
Monitoramento interno e desempenho da empresa: determinantes de substituição de executivos em empresas de capital aberto no Brasil

Geraldo Mellone Júnior
Richard Saito

RESUMO

Neste artigo analisaram-se os principais determinantes na substituição de executivos de empresas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) no período de 1997 a 2001. Como substituição de executivos, levaram-se em consideração a substituição de quaisquer membros da diretoria executiva e a substituição do principal executivo da empresa (presidente ou superintendente). Dois fatores foram relacionados com a substituição de executivos: o desempenho da empresa e o monitoramento interno. Encontrou-se que o desempenho é determinante na substituição de um membro da diretoria executiva, porém não se aplica ao principal executivo da empresa. A coincidência do papel de presidente do conselho e do principal executivo explica, em parte, esse último resultado. Por outro lado, a substituição do principal executivo da empresa é positivamente relacionada com o tamanho do conselho de administração e com a baixa liquidez e/ou a insolvência da empresa. Esses resultados relacionados com a substituição do principal executivo evidenciam o monitoramento interno exercido pelo(s) acionista(s) controlador(es) e credor(es), respectivamente.

Palavras-chave: substituição de executivos, conselho de administração, monitoramento.

1. INTRODUÇÃO

Em países de cultura anglo-americana, o monitoramento externo (por meio do mercado hostil de aquisições via mercado secundário) e o monitoramento interno (por meio dos acionistas e dos credores) atuam de forma a avaliar constantemente o desempenho dos executivos. Contudo, em países em que a transferência de controle é limitada, o monitoramento interno serve como principal determinante na substituição de executivos (RENNEBOOG, 2000).

No Brasil, como o papel disciplinar via monitoramento externo é limitado, pode-se esperar que os acionistas controladores e os credores sejam os princi-

Recebido em 30/abril/2004
Aprovado em 04/novembro/2004

Geraldo Mellone Júnior é Doutor em Economia de Empresas pela Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas (CEP 01313-902 — São Paulo/SP, Brasil).
E-mail: geraldo@gvmail.br

Endereço:
Fundação Getúlio Vargas
Escola de Administração de Empresas
de São Paulo
Avenida Nove de Julho, 2029 — 11º Andar
01313-902 — São Paulo — SP

Richard Saito é Professor Titular de Finanças da Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas (CEP 01313-902 — São Paulo/SP, Brasil). Possui Ph.D. e *Master of Science* pela *Stanford University*, Mestrado em Engenharia de Produção pela Escola Politécnica da Universidade de São Paulo e Graduação em Engenharia Aeronáutica pelo Instituto Tecnológico de Aeronáutica (ITA).
E-mail: rsaito@stanfordalumni.org; rsaito@fgvsp.br

país agentes na avaliação do desempenho gerencial. Neste artigo, analisa-se se empresas com baixo desempenho reestruturam seu corpo diretivo por meio da substituição do seu principal executivo e/ou de quaisquer membros de sua diretoria executiva, e se o monitoramento é exercido pelos seus acionistas por meio da composição do conselho e de sua concentração de propriedade.

Estudos empíricos relacionam positivamente a substituição de executivos e o fraco desempenho gerencial. Renneboog (2000) e Frank e Mayer (2000) mostram, para a Bélgica e para a Alemanha, respectivamente, que a substituição do principal executivo ou da diretoria executiva está associada com o fraco desempenho da empresa — mensurado por indicadores contábeis e pelo retorno da ação. Os autores demonstram, ainda, que uma governança corporativa acelera o processo de substituição. Em estudo que incluiu vários países, Gibson (1999) conclui que a substituição de executivos está relacionada com o sistema legal dos países estudados. A relação entre baixo desempenho e substituição de executivos é mais evidente nos países com tradição na *Common Law* do que naqueles em que predomina a *Civil Law*. Carmona e Santana (2002) analisam a substituição do principal executivo em 46 empresas abertas brasileiras no período de 1997 a 2001, relacionando-a com o desempenho da empresa e o seu tamanho. Os resultados não foram significantes para as variáveis de desempenho, mas somente para o tamanho da empresa.

Como, no Brasil, o conselho de administração representa os interesses do acionista controlador, na eventualidade de ele não ser eficiente a substituição dos membros da diretoria executiva pode ser demorada. De acordo com a literatura, três fatores são importantes na determinação da eficiência do conselho: independência do conselho, número de conselheiros, separação entre o principal executivo e o presidente do conselho de administração. Hermalin e Weisbach (2001) e Renneboog (2000) relacionam positivamente a independência do conselho com o desempenho da empresa nos mercados americano e belga, respectivamente. Entretanto, a principal dificuldade é definir se um conselheiro é independente. Em geral, as empresas não informam o grau de independência com que os acionistas o elegeram, conforme Dutra e Saito (2002) evidenciam na classificação de conselheiros definida no estudo da composição de conselhos. Finalmente, Renneboog (2000) confirma empiricamente que a separação entre principal executivo e o presidente do conselho de administração está relacionada positivamente com maior grau de substituição de executivos.

Apesar de Yermack (1996) relacionar negativamente o tamanho do conselho com o desempenho da empresa, devido à possibilidade de *free-riders*, isso pode não ser aplicável ao Brasil, em que a concentração de propriedade é relativamente alta (VALADARES, 2002). Se o controle for compartilhado por um bloco de acionistas controladores (particularmente por um investidor institucional), maior número de conselheiros pode estar positivamente relacionado com o desempenho da empresa, beneficiando os minoritários. Nessa linha, Raheja (2001)

sugere um número ótimo de membros do conselho para um monitoramento mais eficiente.

Os credores têm papel importante na substituição de executivos. Conforme evidenciado por Renneboog (2000), empresas com maior grau de endividamento e com baixa liquidez e/ou solvência apresentam maior grau de substituição de executivos. Entretanto, existem dificuldades práticas em mensurar se essa substituição em uma empresa com problemas financeiros ocorre devido à intervenção dos credores ou é resultado de um fraco desempenho. Assim, o papel da situação financeira na substituição de executivos também será objeto de análise neste artigo.

Vale ressaltar que Hermalin e Weisbach (2001) estabelecem uma distinção entre substituição voluntária e involuntária (por exemplo, aposentadoria). Contudo, os próprios autores confirmam que a maioria das trocas de executivos decorre do fraco desempenho e que a falta de inclusão entre troca voluntária e involuntária nos modelos é irrelevante no impacto do desvio padrão dos coeficientes estimados.

Os resultados mostram que a maioria dos determinantes mencionados é importante na substituição dos membros do corpo diretivo.

Este trabalho está dividido em cinco seções, além da introdução. Com base em evidências empíricas observadas em outros países, no tópico 2 descrevem-se as hipóteses. Nos tópicos 3 e 4 apresentam-se os dados e a metodologia, respectivamente. Na parte 5, indicam-se os resultados e, na parte final, indicam-se as principais conclusões do trabalho.

2. HIPÓTESES

Seguiram-se de perto as hipóteses testadas para a Bélgica (RENNEBOOG, 2000), que analisam como o controle corporativo é exercido. Contudo, levando-se em conta as características do mercado brasileiro e a forma e disponibilidade de dados para a realização do trabalho empírico, essas hipóteses foram revistas.

2.1. Desempenho corporativo e substituição do executivo

Os conselhos têm a tarefa de monitorar o desempenho gerencial de uma empresa e disciplinar a ação de seus executivos. O desempenho da empresa inclui fatores fora de controle do corpo diretivo (como mercado, fatores macroeconômicos etc.) e fatores endógenos, portanto, controláveis pela diretoria. Para realizar essa tarefa, as principais fontes de informação são o desempenho do preço das ações da empresa, a disponibilidade de informações contábeis de lucro da empresa e as informações sobre o comportamento do mercado em geral. Compete ao conselho, por meio de ações disciplinares, a difícil tarefa de separar esses dois fatores e monitorar o desempenho do corpo diretivo, incluindo sua substituição.

Hipótese 1: A disciplina do corpo diretivo de uma empresa é acionada quando o desempenho da empresa é fraco. O principal executivo e os outros diretores podem ser substituídos após desempenho fraco do preço das ações ou do lucro.

2.2. Impacto da composição e da estrutura do conselho de administração na habilidade para monitorar o desempenho de uma empresa

A existência de um conselho de administração balanceado, incluindo executivos da empresa e não-executivos, minimiza a ocorrência de conflito de interesses entre os tomadores de decisão (executivos) e os tomadores de risco (acionistas), reduzindo os custos de agência associados à separação entre propriedade e controle. No entanto, não faz sentido falar em intervenção do conselho na diretoria se os conselheiros também possuem cargos executivos na empresa. Ainda, a carreira dos executivos é ligada ao desempenho do presidente da empresa, o que os desencoraja de removê-lo, se necessário. Conseqüentemente, a responsabilidade de avaliação da administração é exercida pelos conselheiros não-executivos ou independentes. Os conselheiros independentes possuem alguns incentivos para realizar o monitoramento dos executivos. Entre eles está a situação em que os conselheiros independentes representam grandes acionistas. Nesse caso, os acionistas monitoram a ação dos conselheiros. Também, em algumas situações, os conselheiros possuem obrigações legais com os acionistas e podem ser responsabilizados por danos. Por último, o efeito reputação também serve como um grande incentivo. O conselheiro quer ser visto no mercado de trabalho como alguém com habilidades em controle de decisão, e não ligado a empresas com fraco desempenho.

Hipótese 2A: A composição do conselho de administração determina suas habilidades de monitoramento. Quanto maior a proporção de conselheiros não-executivos, menor a possibilidade de o conselho de administração ser dominado pela administração e maior a habilidade de monitoramento pelos conselheiros não-executivos, o que pode ser observado na maior substituição do principal executivo e de outros diretores.

O monitoramento pode ser mais eficiente quando existe diferenciação entre o presidente do conselho de administração e o principal executivo da empresa.

Hipótese 2B: A separação das funções do principal executivo e do presidente do conselho de administração facilita e disciplina o monitoramento. Portanto, com o controle dividido, a substituição de executivos no caso de fraco desempenho tende a ser maior.

A eficiência do monitoramento também está relacionada com a capacidade de articulação e organização do conselho de administração. Em um conselho com número muito grande de membros, essa capacidade é prejudicada, surgindo a possibilidade de conselheiros *free-riders*, ou seja, que não se interessam pelo monitoramento da empresa. Nesse caso, o tamanho do conselho de administração está relacionado com a eficiência do controle.

Hipótese 2C: O número de conselheiros do conselho de administração está relacionado com a eficiência do seu monitoramento, que aumenta com o número de conselheiros até o limite em que existem incentivos para a presença de conselheiros *free-riders*. A partir desse ponto, a eficiência do monitoramento diminui com o aumento do número de conselheiros.

2.3. Concentração de propriedade e custos de *free riding* no controle

O monitoramento dos executivos em caso de fraco desempenho pode ter um custo elevado para os acionistas minoritários, pois cria um custo relacionado com a eficiência do controle, mas os benefícios são proporcionais ao controle. Por isso, o acionista minoritário possui incentivos para **pegar carona**, aproveitando-se dos benefícios gerados pelo monitoramento dos outros acionistas, mas sem incorrer no custo do monitoramento. Portanto, se o controle de uma empresa é muito disperso, poderá ser ineficiente. Nesse caso, o monitoramento por um acionista suficientemente grande para internalizar os custos do monitoramento é mais eficiente. Entretanto, caso exista sobreposição entre as funções de executivo e acionista, o monitoramento realizado pelos acionistas majoritários não deve implicar substituição de executivos.

Hipótese 3: A presença de grandes acionistas na estrutura de controle que não fazem parte da administração é positivamente correlacionada com uma maior substituição de executivos quando o desempenho da empresa é fraco.

2.4. Endividamento como um mecanismo de aceleração da substituição de executivos

A opção de a empresa ter uma estrutura de capital em que a participação de dívida ou compromissos financeiros, principalmente os de curto prazo, seja elevada, cria limites para o administrador, pois, caso a empresa apresente fraco desempenho ou queda no fluxo de caixa, poderá apresentar problemas para honrar seus compromissos financeiros. Dessa forma, dificuldades em cumprir obrigações financeiras no curto prazo podem estar relacionadas com o fraco desempenho e, conse-

qüentemente, podem acelerar a substituição dos executivos da empresa.

Hipótese 4: A substituição de executivos em empresas com desempenho fraco é mais freqüente se a empresa enfrenta problemas em honrar seus compromissos financeiros.

2.4.1. Dados

A amostra utilizada compreende informações sobre substituição de executivos, retornos de ações e dados contábeis no período de 1997 a 2001. A descrição e a fonte das variáveis utilizadas neste trabalho são abordadas a seguir.

2.4.1.1. Variáveis de substituição de executivos

- Substituição de membros da diretoria executiva — calculada como percentual de diretores estatutários substituídos entre os anos t e $t-1$, com t variando de 1996 a 2001. O percentual é calculado com base no número total de diretores do período $t-1$. Os dados foram obtidos a partir do Relatório Anual (IAN), publicado pelas empresas e disponível na Comissão de Valores Mobiliários (CVM).
- Substituição do principal executivo — variável b binária, igual a 1 se houve troca do principal executivo e a 0 em caso contrário, entre t e $t-1$, com t variando de 1996 a 2001. Os dados foram obtidos a partir do IAN, publicado pelas empresas e disponível na CVM. Vale esclarecer que as informações fornecidas pela CVM referentes à substituição de executivos e de membros do conselho de administração apresentam grau elevado de erros, em função de nomes iguais com cadastros de Pessoa Física (CPF) diferentes e vice-versa, e nomes de diretores e/ou conselheiros do conselho de administração que apareciam mais de uma vez no mesmo ano. Houve um trabalho minucioso de conferência da infor-

mação de cada empresa, com a retirada dos nomes repetidos, inclusive com consulta ao CPF no endereço de Internet da Receita Federal ou telefonema para a empresa no caso de dúvida sobre a identidade do diretor. Como a informação é digitada pela empresa informante, foi impossível realizar a comparação por meios eletrônicos dos nomes dos diretores, visto que não havia um padrão para abreviações e sobrenomes. Dessa forma, foi criado um banco de dados com a padronização das informações dos diretores e dos membros do conselho de administração para a realização do trabalho. Também, como não existe um padrão de denominação do principal executivo no Brasil, foi utilizado o termo que mais se assemelha ao cargo. As denominações que ocorreram com maior freqüência foram: diretor-presidente, presidente, diretor-presidente executivo, diretor-superintendente e presidente da diretoria.

Para efeito de padronização dos termos utilizados no texto, utilizou-se “membros da diretoria executiva” para referir-se ao conjunto de diretores estatutários da empresa, “conselheiro” para membros do conselho de administração, “principal executivo” para o presidente da empresa ou função equivalente e, de maneira geral, “executivos”, para os membros da diretoria executiva e/ou principal executivo.

A tabela 1 mostra um resumo dos principais dados sobre substituição de executivos encontrados em um total de 230 diferentes empresas abertas, distribuídas pelos anos de 1997 a 2001.

Conforme a tabela 1, as substituições do principal executivo e dos membros da diretoria executiva foram maiores entre 1997 e 1999, com queda em 2001. Esse fato pode ter duas explicações. Primeiro, os anos de 1997 a 1999 constituem um período em que houve expressivo volume de empresas privatizadas, o que acabou gerando troca natural, sobretudo do principal executivo da empresa. Segundo, esses três anos marcam um período de instabilidade econômica muito grande, devido às crises da Ásia e à desvalorização do Real de 1999, gerando pressão maior sobre o desempenho dos executivos, o que poderia implicar grau maior de substituição.

Tabela 1
Substituição de Executivos

Ano	Empresas	Substituição do Principal Executivo	Porcentagem de Substituição do Principal Executivo	Número Total de Membros da Diretoria	Número de Membros da Diretoria Substituídos	Porcentagem de Substituição da Diretoria Executiva
1997	201	49	24,4	1.170	271	23,2
1998	218	57	26,1	1.250	309	24,7
1999	211	54	25,6	1.199	288	24,0
2000	195	51	26,2	1.208	198	16,4
2001	179	37	20,7	1.135	178	15,7

2.4.1.2. Variáveis de desempenho

- Retorno da ação — retorno anual do preço da ação em $t-1$, calculado pela relação entre os preços médios anuais da ação com maior liquidez da empresa entre $t-1$ e $t-2$. O preço da ação é ajustado para dividendos e t varia entre 1997 e 2001. Os dados foram obtidos na Economática.
- Retorno da ação ajustada ao setor econômico — retorno da ação ajustado ao retorno médio do setor econômico em $t-1$. Definindo Rst_{t-1} , o retorno médio anual do setor como a média do retorno das ações entre $t-1$ e $t-2$ de empresas dentro do mesmo setor econômico conforme padrão do banco de dados da Economática, a variável utilizada é calculada pela expressão $(1 + \text{Retorno da ação}) / (1 + Rst_{t-1}) - 1$. O preço da ação é ajustado para dividendos e t varia entre 1997 e 2001. Os dados foram obtidos na Economática.

Além dessas variáveis de desempenho, foram realizados testes para as seguintes variáveis: variação do lucro sobre o patrimônio, lucro sobre o ativo, variação do lucro sobre o ativo, variação do preço da ação ajustado ao Índice Bovespa (Ibovespa) e variação do lucro operacional. Os resultados com essas variáveis não são apresentados, pois não foram estatisticamente significativos.

2.4.1.3. Variáveis com características do conselho de administração

- Composição do conselho de administração — relação percentual entre o número de diretores do conselho que não fazem parte da administração da empresa e o número total de conselheiros. Os dados foram obtidos no Relatório Anual (IAN) e disponibilizados pela CVM.
- Tamanho do conselho de administração — número de membros do conselho. Os dados foram obtidos no Relatório Anual (IAN) e disponibilizados pela CVM.

- Separação entre o presidente da empresa e o do conselho — variável binária, igual a 1 se o principal executivo da empresa é também o presidente do conselho de administração e 0 em caso contrário. Os dados foram obtidos no Relatório Anual (IAN) e disponibilizados pela CVM.

2.4.1.4. Variáveis de saúde financeira

- Liquidez corrente — índice de liquidez corrente, ativo circulante dividido pelo passivo circulante em $t-1$. Os dados foram obtidos na Economática.

2.4.1.5. Variáveis de concentração de controle

- Porcentagem de ações do maior acionista — utilizou-se como *proxy* da concentração de controle. Calculada como o percentual de ações do maior acionista ordinário em $t-1$. Os dados foram obtidos na Economática.

2.4.1.6. Variáveis de controle

- Alteração do principal acionista — variável binária, igual a 1 se houve alteração do maior acionista ordinário e a 0 em caso contrário. Os dados foram obtidos na Economática.
- Ln (Ativos) — logaritmo natural do valor total dos ativos da empresa. Os dados foram obtidos na Economática.

Como não existem dados contábeis e de preços de ações disponíveis para toda a amostra de informações de substituição de executivos, o número de observações utilizadas no estudo empírico foi reduzido. Também foram excluídas da amostra as empresas que relataram possuírem menos que três conselheiros, o que não é permitido pela legislação.

A tabela 2 apresenta algumas estatísticas descritivas das variáveis utilizadas no estudo empírico.

Tabela 2

Resumo das Estatísticas Descritivas

	Média	Máximo	Mínimo	Desvio Padrão	Observações
Substituição do principal executivo	0,26	1,00	0,00	0,44	941
Substituição de membros da diretoria executiva	0,21	1,00	0,00	0,28	943
Retorno da ação ajustado ao setor econômico	-23,00	316,82	-1.525,76	70,99	712
Retorno da ação	-7,57	214,70	-1.440,21	61,90	743
Tamanho do conselho de administração	7,19	25,00	3,00	3,69	992
Composição do conselho de administração	0,25	1,00	0,00	0,24	992
Separação entre o presidente da empresa e o do conselho de administração	0,31	1,00	0,00	0,46	992
Alteração do principal acionista	0,14	1,00	0,00	0,35	857
Liquidez corrente	1,66	178,68	0,00	7,06	927
Porcentagem de ações do maior acionista	61,92	100,00	5,89	24,88	957
Logaritmo dos ativos	13,98	18,92	2,89	1,69	969

Como se pode observar na tabela 2, o tamanho médio do conselho de administração de empresas brasileiras está por volta de sete membros, variando entre o mínimo de três e o máximo de 25. Percebe-se, ainda, que em cerca de 31% das empresas o presidente também exerce o papel de presidente do conselho de administração. Além disso, a estrutura de propriedade é concentrada, com o maior acionista possuindo em média 62% das ações ordinárias das empresas brasileiras.

3. METODOLOGIA

Foram testados separadamente os impactos do desempenho e das outras variáveis na substituição do principal executivo e na substituição dos membros da diretoria executiva.

Para testar o impacto da substituição do principal executivo, foram realizadas regressões por meio do método LOGIT. Para testar o impacto da substituição dos membros da diretoria executiva, utilizou-se o método de mínimos quadrados ponderados com a forma funcional logística, com a transformação da variável dependente sugerida por Cox (*apud* MADDALLA, 1996, p.31). Assim, a forma funcional é:

$$\log \frac{p_i + (2n)^{-1}}{1 - p_i + (2n)^{-1}} = \beta_1 + \beta_2 X_i + u_i \quad [1]$$

em que p_i é o percentual de diretores substituídos, X_i representa o conjunto de variáveis independentes e n é o número de observações. Como o valor de n não é constante, pois o tamanho da amostra varia de acordo com cada regressão, utilizou-se uma aproximação com $n = 500$. A regressão foi estimada por mínimos quadrados ponderados, sendo a ponderação calculada como $w_i = np_i(1-p_i)$, como descrita por Gujarati (2000, p.563).

Também foi testada a interação entre a variável de desempenho e as outras variáveis, utilizando-se a forma proposta por Klein e Morgan (*apud* RAMANATHAN, 1989, p. 182). A forma funcional com a interação entre as variáveis ficou:

$$Y = \beta_1 + \beta_2 * Desempenho + \beta_3 * X * Desempenho + u_i \quad [2]$$

em que X representa as variáveis independentes testadas com a variável de desempenho. Foi testada, também, outra forma de interação de variáveis, como a discutida por Allison (1977),

Quadro 1

Hipóteses e Sinais Esperados

Hipóteses	Variáveis	Sinal Esperado	Comentários
H1: Desempenho	<ul style="list-style-type: none"> Retorno da ação Retorno da ação ajustado ao setor 	-	A substituição de executivos é maior quanto mais fraco o desempenho da empresa.
H2: Características do Conselho de Administração	Composição	+	Quanto mais independente é o conselho de administração, maior é a substituição de executivos na presença de fraco desempenho.
	Tamanho	-	Quanto maior o número de membros do conselho de administração, maior é a hipótese de <i>free-rider</i> e, conseqüentemente, menor é a substituição de executivos.
	Tamanho ao quadrado	-	Se o principal executivo da empresa também é o presidente do conselho de administração, menor é a substituição de executivos.
H3: Concentração de Propriedade	Porcentagem de ações do maior acionista	+	Quanto mais concentrada a propriedade, maior é a substituição de executivos no caso de fraco desempenho.
H4: Saúde Financeira	Liquidez corrente	-	Quanto melhor a situação financeira da empresa, menor é a substituição de executivos no caso de mau desempenho.
Variáveis de Controle	Alterações do principal acionista	+	Quando existe mudança de controle da empresa, maior é a substituição de executivos.
	Ln(ativos)	+/-	Não é esperada relação alguma em especial.

em que a variável *X*, na equação [2], também aparece de forma isolada, mas os resultados apresentaram problemas de multicolinearidade, por isso não são apresentados.

No quadro 1 apresentam-se um resumo das hipóteses e os respectivos sinais esperados para as regressões. As hipóteses são testadas por meio de modelos de regressão para o período de 1997 a 2001. Na segunda coluna do quadro está o sinal esperado para cada variável da regressão e na terceira um breve comentário sobre a hipótese testada.

4. RESULTADOS

4.1. Substituição do principal executivo

As tabelas de 3 a 6 apresentam os resultados das regressões realizadas. No quadro 2 há um sumário dos principais resultados encontrados.

Na tabela 3 constam os resultados das regressões entre a substituição do principal executivo e as outras variáveis utili-

Tabela 3
Impacto do Retorno da Ação na Substituição do Principal Executivo

Regressões (1) a (7)	Variável Dependente: Substituição do Principal Executivo						
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
Intercepto	-4,68 *** (-5,74)	-3,42 *** (-3,39)	-4,54 *** (-5,48)	-4,74 *** (-5,76)	-4,60 *** (-5,61)	-4,66 *** (-5,70)	-4,61 *** (-5,64)
Retorno da ação	-0,001 (-0,37)	-0,00003 (-0,02)	-0,001 (-0,06)	-0,0058 (-1,35)	0,004 (0,27)	-0,002 (0,34)	-0,002 (-1,01)
Composição do conselho de administração		-0,20 (-0,41)					
Retorno da ação * composição do conselho de administração			0,02 (1,60)	0,02 (1,32)			
Tamanho do conselho de administração		-0,04 (-0,46)					
Retorno da ação * tamanho do conselho de administração			-0,0004 (-0,11)		-0,001 (-0,20)		
Tamanho do conselho de administração ao quadrado		-0,004 (1,03)					
Retorno da ação * tamanho do conselho de administração ao quadrado			-0,00004 (-0,17)		-0,00001 (-0,04)		
Porcentagem de ações do maior acionista		0,003 (0,80)					
Retorno da ação * porcentagem de ações do maior acionista			-0,0001 (-0,76)			-0,00004 (-0,43)	
Liquidez corrente		-0,46 *** (-2,95)					
Retorno da ação * liquidez corrente			0,004 (1,31)				0,003 (0,94)
Separação – presidente da empresa e do conselho de administração	-0,43 ** (-2,01)	-0,39 * (-1,72)	-0,49 ** (-2,22)	-0,43 ** (-2,03)	-0,46 ** (-2,12)	-0,43 ** (-2,03)	-0,43 ** (-1,99)
Alteração do principal acionista	0,52 ** (2,13)	0,49 * (1,93)	0,49 ** (1,97)	0,52 ** (2,11)	0,49 ** (1,97)	0,52 ** (2,13)	0,52 ** (2,13)
Ln (ativos)	0,25 *** (4,48)	0,19 *** (3,06)	0,24 *** (4,23)	0,25 *** (4,51)	0,25 *** (4,35)	0,25 *** (4,45)	0,25 *** (4,39)
McFadde	0,04	0,06	0,05	0,04	0,04	0,04	0,04
Critério de Schwarz	0,42	0,41	0,42	0,42	0,42	0,42	0,42
Observações	664	661	661	664	661	664	663

Nota: Regressões por LOGIT. Os sinais *, ** e *** ao lado do coeficiente indicam grau de significância bicaudal de 10%, 5% e 1% respectivamente. Os valores entre parênteses representam a estatística *t*.

zadas, em que a variável de desempenho é o retorno da ação. Na tabela 4, apresentam-se os mesmos resultados, mas alterando a variável de desempenho para o retorno da ação ajustado pela média do setor econômico.

Na tabela 3, reportam-se apenas quatro variáveis na regressão 1: a variável de desempenho, representada pelo retorno da ação, e as variáveis de controle: separação entre presidente da empresa e do conselho de administração, alteração do princi-

pal acionista e tamanho da empresa. Não se encontrou relação significativa entre o retorno da ação e a substituição do principal executivo. Por outro lado, demonstrou-se que a substituição do principal executivo é mais presente em empresas que apresentaram modificação no principal acionista, e menos presente quando o presidente do conselho de administração também é o presidente da empresa. Encontrou-se também uma relação positiva entre o tamanho da empresa e a substituição do

Tabela 4

Impacto do Retorno da Ação Ajustado ao Setor na Substituição do Principal Executivo

Regressões (8) a (14)	Variável Dependente: Substituição do Principal Executivo						
	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)
Intercepto	-4,61 *** (-5,54)	-3,13 *** (-3,01)	-3,97 *** (-4,65)	-4,54 *** (-5,43)	-4,33 *** (-5,14)	-4,61 *** (-5,52)	-4,46 *** (-5,36)
Retorno da ação ajustado ao setor	-0,001 (-0,48)	-0,0003 (-0,21)	0,02 ** (2,05)	-0,0037 (-1,23)	0,012 (1,55)	0,008 (1,51)	-0,003 * (-1,65)
Composição do conselho de administração		-0,17 (-0,36)					
Retorno da ação ajustado ao setor * composição do conselho de administração			0,01 (1,20)	0,01 (1,14)			
Tamanho do conselho de administração		-0,03 (-0,33)					
Retorno da ação ajustado ao setor * tamanho do conselho de administração			-0,004 ** (-2,19)		-0,003 (-1,60)		
Tamanho do conselho de administração ao quadrado		-0,004 (0,95)					
Retorno da ação ajustado ao setor * tamanho do conselho de administração ao quadrado			0,0001 (1,62)		0,0001 (1,23)		
Porcentagem de ações do maior acionista		0,002 (0,58)					
Retorno da ação ajustado ao setor * porcentagem de ações do maior acionista			-0,0002 ** (-2,15)			0,0001 * (-1,68)	
Liquidez corrente		-0,52 *** (-3,22)					
Retorno da ação ajustado ao setor * liquidez corrente			0,005 ** (2,21)				0,003 * (1,75)
Separação – presidente da empresa e do conselho de administração	-0,37 * (-1,72)	-0,30 (-1,28)	-0,44 * (-1,93)	-0,36 * (-1,67)	-0,40 * (-1,81)	-0,39 * (-1,80)	-0,38 * (-1,72)
Alteração do principal acionista	0,56 ** (2,27)	0,52 ** (2,00)	0,54 ** (2,13)	0,56 ** (2,25)	0,51 ** (2,02)	-0,59 ** (2,35)	0,58 ** (2,32)
Ln (ativos)	0,25 *** (4,30)	0,18 *** (2,74)	0,20 *** (3,40)	0,24 *** (4,17)	0,22 *** (3,85)	0,25 *** (4,31)	0,24 *** (4,18)
McFadde	0,04	0,06	0,06	0,04	0,04	0,04	0,05
Critério de Schwarz	0,42	0,42	0,42	0,42	0,42	0,42	0,42
Observações	634	631	631	634	631	634	633

Nota: Regressões por LOGIT. Os sinais *, ** e *** ao lado do coeficiente indicam grau de significância bicaudal de 10%, 5% e 1% respectivamente. Os valores entre parênteses representam a estatística *t*.

principal executivo. Esses resultados persistiram nas sete regressões da tabela 3.

Na regressão 2, testou-se a relação entre a substituição do principal executivo e todas as outras variáveis do modelo — desempenho, características do conselho de administração, concentração de propriedade e liquidez corrente, sem interação com a variável retorno da ação. Encontrou-se apenas que a substituição de executivos é negativamente relacionada com a

liquidez corrente, independente do desempenho mensurado pelo retorno da ação. Entretanto, quando se relacionou a liquidez corrente com o retorno da ação, na regressão 7, não se encontraram resultados estatisticamente significativos.

Na regressão 3, realizou-se uma regressão introduzindo a interação entre todas as variáveis utilizadas no estudo e a substituição do principal executivo. Não se encontraram resultados estatisticamente significativos em nenhuma das regressões. Nas

Tabela 5

Impacto do Retorno da Ação na Substituição dos Membros da Diretoria Executiva

Regressões (15) a (21)	Variável Dependente: Substituição dos Membros da Diretoria Executiva						
	(15)	(16)	(17)	(18)	(19)	(20)	(21)
Intercepto	-0,33 (-1,18)	-0,26 (-0,80)	-0,28 (-1,01)	-0,33 (-1,19)	-0,26 (-0,91)	-0,34 (-1,22)	-0,36 (-1,27)
Retorno da ação	-0,003 *** (-2,96)	-0,003 *** (-2,73)	0,01 * (1,68)	-0,0007 (-0,44)	0,003 (0,82)	0,003 (1,33)	-0,005 *** (-2,73)
Composição do conselho de administração		0,24 (1,48)					
Retorno da ação * composição do conselho de administração			-0,01 ** (-2,19)	-0,01 * (-1,68)			
Tamanho do conselho de administração		0,01 (0,28)					
Retorno da ação * tamanho do conselho de administração			-0,001 (-1,16)		-0,001 (-1,18)		
Tamanho do conselho de administração ao quadrado		-0,001 (-0,53)					
Retorno da ação * tamanho do conselho de administração ao quadrado			0,00001 (0,23)		0,00003 (0,48)		
Porcentagem de ações do maior acionista		-0,0004 (-0,28)					
Retorno da ação * porcentagem de ações do maior acionista			-0,0001 *** (-2,59)			-0,0001 *** (-2,90)	
Liquidez corrente		-0,10 *** (-3,97)					
Retorno da ação * liquidez corrente			0,003 ** (2,24)				0,002 (1,52)
Separação – presidente da empresa e do conselho de administração	-0,01 (-0,14)	-0,03 (-0,34)	-0,02 (-0,29)	-0,01 (-0,10)	-0,01 (-0,08)	-0,03 (-0,44)	-0,001 (-0,02)
Alteração do principal acionista	0,22 *** (2,60)	0,19 ** (2,27)	0,23 *** (2,80)	0,23 *** (2,68)	0,21 ** (2,47)	0,23 *** (2,76)	0,22 *** (2,63)
Ln (ativos)	-0,03 (-1,43)	-0,03 (-1,25)	-0,03 * (-1,67)	-0,03 (-1,44)	-0,03 * (-1,69)	-0,03 (-1,43)	-0,03 (-1,36)
R2	0,23	0,25	0,26	0,24	0,24	0,24	0,24
R2 ajustado	0,23	0,24	0,25	0,23	0,23	0,24	0,23
Critério de Schwarz	3,31	3,33	3,33	3,32	3,32	3,31	3,32
Observações	658	655	655	658	655	658	657

Nota: Regressões por WLS com a forma funcional logística. Os sinais *, ** e *** ao lado do coeficiente indicam grau de significância bicaudal de 10%, 5% e 1% respectivamente. Os valores entre parênteses representam a estatística *t*.

regressões de 4 a 6, na tabela 3, realizaram-se regressões introduzindo o retorno da ação e a interação do retorno com as outras variáveis independentes. Também não se encontraram resultados estatisticamente significativos entre a interação da variável retorno da ação e as variáveis composição do conselho, tamanho do conselho e porcentagem de ações do maior acionista.

Na tabela 4 estão registradas as regressões de 8 a 14, cuja variável dependente é o retorno da ação ajustado pelo mercado. Na regressão 8, semelhante à regressão 1, verificou-se que o retorno isoladamente não explica a substituição do principal executivo. Na regressão 9, encontrou-se que o coeficiente da variável liquidez corrente, isoladamente, na explicação da substituição do principal executivo, é estatisticamente significativa,

Tabela 6

Impacto do Retorno da Ação Ajustado ao Setor na Substituição dos Membros da Diretoria Executiva

Regressões (22) a (28)	Variável Dependente: Substituição dos Membros da Diretoria Executiva						
	(22)	(23)	(24)	(25)	(26)	(27)	(28)
Intercepto	-0,27 (-0,94)	-0,16 (-0,48)	-0,27 (-0,91)	-0,30 (-1,06)	-0,22 (-0,77)	-0,29 (-1,01)	-0,27 (-0,94)
Retorno da ação ajustado ao setor	-0,001 * (-1,82)	-0,001 * (-1,66)	0,01 * (1,82)	0,0002 (0,19)	0,002 (0,68)	0,002 (1,29)	-0,003 ** (-2,00)
Composição do conselho de administração		0,20 (1,22)					
Retorno da ação ajustado ao setor * composição do conselho de administração			-0,01 * (-1,88)	-0,01 ** (-2,02)			
Tamanho do conselho de administração		0,01 (0,43)					
Retorno da ação ajustado ao setor * tamanho do conselho de administração			-0,001 (-1,54)		-0,001 (-1,45)		
Tamanho do conselho de administração ao quadrado		-0,001 (-0,63)					
Retorno da ação ajustado ao setor * tamanho do conselho de administração ao quadrado			0,00004 (1,57)		0,00 (1,62)		
Porcentagem de ações do maior acionista		-0,001 (-0,48)					
Retorno da ação ajustado ao setor * porcentagem de ações do maior acionista			-0,0001 ** (-2,34)			-0,0001 ** (-2,29)	
Liquidez corrente		-0,10 *** (-3,97)					
Retorno da ação ajustado ao setor * liquidez corrente			0,001 (1,28)				0,001 (1,12)
Separação – presidente da empresa e do conselho de administração	0,01 (0,11)	0,00 (0,04)	0,00 (-0,01)	0,00 (-0,01)	0,02 (0,20)	0,00 (0,01)	0,02 (0,24)
Alteração do principal acionista	0,26 *** (2,95)	0,23 ** (2,57)	0,27 *** (3,07)	0,27 *** (3,04)	0,25 *** (2,82)	0,27 *** (3,13)	0,26 *** (2,93)
Ln (ativos)	-0,03 * (-1,71)	-0,04 * (-1,64)	-0,03 * (-1,73)	-0,03 (-1,58)	-0,04 * (-1,85)	-0,03 * (-1,67)	-0,03 * (-1,71)
R2	0,23	0,25	0,24	0,23	0,23	0,24	0,23
R2 ajustado	0,22	0,24	0,23	0,23	0,22	0,23	0,22
Critério de Schwarz	3,32	3,34	3,35	3,32	3,33	3,32	3,33
Observações	628	625	625	628	625	628	627

Nota: Regressões por WLS com a forma funcional logística. Os sinais *, ** e *** ao lado do coeficiente indicam grau de significância bicaudal de 10%, 5% e 1% respectivamente. Os valores entre parênteses representam a estatística *t*.

assim como em associação com o desempenho, como está registrado nas regressões 10 e 14. A regressão 10 também mostra que a concentração da propriedade e o tamanho do conselho, quando associados com o desempenho, possuem coeficientes estatisticamente significativos. Entretanto, não se encontraram evidências da existência de um tamanho ótimo do conselho de administração, pois a variável tamanho do conselho ao quadrado não é significativa. Nas regressões 11 e 12 não se encontraram resultados significativos para as variáveis composição e tamanho do conselho, respectivamente. Na regressão 13, encontrou-se novamente a relação entre concentração, associada com o desempenho, e substituição do principal executivo.

As tabelas 3 e 4 mostraram que o desempenho, isoladamente, não possui relação com a substituição do principal executivo. Entretanto, o resultado mais evidente é que o índice de liquidez corrente, isoladamente ou associado com o retorno da ação ajustado com o setor, é estatisticamente significativo na determinação da substituição do principal executivo. Também se encontrou alguma evidência de que a concentração do controle pode acelerar a substituição do principal executivo quando associada com o fraco desempenho medido pelo retorno da ação ajustado pelo setor, mostrando o monitoramento exercido pelo controlador.

Os conselhos têm a tarefa de monitorar o desempenho gerencial de uma empresa e disciplinar a ação de seus executivos. O desempenho da empresa inclui fatores fora de controle do corpo diretivo (como mercado, fatores macroeconômicos etc.) e fatores endógenos, portanto, controláveis pela diretoria.

Na tabela 5 constam os resultados das regressões entre a substituição dos membros da diretoria executiva e as outras variáveis utilizadas, considerando como variável de desempenho o retorno da ação. Na tabela 6 são apresentados os determinantes da substituição dos membros da diretoria executiva, alternando a variável de desempenho para o retorno da ação ajustado pela média do setor econômico.

Verificou-se na regressão 15 da tabela 5 que o desempenho, isoladamente, medido pelo retorno da ação, possui relação com a substituição dos membros da diretoria executiva, ao contrário da regressão 1 da tabela 3, em que não se encontrou essa relação com a substituição do principal executivo. Entretanto, ao contrário da tabela 3, a regressão 15 mostra que a

separação entre o presidente do conselho de administração e da empresa não apresenta relação com a substituição dos membros da diretoria. O mesmo aconteceu com o tamanho da empresa, que apresenta resultados menos significativos quando comparados com a tabela 3. A regressão 16 exibe novamente o impacto da liquidez corrente na determinação da substituição do principal executivo. A regressão 17 indica que o impacto da composição do conselho é associado com o desempenho, confirmado também pela regressão 18. A regressão 17 também mostra que existe relação entre a substituição dos membros da diretoria executiva e a concentração do controle associado com o desempenho, resultado esse confirmado pela regressão 20. Por último, não se encontrou relação entre o tamanho do conselho e a substituição dos membros da diretoria executiva.

Na tabela 6 encontraram-se resultados semelhantes aos da tabela 5. Verificou-se que o desempenho, isoladamente e associado à liquidez corrente, registrado nas regressões 22 e 23, relaciona-se com a substituição dos membros da diretoria executiva. Encontrou-se que a concentração do controle associada ao desempenho, como se pode verificar nas regressões 24 e 27, é estatisticamente significativa na determinação da substituição dos membros da diretoria executiva. Também a composição do conselho, nas regressões 24 e 25, está relacionada com a substituição de executivos. Por outro lado, não se encontrou relação com o tamanho do conselho de administração.

As tabelas 5 e 6 mostraram que o fraco desempenho é, de forma isolada, estatisticamente significativo na substituição dos membros da diretoria executiva, mas não na substituição do principal executivo. Convém enfatizar o papel da liquidez corrente, que apresentou coeficientes significativos com as duas variáveis dependentes. Os resultados também mostraram que a concentração do controle, apenas quando associado com o fraco desempenho, pode contribuir para a substituição tanto do principal executivo quanto dos membros da diretoria executiva.

Finalmente, encontrou-se que a variável que representa a alteração do maior acionista está relacionada com a substituição dos membros da diretoria executiva e a variável de separação entre o presidente do conselho e o presidente da empresa tem uma relação negativa com a substituição do principal executivo.

No quadro 2 apresenta-se uma síntese dos principais resultados encontrados.

5. CONCLUSÕES

Neste artigo, foram estudados os determinantes da substituição de executivos nas empresas de capital aberto listadas na Bolsa de Valores do Estado de São Paulo (Bovespa) no período de 1997 a 2001. Como substituição de executivos, consideraram-se duas variáveis: a substituição de quaisquer membros da diretoria executiva e a substituição do principal executivo

Quadro 2

Resumo dos Principais Resultados Encontrados

Variável	Substituição do Principal Executivo	Substituição dos Membros da Diretoria
Desempenho	O desempenho não está relacionado com a substituição do principal executivo.	O fraco desempenho está relacionado com a substituição dos membros da diretoria executiva.
Composição do conselho de administração	Não há relação entre a composição do conselho e a substituição do principal executivo.	É estatisticamente significativa na substituição de executivos, quando associada com o desempenho.
Tamanho do conselho de administração	Possui relação positiva com a substituição do principal executivo quando associado ao retorno da ação ajustado ao setor. Entretanto, não foi encontrada a relação quadrática.	Não há relação entre o tamanho do conselho e a substituição de membros da diretoria executiva.
Separação – presidente da empresa e do conselho de administração	A substituição do principal executivo é menor em empresas em que o presidente do conselho é também o presidente da empresa.	A separação do papel do presidente da empresa e do presidente do conselho não está relacionada com a substituição de membros da diretoria executiva.
Porcentagem de ações do maior acionista	Possui coeficiente significativo quando associada ao retorno da ação ajustado ao mercado.	Possui coeficiente significativo quando associada ao retorno da ação ajustado ao mercado.
Liquidez corrente	Possui coeficientes significativos, isoladamente e quando associada às duas variáveis de desempenho utilizadas.	Possui coeficientes significativos, isoladamente e quando associada às duas variáveis de desempenho utilizadas.
Alteração do principal acionista	Possui relação positiva com a substituição do principal executivo para as duas variáveis de desempenho.	Possui relação positiva com a substituição dos membros da diretoria executiva para as duas variáveis de desempenho.

da empresa. Como variáveis independentes, utilizaram-se o desempenho da ação da empresa, a composição do conselho de administração mensurado pela relação entre diretores que não fazem parte da diretoria dividida pelo número total de diretores, o número de membros do conselho, a separação dos papéis de presidente do conselho e principal executivo da empresa, o percentual de ações do maior acionista ordinário, o índice de liquidez corrente e a alteração do principal acionista ordinário.

Com relação ao desempenho, demonstrou-se que ele está relacionado com a substituição dos membros da diretoria executiva, mas não possui relação com a substituição do principal executivo.

Quanto à composição do conselho de administração, não se encontrou relação com a substituição do principal executivo. Entretanto, quando associada ao desempenho, ela relaciona-se à substituição de membros da diretoria executiva. Com

relação ao número de membros do conselho, não se evidenciou a existência de um tamanho ótimo. Demonstrou-se, ainda, que a substituição do principal executivo é menor em empresas em que o presidente do conselho é também o presidente da empresa, mas esse resultado não se aplica quando a variável dependente é a substituição de membros da diretoria executiva.

Evidenciou-se, também, que a concentração da propriedade é estatisticamente significativa para as duas variáveis dependentes, mas apenas quando associada ao retorno da ação ajustado ao setor econômico. A liquidez corrente apresentou coeficientes significativos para as duas variáveis dependentes com as duas

medidas de desempenho. Finalmente, encontrou-se que, em empresas que sofreram modificações no maior acionista ordinário, a substituição tanto de membros da diretoria executiva quanto do principal executivo é mais evidente. ♦

A existência de um conselho de administração balanceado, incluindo executivos da empresa e não-executivos, minimiza a ocorrência de conflito de interesses entre os tomadores de decisão (executivos) e os tomadores de risco (acionistas), reduzindo os custos de agência associados à separação entre propriedade e controle.

- ALLISON, P.D. Testing for interaction in multiple regression. *The American Journal of Sociology*, The University of Chicago, Chicago, v.83, n.1, p.144-153, July 1977.
- CARMONA, Charles M.; SANTANA, Ana Paula. Governança corporativa: um estudo empírico da relação entre a rotatividade dos executivos e a performance das empresas. In: CONSEJO LATINO AMERICANO DE ESCUELAS DE ADMINISTRACIÓN — CLADEA, 37. *Anais...* Porto Alegre, 2002.
- DUTRA, Marcos Galileu Lorena; SAITO, Richard. Conselhos de administração: análise de sua composição em um conjunto de companhias abertas brasileiras. *Revista de Administração Contemporânea*, Curitiba, v.6, n.2, p.9-28, maio/ago. 2002.
- FRANK, J.; MAYER, C. *Ownership and control of german corporations*. Working Papers, London Business School, 2000. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=247501>>. Acesso em: abr. 2004.
- GIBSON, Michael S. Is corporate governance ineffective in emerging markets? Finance and Economics Discussion Series. Washington D.C.: Federal Reserve Board, 1999. Disponível em: <<http://www.federalreserve.gov/pubs/feds/1999/199963/199963abs.html>>. Acesso em: abr. 2004.
- GUJARATI, D. N. *Econometria básica*. 3. ed. São Paulo: Makron Books, 2000.
- HERMALIN, B.E.; WEISBACH, Michael S. *Board of directors as an endogenously determined institution: a survey of the economic literature*. Working Paper NBER, 2001. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w8161>>. Acesso em: abr. 2004.
- MADDALLA, G.S. *Limited-dependent and qualitative variables in Econometrics*. New York: Cambridge University Press, 1996.
- RAHEJA, Charu G. *The interaction of insiders and outsiders in monitoring: a theory of corporate boards*. Nashville, TN: Owen School of Business, Vanderbilt University, 2001. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=251594>. Acesso em: abr. 2004.
- RAMANATHAN, R. *Introductory econometrics with applications*. 2. ed. San Diego: The Dryden Press, 1989.
- RENNEBOOG, Luc. Ownership, managerial control and the governance of companies listed on the Brussels Stock Exchange. *Journal of Banking and Finance*, Tilburg — Holanda, v.24, n.12, p.1959-1995, Dec. 2000.
- VALADARES, S. Estimativa de valor de controle no Brasil. In: BONOMO, M. (Org.). *Finanças aplicadas no Brasil*. Rio de Janeiro: FGV, 2002. Cap.11, p.299-312.
- YERMACK, D. Higher valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics*, Cambridge, MA, v.40, n.2, p.185-212, Feb. 1996.

Internal monitoring and firm performance: determinants of managerial turnover in Brazilian listed companies

In this article, we analyze the main determinants for executive turnover of publicly traded companies listed on the São Paulo Stock Exchange from 1997 to 2001. We define executive turnover as the substitution of any member of the senior management, including the Chief Executive Officer (CEO). Two factors are related with executive turnover: company performance, and internal monitoring. We have found that company performance is related with the substitution of a senior manager, but not with the CEO. For some companies, the same person holds the positions as both Chairman of the Board and CEO. This may partially explain this result. We also found that the CEO turnover is positively related with the number of members of the board, and with the debt leverage evidenced by its low liquidity or solvency. Thus, the CEO turnover is explained by both corporate governance structure — evidenced by strong internal monitoring from minority shareholders and creditors.

Uniterms: managerial turnover, board of directors, monitoring.

Monitoreo interno y desempeño de la empresa: determinantes de sustitución de ejecutivos en empresas de capital abierto en Brasil

En este artículo se analizan los principales determinantes en la sustitución de ejecutivos de empresas listadas en la Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) en el periodo de 1997 a 2001. Como sustitución de ejecutivos se tienen en cuenta la sustitución de cualquier miembro de la junta directiva y la sustitución del principal ejecutivo de la empresa (presidente o superintendente). Dos hechos fueron relacionados con la sustitución de ejecutivos: el desempeño de la empresa y el monitoreo interno. Se encontró que el desempeño es determinante en la sustitución de un miembro de la junta directiva, pero no se aplica al principal ejecutivo de la empresa. La coincidencia del papel de presidente del consejo y del principal ejecutivo explica, al menos en parte, ese último resultado. Por otra parte, la sustitución del principal ejecutivo de la empresa está positivamente relacionada con el tamaño del consejo de administración y con la baja liquidez y/o insolvencia de la empresa. Dichos resultados relacionados con la sustitución del principal ejecutivo ponen en evidencia el monitoreo interno ejercido por el(los) accionista(s) controlador(es) y acreedor(es), respectivamente.

Palabras clave: sustitución de ejecutivos, consejo de administración, monitoreo.