i>	1564	0,0224	0,127	-0,609	0,886
<i>Margem</i>	1564	0,316	0,208	-0,359	1
<i>Crescimento</i>	1564	0,138	0,447	-0,721	3,392
<i>Prejuízo</i>	1564	0,311	0,463	0	1
<i>Ciclo operacional</i>	1564	4,812	0,891	1,487	9,211
<i>Fluxo de caixa</i>	1564	0,0610	0,106	-1,413	0,541
<i>Idade da empresa</i>	1564	34,16	18,77	1	126
<i>Estatal</i>	1564	0,0754	0,264	0	1
<i>Privado</i>	1564	0,892	0,311	0	1
<i>Estrangeiro</i>	1564	0,0326	0,178	0	1
<i>Regulado</i>	1564	0,134	0,341	0	1
<i>Tamanho CA</i>	1564	6,374	2,517	0	15
<i>CF instalado</i>	1564	0,527	0,499	0	1
<i>Participação acionária</i>	1564	0,497	0,266	0,00139	1
<i>Empresa familiar</i>	1564	0,425	0,494	0	1
<i>Novo mercado</i>	1564	0,406	0,491	0	1

Fonte: Dados da Pesquisa (2020).

Por meio da Tabela 2, se observa que no período analisado, em média, 5,43% das trocas de CEO ocorreu de forma involuntária, ou seja, a grande maioria das trocas de CEO decorre,

aparentemente, por deliberação do próprio CEO (rotatividade voluntária). Em termos de poder, ao considerar a métrica multidimensional estabelecida, verifica-se que o limite inferior de poder é de -0,959, sendo a máxima expressa por 1,93, ou seja, existe na amostra um CEO que possui cerca de três vezes mais poder em relação a outros. Em relação ao gênero, verifica-se que 97% dos CEOs brasileiros são homens e quanto à remuneração, a qual está expressa de forma logarítmica, observa-se uma dispersão de 1,224.

Em relação às características das empresas, observa-se que o endividamento médio é de 66,8% e que 31% destas apresenta prejuízo. Em média, observa-se também que 13,8% das empresas que compõem a amostra obtiveram crescimento em relação à receita líquida do período anterior. Verifica-se ainda que as empresas analisadas estão, em média, há 34 anos no mercado, sendo 89,2% destas classificadas como privadas e 13,4% atuantes de setores regulados. Por fim, observa-se que em relação à composição o CA destas empresas, há um número médio de 6 membros, sendo que em determinada companhia este número chega a 15. A presença de Conselho Fiscal é observada em 52,7% das empresas, além disso, observa-se que, em média, o 1º acionista detém 49,7% das ações com direito a voto, fato que evidencia a concentração acionária do mercado brasileiro. Além disto, cerca de 42,5% das empresas analisadas são classificadas como familiar e 40,6% destas encontram-se listadas no segmento Novo Mercado da B3.

A partir deste panorama geral dos dados empregados e visando evidenciar os testes relacionados à hipótese formulada, a Tabela 3 consolida os resultados obtidos. As variáveis de controle foram inseridas gradativamente ao modelo de modo a possibilitar o entendimento das relações entre as variáveis, em seis especificações. Na primeira especificação (1), tem-se como única variável independente o poder do CEO e se observa uma relação negativa e estatisticamente significativa (a nível de 1%), indicando a não rejeição da hipótese da pesquisa. Na segunda especificação (2), quando acrescentadas as características de gênero e remuneração do CEO, observa-se que permanece a constatação de que o maior poder do CEO diminui a probabilidade de sua demissão. Estas constatações se fizeram presentes inclusive na terceira especificação do modelo (3) quando foram acrescentadas a características das empresas, na quarta especificação (4) quando incluídas as variáveis de tempo de atuação, controle acionário e setor, bem como na quinta especificação (5) que contém as variáveis de governança internas e externas à empresa e na sexta especificação (6) quando são incluídas as *dummies* de ano.

Estes resultados mostram que, tudo mais constante, o efeito marginal de um *powerful CEO* na demissão é significativo e negativo em 0,0677, o que indica que para cada unidade de poder do CEO a chance de demissão do CEO diminui em 6,77 p.p. Tais resultados fornecem evidências empíricas para a suposição de que *powerful* CEOs podem fazer uso do seu poder para permanecer no cargo, fato que remete ao estudo de Jensen (1993) ao considerar a dualidade do CEO, ao estudo de Shen & Cannella (2002) ao empregar a dualidade a participação acionária do CEO, bem como o estudo de Pi & Lowe (2011) ao considerar variáveis representativas do poder estrutural e do poder de propriedade do CEO e, indiretamente ao estudo de Urban (2019). Além disso, as evidências apontam para a possibilidade de *powerful* CEOs influenciarem as decisões do CA, fato consistente inclusive com a visão teórica do entrenchamento (Hermalin & Weisbach, 1998), bem como com as considerações de Pi & Lowe (2011) de que o poder do CEO exerce um impacto relevante nas decisões do CA no que tange à sua retenção ou demissão.

Expandindo-se o modelo para demais características do CEO, observa-se que o gênero deste não se mostrou significativo em relação à demissão, contrariando estudos de Shemesh (2017) e de Elsaid & Ursel (2011) os quais sugerem que a rotatividade do CEO pode estar relacionada ao seu gênero. Porém, em termos de remuneração, foi evidenciada uma relação estatística significativa a pelo menos 5% em todas as especificações, mostrando que CEOs mais bem remunerados podem estar mais propensos a demissões. Neste ponto, Adams (2017) indica que a remuneração compreende um dos pontos de negociação entre o CEO e o CA.

Tabela 3 – Resultados para demissão do CEO

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>DEM</i>	<i>DEM</i>	<i>DEM</i>	<i>DEM</i>	<i>DEM</i>	<i>DEM</i>
<i>PwCEO</i>	-1,844 *** (0,48)	-2,064 *** (0,47)	-1,623 *** (0,46)	-1,484 *** (0,44)	-1,425 *** (0,46)	-1,456 *** (0,47)
<i>Gênero CEO</i>		0,310 (0,75)	0,261 (0,79)	0,344 (0,85)	0,365 (0,83)	0,420 (0,83)
<i>Remuneração CEO</i>		0,438 *** (0,11)	0,391 *** (0,13)	0,377 ** (0,15)	0,311 ** (0,15)	0,347 ** (0,16)
<i>Tamanho</i>			0,126 (0,09)	0,089 (0,11)	0,047 (0,12)	0,047 (0,12)
<i>Endividamento</i>			-0,491 (0,51)	-0,348 (0,48)	-0,236 (0,48)	-0,149 (0,49)
<i>ROA</i>			-1,780 (1,48)	-1,019 (1,39)	-1,029 (1,46)	-0,858 (1,46)
<i>Margem</i>			0,141 (0,60)	-0,021 (0,58)	0,001 (0,61)	-0,036 (0,60)
<i>Crescimento</i>			0,669 *** (0,15)	0,570 *** (0,17)	0,591 *** (0,17)	0,580 *** (0,17)
<i>Prejuízo</i>			0,770 *** (0,28)	0,835 *** (0,29)	0,815 *** (0,30)	0,858 *** (0,30)
<i>Ciclo operacional</i>			0,233 * (0,13)	0,231 * (0,13)	0,243 * (0,14)	0,252 * (0,14)
<i>Fluxo de caixa</i>			-0,779 (1,02)	-0,511 (1,09)	-0,497 (1,11)	-0,338 (1,15)
<i>Idade</i>				-0,011 (0,01)	-0,009 (0,01)	-0,009 (0,01)
<i>Estatat</i>				0,305 (0,87)	0,205 (0,90)	0,255 (0,92)
<i>Privado</i>				-0,161 (0,63)	-0,099 (0,67)	-0,034 (0,68)
<i>Estrangeiro</i>				0,000 (.)	0,000 (.)	0,000 (.)
<i>Regulado</i>				0,732 ** (0,30)	0,741 ** (0,30)	0,764 ** (0,30)
<i>Tamanho CA</i>					0,057 (0,06)	0,057 (0,06)
<i>CF instalado</i>					0,152 (0,28)	0,229 (0,30)
<i>Participação acionária</i>					-0,380 (0,51)	-0,320 (0,51)
<i>Empresa familiar</i>					-0,187 (0,30)	-0,183 (0,30)
<i>Novo mercado</i>					0,026 (0,30)	0,041 (0,31)
<i>Dummy de ano</i>	Não	Não	Não	Não	Não	Sim
<i>Constante</i>	-2,989 *** (0,13)	-6,579 *** (1,05)	-9,272 *** (1,68)	-8,430 *** (2,02)	-7,807 *** (2,00)	-8,697 *** (2,08)
Pseudo R ²	0,0284	0,0564	0,1182	0,1318	0,1358	0,1424
Observações	1564	1564	1564	1564	1564	1564
Estatística χ^2	14,74	40,01	76,41	98,85	110,06	124,81

Fonte: Dados da Pesquisa (2020).

Erros padrão entre parênteses

*** p<0,01, ** p<0,05, * p<0, 10

Considerando-se as características das empresas, principalmente sob a ótica de desempenho, foram observados fatores relacionados à demissão do CEO. Conforme se observa na Tabela 3, o crescimento se mostrou como um fator relevante para a propensão à demissão do CEO, porém diferentemente do esperado, o coeficiente positivo da variável pode indicar a

maior propensão destes CEOs a uma rotatividade voluntária dada a percepção do mercado quanto à eficiência do CEO.

Quanto ao prejuízo, este se mostrou como um fator que aumenta a propensão a demissões do CEO. O ciclo operacional também se mostrou como um fator significativo em relação à demissão do CEO, sendo este positivo a nível de 10%. Esta variável reflete igualmente o desempenho da empresa, visto que ciclos operacionais mais longos ensejam um ambiente organizacional mais incerto além de poder haver impactos nos fluxos de caixa futuros (Dechow & Dichev, 2002). Estes achados em relação ao prejuízo e ao ciclo operacional corroboram com a literatura prévia que aponta para a sensibilidade da demissão do CEO ao desempenho da empresa. (Balsam et al, 2017; Dimopoulos & Wagner, 2016; Hoitash, 2011; Hwang & Kim, 2009; Kaplan e Minton, 2012; Vieira et al, 2018; Weisbach, 1988).

Por fim, o fato de a empresa pertencer a um setor de mercado regulado se mostrou como um fator relacionado a possíveis demissões dos CEOs, sendo este positivo e significativo a nível de 5%. Estes achados podem indicar maior rigidez nos controles e maior conservadorismo das decisões aumentando-se a sensibilidade à demissão do CEO.

De forma a testar a robustez do modelo proposto e buscar maior suporte à hipótese do estudo, apresenta-se um teste adicional que empregou uma medida alternativa da variável dependente, conforme apresenta a Tabela 4:

Tabela 4 – Resultados para medida alternativa de demissão do CEO

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>DEM</i>	<i>DEM</i>	<i>DEM</i>	<i>DEM</i>	<i>DEM</i>	<i>DEM</i>
<i>P_{wCEO}</i>	-1,560*** (0,41)	-1,781*** (0,40)	-1,374*** (0,40)	-1,256*** (0,39)	-1,186*** (0,40)	-1,193*** (0,40)
Variáveis CEO	Não	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Características da Empresa	Não	Não	Sim	Sim	Sim	Sim
Idade da empresa, controle acionário e setor	Não	Não	Não	Sim	Sim	Sim
Variáveis de Governança	Não	Não	Não	Não	Não	Sim
<i>Dummies de Ano</i>	Não	Não	Não	Não	Não	Sim
Constante	-2,748*** (0,11)	-6,014*** (0,83)	-8,672*** (1,43)	-7,801*** (1,79)	-7,173*** (1,80)	-7,345*** (1,88)
Pseudo R ²	0,0222	0,0561	0,1096	0,1219	0,1271	0,1295
Observações	1564	1564	1564	1564	1564	1564
Estatística χ^2	14,51	46,03	85,00	111,35	118,89	138,17

Fonte: Dados da Pesquisa (2020).

Erros padrão entre parênteses

*** p<0,01, ** p<0,05, * p<0, 10

Na Tabela 4 emprega-se uma medida alternativa de demissão do CEO, que altera o critério de recolocação no mercado após a saída do CEO, considerando somente cargos de alta gestão (CEO, Diretoria executiva) não ocupados anteriormente. Verifica-se que os resultados encontrados no teste anterior permanecem similares em relação à significância e direcionamento dos coeficientes. Observa-se que tudo mais constante, o efeito marginal do *powerful CEO* na demissão, quando considerada a medida alternativa, é significativo e negativo em 0,0667 o que indica que para cada unidade de poder do CEO a chance de demissão do CEO diminui 6,67 p.p.

Tais resultados corroboram a não rejeição da hipótese formulada e indicam que além do desempenho da empresa e da sua remuneração, o poder do CEO exerce influência nos processos de demissão deste agente. Por conseguinte, os resultados obtidos no presente estudo mostram-se relevantes ao fornecer evidências empíricas de que atributos subjetivos, como o poder do CEO, têm o condão de influenciar as decisões internas das empresas, especificamente a decisão de demitir ou não o CEO. Tal fato se sobrepõe, inclusive, à existência do CA, sendo capaz de alterar sua capacidade de monitoramento, evidenciando um possível entrincheiramento pelo CEO a partir do seu poder.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Entende-se que esta pesquisa preenche uma importante lacuna na literatura precedente a qual não dispõe de estudos envolvendo esta temática no contexto brasileiro, bem como auxilia no entendimento acerca de características próprias deste, tendo em vista que a alta concentração acionária do mercado brasileiro pode culminar em menor proteção ao investidor, pois os acionistas majoritários evitam a perda do controle empresarial. (Céspedes et al, 2010; Chong & López-de-Silanes, 2007; Dharwadkar et al, 2000).

Neste âmbito, é preciso considerar que a eficiência de mecanismos de governança corporativa, como o adequado monitoramento por parte do CA, pode auxiliar na resolução de conflitos e na aplicação de melhores práticas de gestão. Porém, quando a empresa é liderada por um *powerful* CEO, este monitoramento pode ser prejudicado. Considerando-se a hipótese de entrincheiramento, existe a probabilidade de um CEO “capturar” o CA, por meio de seu poder, o qual passa a ser influenciado por este agente.

As consequências da gestão de um *powerful* CEO já são conhecidas na literatura, porém pouco se sabe a respeito de sua possível interferência nas decisões do CA que envolvem os processos de retenção ou demissão deste agente. Por meio dos resultados empíricos desta pesquisa, pode-se entender que sim, há de fato menor propensão de CEOs poderosos serem demitidos. Estes achados vão ao encontro de estudos internacionais já realizados (Jensen, 1993; Pi & Lowe, 2011; Shen & Cannella, 2002; Urban, 2019), mostrando que no Brasil, a extensão do poder do CEO expande os níveis gerenciais e pode impactar nas decisões do CA. Este achado pode ser um indício do entrincheiramento do CA por *powerful* CEOs, pois mesmo diante dos controles empregados, fez-se presente a relação negativa entre poder do CEO e a demissão, chamando a atenção para a importância de se limitar o poder deste agente e assim preservar os preceitos de governança corporativa.

Ressalta-se que este estudo possui limitações, pois são adotados critérios para classificar as demissões, com base na indicação da literatura prévia, bem como a métrica de *powerful* CEO se limita pelo emprego das variáveis que a compuseram com base na disponibilidade de informações, oriundas em grande maioria do Formulário de Referência (FR). Porém, mesmo diante de tais limitações, entende-se que este estudo contribui com o avanço das discussões que envolvem tanto a extensão do poder do CEO, quanto os determinantes da sua demissão.

Sugere-se que em futuros estudos seja ampliada a caracterização da demissão a partir de critérios quanto aos cargos ocupados posteriormente, bem como a ampliação/redução do lapso temporal para a recolocação do CEO. Em relação ao poder do CEO, recomenda-se aplicar *proxies* adicionais que retratem com maior robustez a proposição de Finkelstein (1992). Sugere-se, ainda, complementar este estudo por meio da inclusão de variáveis que mensurem a independência do CA. A existência de um Comitê de Nomeação ou de Elegibilidade também poderia ser incluída em uma pesquisa sobre o tema, verificando assim se esta afetaria o poder do CEO. E ainda com relação ao CA, pode-se recomendar uma pesquisa que avalie o número de membros no conselho ou a independência destes e busque definir uma “quantidade ótima” no que tange a maior qualidade da informação contábil.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Adams, R. B. (2000). The dual role of corporate boards as advisors and monitors of management: Theory and evidence. *Previously titled" The Dual Role of Corporate Boards as Advisors and Monitors of Management*.
- Adams, R. B. (2017). Boards, and the directors who sit on them. In *The handbook of the economics of corporate governance* (Vol. 1, pp. 291-382). North-Holland.
- Adams, R. B., Almeida, H., & Ferreira, D. (2005). Powerful CEOs and their impact on corporate performance. *The Review of Financial Studies*, 18(4), 1403-1432.
- Adams, R. B., Hermalin, B. E., & Weisbach, M. S. (2010). The role of boards of directors in corporate governance: A conceptual framework and survey. *Journal of economic literature*, 48(1), 58-107.
- Baker, T. A., Lopez, T. J., Reitenga, A. L., & Ruch, G. W. (2019). The influence of CEO and CFO power on accruals and real earnings management. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 52(1), 325-345.
- Balsam, S., Kwack, S. Y., & Lee, J. Y. (2017). Network connections, CEO compensation and involuntary turnover: The impact of a friend of a friend. *Journal of Corporate Finance*, 45, 220-244.
- Bebchuk, L. A., & Fried, J. M. (2003). Executive compensation as an agency problem. *Journal of Economic Perspectives*, 17(3), 71-92.
- Berezinets, I., Garanina, T., & Ilina, Y. (2016). Intellectual capital of a board of directors and its elements: introduction to the concepts. *Journal of Intellectual Capital*.
- Boyd, B. K. (1995). CEO duality and firm performance: A contingency model. *Strategic management journal*, 16(4), 301-312.
- Brickley, J. A., Coles, J. L., & Jarrell, G. (1997). Leadership structure: Separating the CEO and chairman of the board. *Journal of corporate Finance*, 3(3), 189-220.
- Brickley, J. A. (2003). Empirical research on CEO turnover and firm-performance: A discussion. *Journal of Accounting and Economics*, 36(1-3), 227-233.
- Brookman, J., & Thistle, P. D. (2009). CEO tenure, the risk of termination and firm value. *Journal of Corporate finance*, 15(3), 331-344.
- Bushman, R., Dai, Z., & Wang, X. (2010). Risk and CEO turnover. *Journal of Financial Economics*, 96(3), 381-398.
- Campbell, T. C., Gallmeyer, M., Johnson, S. A., Rutherford, J., & Stanley, B. W. (2011). CEO optimism and forced turnover. *Journal of Financial Economics*, 101(3), 695-712.
- Cao, X., Pan, X., Qian, M., & Tian, G. G. (2017). Political capital and CEO entrenchment: Evidence from CEO turnover in Chinese non-SOEs. *Journal of Corporate Finance*, 42, 1-14.
- Céspedes, J., González, M., & Molina, C. A. (2010). Ownership and capital structure in Latin America. *Journal of business research*, 63(3), 248-254.
- Chiang, M. H., & Lin, J. H. (2007). The Relationship between Corporate Governance and Firm Productivity: evidence from Taiwan's manufacturing firms. *Corporate Governance: An International Review*, 15(5), 768-779.
- Chong, A., & López-de-Silanes, F. (2007). Corporate Governance in Latin America, Inter-American Development Bank. In *Working Paper No 591*.
- Coles, J. L., Daniel, N. D., & Naveen, L. (2014). Co-opted boards. *The Review of Financial Studies*, 27(6), 1751-1796.

- Cragun, O. R., Nyberg, A. J., & Wright, P. M. (2016). CEO succession: what we know and where to go?. *Journal of Organizational Effectiveness: People and Performance*.
- Cronqvist, H., & Fahlenbrach, R. (2008). Large shareholders and corporate policies. *The Review of Financial Studies*, 22(10), 3941-3976.
- Dechow, P. M., & Dichev, I. D. (2002). The quality of accruals and earnings: The role of accrual estimation errors. *The accounting review*, 77(s-1), 35-59.
- Demsetz, H. (1983). The structure of ownership and the theory of the firm. *The Journal of Law and Economics*, 26(2), 375-390.
- Dharwadkar, B., George, G., & Brandes, P. (2000). Privatization in emerging economies: An agency theory perspective. *Academy of management review*, 25(3), 650-669.
- Dimopoulos, T., & Wagner, H. F. (2016). Corporate governance and CEO turnover decisions. *Swiss Finance Institute Research Paper*, (12-16).
- Dow, J. (2013). Boards, CEO entrenchment, and the cost of capital. *Journal of Financial Economics*, 110(3), 680-695.
- Efendi, J., Srivastava, A., & Swanson, E. P. (2007). Why do corporate managers misstate financial statements? The role of option compensation and other factors. *Journal of financial economics*, 85(3), 667-708.
- Elsaid, E., & Ursel, N. D. (2011). CEO succession, gender and risk taking. *Gender in Management: An International Journal*.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *The journal of law and Economics*, 26(2), 301-325.
- Fávero, L. P., Belfiore, P. (2017). *Manual de análise de dados: estatística e modelagem multivariada com Excel®, SPSS® e Stata®*. Elsevier Brasil.
- Feng, M., Ge, W., Luo, S., & Shevlin, T. (2011). Why do CFOs become involved in material accounting manipulations?. *Journal of accounting and economics*, 51(1-2), 21-36.
- Finkelstein, S. (1992). Power in top management teams: Dimensions, measurement, and validation. *Academy of Management journal*, 35(3), 505-538.
- Finkelstein, S., Cannella, S. F. B., Hambrick, D. C., & Cannella, A. A. (2009). *Strategic leadership: Theory and research on executives, top management teams, and boards*. Oxford University Press, USA.
- Fracassi, C., & Tate, G. (2012). External networking and internal firm governance. *The Journal of finance*, 67(1), 153-194.
- Gaio, C., & Pinto, I. (2018). The role of state ownership on earnings quality: evidence across public and private European firms. *Journal of Applied Accounting Research*.
- Gao, H., Harford, J., & Li, K. (2017). CEO turnover–performance sensitivity in private firms. *Journal of financial and quantitative analysis*, 52(2), 583-611.
- Gillan, S. L. (2006). Recent developments in corporate governance: An overview.
- Grinstein, Y., & Hribar, P. (2004). CEO compensation and incentives: Evidence from M&A bonuses. *Journal of financial economics*, 73(1), 119-143.
- Hair, J. F., Black, W. C., Babin, B. J., Anderson, R. E., & Tatham, R. L. (2009). *Análise multivariada de dados*. Bookman editora.
- Hermalin, B. E., & Weisbach, M. S. (1998). Endogenously chosen boards of directors and their monitoring of the CEO. *American Economic Review*, 96-118.

- Hoitash, U. (2011). Should independent board members with social ties to management disqualify themselves from serving on the board?. *Journal of Business Ethics*, 99(3), 399-423.
- Hu, J., & Kim, J. B. (2019). The relative usefulness of cash flows versus accrual earnings for CEO turnover decisions across countries: The role of investor protection. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 34, 91-107.
- Hulin, C. L., Roznowski, M., & Hachiya, D. (1985). Alternative opportunities and withdrawal decisions: Empirical and theoretical discrepancies and an integration. *Psychological bulletin*, 97(2), 233.
- Hwang, B. H., & Kim, S. (2009). It pays to have friends. *Journal of financial economics*, 93(1), 138-158.
- IBGC - Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa. 5. ed. São Paulo, 2015.
- Jensen, M. C. (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *the Journal of Finance*, 48(3), 831-880.
- Jiraporn, P., Liu, Y., & Kim, Y. S. (2014). How do powerful CEOs affect analyst coverage?. *European Financial Management*, 20(3), 652-676.
- Kaplan, S. N., & Minton, B. A. (2012). How has CEO turnover changed?. *International review of Finance*, 12(1), 57-87.
- Knyazeva, A., Knyazeva, D., & Masulis, R. W. (2013). The supply of corporate directors and board independence. *The Review of Financial Studies*, 26(6), 1561-1605.
- Larcker, D. F., & Tayan, B. (2012). Is a powerful CEO good or bad for shareholders?. *Rock Center for Corporate Governance at Stanford University Closer Look Series: Topics, Issues and Controversies in Corporate Governance and Leadership No. CGRP-28*.
- Larcker, D. F., Richardson, S. A., Seary, A., & Tuna, A. (2005). Back door links between directors and executive compensation. Available at SSRN 671063.
- Liu, Y. (2014). Outside options and CEO turnover: The network effect. *Journal of Corporate Finance*, 28, 201-217.
- Nkundabanyanga, S. K., Ahiauzu, A., Sejjaaka, S. K., & Ntayi, J. M. (2013). A model for effective board governance in Uganda's services sector firms. *Journal of Accounting in Emerging Economies*.
- Parrino, R. (1997). CEO turnover and outside succession a cross-sectional analysis. *Journal of financial Economics*, 46(2), 165-197.
- Pfeffer, J. (1994). *Managing with power: Politics and influence in organizations*. Harvard Business Press.
- Pi, L., & Lowe, J. (2011). Can a powerful CEO avoid involuntary replacement?—An empirical study from China. *Asia Pacific Journal of Management*, 28(4), 775-805.
- Renneboog, L., & Zhao, Y. (2020). Director networks, turnover, and appointments. *European Financial Management*, 26(1), 44-76.
- Ryan Jr, H. E., & Wiggins III, R. A. (2004). Who is in whose pocket? Director compensation, board independence, and barriers to effective monitoring. *Journal of Financial Economics*, 73(3), 497-524.
- Shaw, J. D., Delery, J. E., Jenkins Jr, G. D., & Gupta, N. (1998). An organization-level analysis of voluntary and involuntary turnover. *Academy of management journal*, 41(5), 511-525.

- Shemesh, J. (2017). CEO social status and risk-taking. *Quarterly Journal of Finance*, 7(02), 1750004.
- Shen, W., & Cannella Jr, A. A. (2002). Power dynamics within top management and their impacts on CEO dismissal followed by inside succession. *Academy of Management Journal*, 45(6), 1195-1206.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1989). Management entrenchment: The case of manager-specific investments. *Journal of financial economics*, 25(1), 123-139.
- Sutton, C., Veliyath, R., Pieper, T. M., Hair Jr, J. F., & Caylor, M. (2018). Secondary agency conflicts: A synthesis and proposed measurement model. *Long Range Planning*, 51(5), 720-735.
- Taylor, L. A. (2010). Why are CEOs rarely fired? Evidence from structural estimation. *The Journal of Finance*, 65(6), 2051-2087.
- Tien, C., Chen, C. N., & Chuang, C. M. (2013). A study of CEO power, pay structure, and firm performance. *Journal of Management and Organization*, 19(4), 424.
- Urban, D. (2019). The effects of culture on CEO power: Evidence from executive turnover. *Journal of Banking & Finance*, 104, 50-69.
- Vieira, C. A. M., & Martins, O. S. (2018). Influência da estrutura do conselho de administração e do controle corporativo no turnover do CEO das empresas abertas no Brasil. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 15(34), 181-201.
- Vo, T. T. N., & Canil, J. M. (2019). CEO pay disparity: Efficient contracting or managerial power?. *Journal of Corporate Finance*, 54, 168-190.
- Weber, M. (2009). *Economia e Sociedade: Fundamentos da sociologia compreensiva*, trad. Regis Barbosa e Karen Elsabe Barbosa, 4ª Ed. Brasília, Ed. Universidade de Brasília, 1, 243-275.
- Weisbach, M. S. (1988). Outside directors and CEO turnover. *Journal of financial Economics*, 20, 431-460.
- Wiersema, M. F., & Moliterno, T. P. (2006). CEO turnover in the new era: A dialogue with the financial community. In *Ecology and Strategy*. Emerald Group Publishing Limited.
- Wiersema, M. F., & Zhang, Y. (2011). CEO dismissal: The role of investment analysts. *Strategic Management Journal*, 32(11), 1161-1182.
- Yermack, D. (1996). Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of financial economics*, 40(2), 185-211.
- Young, M. N., Peng, M. W., Ahlstrom, D., Bruton, G. D., & Jiang, Y. (2008). Corporate governance in emerging economies: A review of the principal–principal perspective. *Journal of management studies*, 45(1), 196-220.