

**UNIVERSIDADE ESTADUAL DE MARINGÁ
CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS
ÁREA DE CONCENTRAÇÃO: CONTROLADORIA
LINHA DE PESQUISA: CONTABILIDADE PARA USUÁRIOS EXTERNOS**

LUNA MARIA BARBIERI DA SILVA

A Relação entre Alto Escalão e o Desempenho Econômico-Financeiro após o *Turnover* de
Chief Executive Officer (CEO) de Companhias Listadas na B3

MARINGÁ
2020

LUNA MARIA BARBIERI DA SILVA

A Relação entre Alto Escalão e o Desempenho Econômico-Financeiro após o *Turnover* de *Chief Executive Officer* (CEO) de Companhias Listadas na B3

Dissertação apresentada como requisito parcial à obtenção do grau de Mestre, do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis do centro de Ciências Sociais aplicadas da Universidade Estadual de Maringá.

Área de Concentração: Controladoria

Linha de Pesquisa: Contabilidade para Usuários Externos

Orientador: Prof. Dr. Romildo de Oliveira Moraes

MARINGÁ
2020

Dados Internacionais de Catalogação-na-Publicação (CIP)
(Biblioteca Central - UEM, Maringá - PR, Brasil)

S586r	<p>Silva, Luna Maria Barbieri da</p> <p>A relação entre alto escalão e o desempenho econômico-financeiro após o <i>Turnover</i> de <i>Chief Executive Officer</i> (CEO) de companhias listadas na B3 / Luna Maria Barbieri da Silva. -- Maringá, PR, 2020.</p> <p>116 f.: il., figs., tabs.</p> <p>Orientador: Prof. Dr. Romildo de Oliveira Moraes.</p> <p>Dissertação (Mestrado) - Universidade Estadual de Maringá, Centro de Ciências Sociais Aplicadas, Departamento de Ciências Contábeis, Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, 2020.</p> <p>1. Alto escalão. 2. Turnover. 3. Sucessor. 4. CEO. 5. Desempenho. I. Moraes, Romildo de Oliveira, orient. II. Universidade Estadual de Maringá. Centro de Ciências Sociais Aplicadas. Departamento de Ciências Contábeis. Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis. III. Título.</p> <p>CDD 23.ed. 657</p>
-------	--

ATA DE DEFESA PÚBLICA

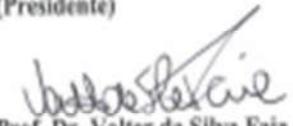
Aos vinte e quatro dias do mês de agosto do ano de dois mil e vinte, às nove horas e trinta minutos, realizou-se pela Universidade Estadual de Maringá, sob modalidade excepcional de realização exclusivamente por videoconferência conforme Portaria nº 36/2020-CAPES e Portaria nº 122/2020-GRE/UEM, a defesa pública da Dissertação de Mestrado, sob o título: "A Relação entre Alto Escalão e o Desempenho Econômico-Financeiro após o Turnover de Chief Executive Officer (CEO) de Companhias Listadas na B3", de autoria de Luna Maria Barbieri da Silva, aluna do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis – Mestrado – Área de Concentração: Controladoria, linha de pesquisa: Contabilidade para Usuários Externos.

Nome do membro da banca	Função	IES
Prof. Dr. Romildo de Oliveira Moraes	Presidente	PCO/UEM
Prof. Dr. Valter da Silva Faia	Membro examinador	PCO/UEM
Prof. Dr. Romualdo Douglas Colauto	Membro examinador	Externo - UFPR

Concluídos os trabalhos de apresentação e arguição, a candidata foi **APROVADA** pela Banca Examinadora, devendo, em um prazo máximo de **60 dias**, encaminhar à coordenação do programa, dois CDs contendo cada, um arquivo em formato digital da dissertação completa, para serem distribuídos da seguinte forma: um na Secretária do PCO e outro na Biblioteca Central da UEM, bem como demais documentos exigidos para expedição do Diploma de Mestre. E, para constar, foi lavrada a presente Ata que vai assinada pela Coordenadora do Programa e pelos membros da Banca Examinadora.

Maringá, 24 de agosto de 2020.


Prof. Dr. Romildo de Oliveira Moraes
(Presidente)


Prof. Dr. Valter da Silva Faia
(Membro examinador interno)


Prof. Dr. Romualdo Douglas Colauto
(Membro examinador externo - UFPR)


Prof. Dra. Simone Leticia Raimundini Sanches
Coordenadora do Programa de Pós-Graduação
em Ciências Contábeis

DEDICATÓRIA

À minha mãe e anjo, Marisa Barbieri.

AGRADECIMENTOS

Não consigo mensurar o quão feliz e grata eu sou pela oportunidade de cursar o Mestrado em uma Universidade pública de renome como a UEM. O Mestrado foi minha grande alegria e orgulho. Eu pude expor meus pensamentos críticos, muda-lo, dissemina-lo e adquirir um conhecimento sobre comportamento das empresas no âmbito contábil como jamais eu imaginaria.

Agradeço primeiramente a Deus e a Nossa Senhora, por estarem sempre comigo, abrindo caminhos e me dando força para não desistir. Sem a fé, nada seria possível.

Agradeço muito a minha mãe, Marisa, por todo apoio emocional e financeiro. Uma senhora que não mede esforços para ver seus filhos felizes. Aos meus irmãos, Mel e André, por me apoiarem. Obrigada por estarem sempre comigo. Amo vocês!

Agradeço aos amigos que o PCO me deu, Elvis Albertin e Leonardo Saullin, pela amizade verdadeira, nas horas boas e ruins. Aos amigos da UEL (Bruno, Leticia Sousa, Leticia Santana e Matheus) e as amigas de outras cidades (Kethlyn, Jessica e Gabriella), mesmo de longe, agradeço por serem meu suporte em diversos momentos. Quero mantê-los para sempre na minha vida.

Agradeço muito ao meu orientador, Romildo Moraes, pela paciência e dedicação comigo. Não me deixou desistir e me dizia que *“só os fortes sobrevivem”*.

Aos demais professores do departamento de Ciências Contábeis, bem como a Margarete do PCO, Ana e Marcos do DCC – muito obrigada pelo suporte.

E por fim, mas não menos importante, agradeço a mim, por conseguir me controlar diante das adversidades da vida, mesmo não podendo me dedicar integralmente ao Mestrado, enfrentando as dificuldades e seguindo firme no objetivo que me trouxe até Maringá, na qual hoje sou muito feliz e realizada.

Encerro aqui essa etapa e espero poder ajudar pessoas e organizações com os conhecimentos adquiridos.

Muito obrigada!

“Quem sabe a vida é não sonhar”

(Cássia Eller)

Índice de Tabelas

Tabela 1 - Indicadores de Desempenho: utilização e cálculo.	38
Tabela 2 - Total e percentual segundo o setor de atuação das 201 companhias listadas na B3 entre os anos de 2010 e 2018.	45
Tabela 3 - Total e percentual segundo o segmento das 201 companhias listadas na B3 entre os anos de 2010 e 2018.	46
Tabela 4 - Total e percentual segundo o capital estrangeiro das 201 companhias listadas na B3 entre os anos de 2010 e 2018.	46
Tabela 5 - Total e percentual segundo a quantidade de empregados das 201 companhias listadas na B3 entre os anos de 2010 e 2018.	47
Tabela 6 - Total e percentual segundo a auditoria externa das 201 companhias listadas na B3 entre os anos de 2010 e 2018.	47
Tabela 7 - Total e percentual segundo o número de empregados, capital estrangeiro e auditoria externa com Big Four das 201 companhias listadas na B3 entre os anos de 2010 e 2018.	48
Tabela 8 - Total e percentual das características demográficas dos CEOs das companhias listadas na B3 segundo o número de empregados e a auditoria externa com Big Four no ano de 2010.	49
Tabela 9 - Medidas estatísticas dos indicadores que medem o desempenho econômico-financeiro das 201 empresas listadas na B3 entre os anos de 2010 a 2018.	52
Tabela 10 - Total e percentual segundo o nível educacional dos CEOs das 201 companhias listadas na B3 que compõem a amostra entre os anos de 2010 a 2018.	55
Tabela 11 - Total e percentual segundo o tempo de experiência dos CEOs das 201 companhias listadas na B3 que compõem a amostra entre os anos de 2010 a 2018.	57
Tabela 12 - Total e percentual segundo a experiência internacional dos CEOs das 201 companhias listadas na B3 entre os anos de 2010 a 2018.	59
Tabela 13 - Total e percentual segundo a faixa etária dos CEOs das 201 companhias listadas na B3 entre os anos de 2010 a 2018.	60
Tabela 14 - Total e percentual das companhias listadas na B3, segundo o turnover dos CEOs entre os anos de 2010 a 2018.	61
Tabela 15 - Correlação de Spearman entre dos indicadores de desempenho econômico-financeiro e as características demográficas dos CEOs de companhias brasileiras listadas na B3 no ano de 2010.	62

Tabela 16 - Correlação de Spearman entre dos indicadores de desempenho econômico-financeiro e as características demográficas dos CEOs de companhias brasileiras listadas na B3 no ano de 2011.	62
Tabela 17 - Correlação de Spearman entre dos indicadores de desempenho econômico-financeiro e as características demográficas dos CEOs de companhias brasileiras listadas na B3 no ano de 2012.	63
Tabela 18 - Correlação de Spearman entre dos indicadores de desempenho econômico-financeiro e as características demográficas dos CEOs de companhias brasileiras listadas na B3 no ano de 2013.	63
Tabela 19 - Correlação de Spearman entre dos indicadores de desempenho econômico-financeiro e as características demográficas dos CEOs de companhias brasileiras listadas na B3 no ano de 2014.	63
Tabela 20 - Correlação de Spearman entre dos indicadores de desempenho econômico-financeiro e as características demográficas dos CEOs de companhias brasileiras listadas na B3 no ano de 2015.	64
Tabela 21 - Correlação de Spearman entre dos indicadores de desempenho econômico-financeiro e as características demográficas dos CEOs de companhias brasileiras listadas na B3 no ano de 2016.	65
Tabela 22 - Correlação de Spearman entre dos indicadores de desempenho econômico-financeiro e as características demográficas dos CEOs de companhias brasileiras listadas na B3 no ano de 2017.	65
Tabela 23 - Correlação de Spearman entre dos indicadores de desempenho econômico-financeiro e as características demográficas dos CEOs de companhias brasileiras listadas na B3 no ano de 2018.	66
Tabela 24 - Comparação entre os indicadores de desempenho econômico-financeiro de 2010 com o de 2012 das 36 companhias listadas na B3 que tiveram turnover de CEO no ano de 2011.	68
Tabela 25 - Comparação entre os indicadores de desempenho econômico-financeiro de 2011 com o de 2013 das 23 companhias brasileiras listadas na B3 que tiveram turnover de CEO no ano de 2012.	69
Tabela 26 - Comparação entre os indicadores de desempenho econômico-financeiro de 2012 com o de 2014 das 19 companhias brasileiras listadas na B3 que tiveram turnover de CEO no ano de 2013.	70

Tabela 27 - Comparação entre os indicadores de desempenho econômico-financeiro de 2013 com o de 2015 das 10 companhias brasileiras listadas na B3 que tiveram turnover de CEO no ano de 2014.	72
Tabela 28 - Comparação entre os indicadores de desempenho econômico-financeiro de 2014 com o de 2016 das 10 companhias brasileiras listadas na B3 que tiveram turnover de CEO no ano de 2015.	73
Tabela 29 - Comparação entre os indicadores de desempenho econômico-financeiro de 2015 com o de 2017 das 18 companhias brasileiras listadas na B3 que tiveram turnover de CEO no ano de 2016.	75
Tabela 30 - Comparação entre os indicadores de desempenho econômico-financeiro de 2016 com o de 2018 das 18 companhias brasileiras listadas na B3 que tiveram turnover de CEO no ano de 2017.	76
Tabela 31 - Total, percentual e diferença segundo as características demográficas dos CEOs em 2010 e em 2012 das 36 companhias após o turnover em 2011.	78
Tabela 32 - Comparação das médias e das medianas segundo as características demográficas dos CEOs em 2010 e em 2012 das 36 companhias após o turnover em 2011.	80
Tabela 33 - Comparação da experiência internacional dos CEOs de 2010 para 2012 das 36 companhias após o turnover em 2011.	80
Tabela 34 - Total, percentual e diferença segundo as características demográficas dos CEOs em 2011 e em 2013 das 23 companhias após o turnover em 2012.	81
Tabela 35 - Comparação das médias e das medianas segundo as características demográficas dos CEOs em 2011 e em 2013 das 23 companhias após o turnover em 2012.	82
Tabela 36 - Comparação da experiência internacional dos CEOs de 2011 para 2013 das 23 companhias após o turnover em 2012.	83
Tabela 37 - Total, percentual e diferença segundo as características demográficas dos CEOs em 2012 e em 2014 das 19 companhias após o turnover em 2013.	84
Tabela 38 - Comparação das médias e das medianas segundo as características demográficas dos CEOs em 2012 e em 2014 das 19 companhias após o turnover em 2013.	85
Tabela 39 - Comparação da experiência internacional dos CEOs de 2012 para 2014 das 19 companhias após o turnover em 2013.	85
Tabela 40 - Total, percentual e diferença segundo as características demográficas dos CEOs em 2013 e em 2015 das 10 companhias após o turnover em 2014.	87
Tabela 41 - Comparação das médias e das medianas segundo as características demográficas dos CEOs em 2013 e em 2015 das 10 companhias após o turnover em 2014.	88

Tabela 42 - Comparação da experiência internacional dos CEOs de 2013 para 2015 das 10 companhias após o turnover em 2014.	88
Tabela 43 - Total, percentual e diferença segundo as características demográficas dos CEOs em 2014 e em 2016 das 10 companhias após o turnover em 2015.	90
Tabela 44 - Comparação das médias e das medianas segundo as características demográficas dos CEOs em 2014 e em 2016 das 10 companhias após o turnover em 2015.	91
Tabela 45 - Comparação da experiência internacional dos CEOs de 2014 para 2016 das 10 companhias após o turnover em 2015.	91
Tabela 46 - Total, percentual e diferença segundo as características demográficas dos CEOs em 2015 e em 2017 das 18 companhias após o turnover em 2016.	93
Tabela 47 - Comparação das médias e das medianas segundo as características demográficas dos CEOs em 2015 e em 2017 das 18 companhias após o turnover em 2016.	94
Tabela 48 - Comparação da experiência internacional dos CEOs de 2015 para 2017 das 18 companhias após o turnover em 2016.	94
Tabela 49 - Total, percentual e diferença segundo as características demográficas dos CEOs em 2016 e em 2018 das 21 companhias após o turnover em 2017.	96
Tabela 50 - Comparação das médias e das medianas segundo as características demográficas dos CEOs em 2016 e em 2018 das 21 companhias após o turnover em 2017.	97
Tabela 51 - Comparação da experiência internacional dos CEOs de 2016 para 2018 das 21 companhias após o turnover em 2017.	97

Índice de Ilustrações

Figura 1 - Evolução das Pesquisas Sobre Estratégia Competitiva	24
Figura 2 - Alto Escalão na Tomada de Decisão Estratégica	25
Figura 3 - Poder de Decisão do Alto Escalão.....	27
Figura 4 - Fases da seleção da amostra.	35
Figura 5 - Variáveis Independentes	37
Figura 6 - Variáveis Dependentes.....	39

RESUMO

Estudar o alto escalão e o efeito moderador que esse membro executivo provoca nas organizações passou a ser objeto de pesquisa de forma mais intensificada a partir da publicação da Teoria do Alto Escalão por Hambrick e Mason em 1984. Anteriormente a ela, os estudos baseavam-se apenas na Teoria da Visão Baseada em Recursos (VBR). Com a Teoria do Alto Escalão, a percepção de que as características demográficas dos CEOs, sejam elas perceptíveis ou psicológicas, formam a base cognitiva do executivo e possibilita uma tomada de decisão que favoreça a companhia em que atua. Conforme essas características forem mais elevadas, melhor será o retorno obtido em sua gestão. Nessa dissertação, a busca por analisar a teoria do alto escalão é levada em consideração mediante turnover (ou troca de gestão) do CEO atuante na organização entre os anos de 2010 e 2018. A partir da seleção da amostra, na qual se exclui algumas companhias cujo cumprimento da regra metodológica não ocorreu, tem-se 211 empresas passíveis de análise de *turnover*. Foram encontradas 155 empresas que tiveram troca de gestão dentro do período analisado. Os dados, analisados por meio de métodos estatísticos (Wilcoxon, McNemar e Spearman), mostram que, apesar da teoria explicar e prever que quanto maior e melhor forem as características demográficas dos CEOs melhor será o desempenho da companhia, dentro da amostra de empresas listadas na B3, esse comportamento não é percebido. Os números coletados através da base de dados da Economática® e da BloombergBusinessWeek® em 2020 indicam que, além de não aceitar a hipótese da pesquisa atrelada à Teoria do Alto Escalão, as características do CEO sucessor podem ser menores do que o CEO anterior, demonstrando que a escolha do sucessor pode não estar pautada em currículo. Conhecer as características do alto escalão a partir do turnover e a relação com o desempenho da companhia colabora para estudar a teoria de base em diferentes ambientes competitivos. No caso da pesquisa, esse cenário é o Brasil, na qual instabilidades políticas e econômicas interferem diretamente no desempenho das empresas na Bolsa de Valores e na troca de gestão.

Palavras-chave: Alto Escalão, *Turnover*, Sucessor, CEO, Desempenho.

ABSTRACT

Studying the Upper Echelon and the moderating effect who this executive member has on associations started to be the object of research in a more intensified form since the publication of the Upper Echelon Theory by Hambrick and Mason in 1984. Previously, studies were based only in Theory of Resource Based View (VBR). With the Upper Echelon Theory, the perception that the demographic characteristics of CEOs, whether perceptible or psychological, form a cognitive basis of the executive and enables a decision making that favors the company in which it operates. According to these characteristics, the higher, the better the classification criteria in your management. In this reseach, a search to analyze an Upper Echelon Theory and taken into consideration through the turnover (or change of management) of the CEO working in the organization between the years 2010 and 2018. From the selection of the sample, which excludes some companies whose compliance with the methodological rule did not occur, there are 211 companies subject to turnover analysis. 155 companies were found to have changed management within the analyzed period. The data, course through statistical methods (Wilcoxon, McNemar and Spearman), show that, despite the theory explaining and predicting that the bigger and better the main demographic characteristics of the CEOs, the better the performance of the company, within the sample of listed companies at B3, this behavior is not noticed. The figures collected through the Economática® and BloombergBusinessWeek® database in 2020 indicate that, in addition to not accepting the hypothesis of research linked to the Upper Echelon Theory, as characteristics of the successor CEO they may be smaller than the previous CEO, demonstrating that the choice of successor may not be based on a curriculum. Knowing the characteristics of the Top Management from the turnover and the relationship with the company's performance collaborates to study the basic theory in different competitive environments. In the case of research, this scenario is Brazil, in which political instability and efficiency directly interfere in the performance of companies on the Stock Exchange and in the exchange of management.

Keywords: *Upper Echelon, Turnover, Successor, CEO, Performance.*

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO.....	15
---------------------------	-----------

1.1	Contextualização	15
1.2	Problema de pesquisa.....	18
1.3	Objetivo Geral	19
1.4	Objetivos específicos	19
1.5	Justificativa.....	19
1.6	Delimitação da pesquisa.....	20
1.7	Estrutura do trabalho.....	21
2.	REFERENCIAL TEÓRICO	23
2.1	Visão Baseada em Recursos, Vantagem Competitiva e o Alto Escalão.....	23
2.2	Teoria do Alto Escalão: O CEO, o <i>Turnover</i> e a Influência no Desempenho	27
2.3	Hipótese Teórica da Pesquisa.....	29
2.4	Sustentação da Hipótese da Pesquisa.....	30
2.4.1	Nível Educacional	30
2.4.2	Tempo de Experiência	31
2.4.3	Experiência Internacional	31
2.4.4	Média Etária	32
3.	PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS.....	34
3.1	Classificações dos Métodos da Pesquisa	34
3.2	Seleção da Amostra	34
3.3	Cross-Section da Pesquisa.....	35
3.4	Definições das Variáveis.....	36
3.4.1	Variáveis Independentes	36
3.4.2	Variáveis Dependentes	37
3.5	Organização dos Dados e Testes Estatísticos.....	39
4.	ANÁLISE DOS DADOS	44
4.1	Análise Descritiva.....	44
4.1.1	Análise descritiva das características gerais das 201 companhias brasileiras listadas na B3 que passaram por <i>turnover</i> de CEO entre 2010 e 2018.....	44

4.1.2	Análise descritiva dos indicadores econômico-financeiro das 201 companhias listadas na B3 que compõem a amostra entre os anos de 2010 e 2018.....	51
4.1.3	Análise descritiva das características demográficas dos CEOs das 201 companhias listadas na B3 que compõem a amostra entre os anos de 2010 e 2018.....	54
4.1.4	Análise do <i>Turnover</i>	61
4.2	Correlação de Spearman entre os indicadores de desempenho econômico-financeiro e as características demográficas dos CEOs das companhias brasileiras listadas na B3	62
4.3	Comparações dos indicadores de desempenho econômico-financeiro após turnover dos CEOs das companhias listadas na B3 entre os anos de 2010 e 2018	66
4.3.1	Turnover do CEO no ano de 2011: comparação de desempenho de 2010 com 2012 66	
4.3.2	Turnover do CEO no ano de 2012: comparação de desempenho de 2011 com 2013 68	
4.3.3	Turnover do CEO no ano de 2013: comparação de desempenho de 2012 com 2014 69	
4.3.4	Turnover do CEO no ano de 2014: comparação de desempenho de 2013 com 2015 70	
4.3.5	Turnover do CEO no ano de 2015: comparação de desempenho de 2014 com 2016 72	
4.3.6	Turnover do CEO no ano de 2016: comparação de desempenho de 2015 com 2017 74	
4.3.7	Turnover do CEO no ano de 2017: comparação de desempenho de 2016 com 2018 75	
4.4	Comparação das características demográficas dos CEOs após <i>turnover</i> desses profissionais entre os anos de 2010 e 2018.....	76
4.4.1	<i>Turnover</i> do CEO em 2011: comparação de características demográficas de 2010 com 2012.....	77
4.4.2	<i>Turnover</i> do CEO em 2012: comparação de características demográficas de 2011 com 2013.....	81

4.3.3	<i>Turnover</i> do CEO em 2013: comparação de características demográficas de 2012 com 2014	83
4.4.4	<i>Turnover</i> do CEO em 2014: comparação de características demográficas de 2013 com 2015.....	86
4.4.5	<i>Turnover</i> do CEO em 2015: comparação de características demográficas de 2014 com 2016.....	89
4.4.6	<i>Turnover</i> do CEO em 2016: comparação de características demográficas de 2015 com 2017.....	92
4.4.7	<i>Turnover</i> do CEO em 2017: comparação de características demográficas de 2016 com 2018.....	95
5.	CONCLUSÕES	98
6.	REFERÊNCIAS.....	101

1. INTRODUÇÃO

1.1 Contextualização

A evolução da competitividade e das estratégias empresariais ao longo dos anos traz à tona discussões sobre a gestão e os resultados auferidos pelas empresas. Porter (1991) estudou a estratégia transversal, na qual busca explicar o elo entre as organizações e a performance percebida, reconhecendo que a estrutura do ambiente organizacional numa esfera economicamente competitiva, juntamente com a tomada de decisão das organizações nesse ambiente competitivo, irão moldar o desempenho.

A necessidade pela vantagem competitiva e a compreensão da diferença de desempenho entre empresas, faz com que as pesquisas na área de negócios estejam em constante evolução (Porter, 1991; Hoskisson, Hitt, Wan, & Yiu, 1999; Serra 2013). A busca pelo entendimento dos fatores de desempenho levou ao desenvolvimento da teoria denominada Visão Baseada em Recursos - VBR (do inglês *Resource Based View* – RBV).

A base da VBR advém das pesquisas de Penrose (1959), na qual expõe que a ascensão de uma companhia depende do acesso e a utilização dos recursos. Para Wernerfelt (1984), o pensamento de que algo seja uma força ou fraqueza da firma é considerado um recurso. Em complemento, Barney (1986) aponta que nem todos os recursos são estratégicos, tendo em vista que nem todos geram vantagem competitiva. Portanto, a detenção de recursos estratégicos que geram vantagem competitiva é o que leva as empresas a alcançarem sucesso (Kay, Mckernan & Faulkner, 2003).

Barney (1991) apresenta quatro indicadores empíricos dos potenciais recursos da firma que a levam a vantagem competitiva, sendo valor, consciência, imitabilidade e substituíbilidade, discutindo que a capacidade da entidade em adquirir e administrar esses recursos pode leva-la à vantagem competitiva. Porém, é preciso entender que as organizações são reflexos da trajetória, do contexto histórico e das relações sociais em que elas estão inseridas e que atraem os recursos que podem se tornar fontes de vantagens competitivas.

Para North (1990), a busca pela vantagem competitiva e, conseqüentemente, por melhores resultados nas companhias se dá, inicialmente, pela estrutura de poder da organização, a fim de que esta tome decisões acerca das estratégias para obtenção de lucro. Hoskisson et al. (1999) considera o alto escalão, mais especificamente os *Chiefs Executive*

Officer (CEOs), um recurso estratégico e que estudá-los seria um sub-campo da VBR. A tomada de decisão numa organização leva em conta o processamento de informações e em como essas decisões influenciam o resultado (Serra, 2013).

Como parte do recurso estratégico que uma empresa possa deter para entrar em competitividade, a teoria do alto escalão defende que uma organização é reflexo de sua alta liderança (Hambrick & Mason, 1984), uma vez que este consiste no principal mecanismo de processamento de informações e tomada de decisão, podendo influenciar significativamente no desempenho auferido (Hsu, Chen, & Cheng, 2013). A comunicação dessas informações não se fundamenta apenas na linguagem escrita e falada, mas na sensibilidade observadora, que é a capacidade de entender as situações de forma tácita, sendo que esta é desenvolvida através das experiências e treinamentos vividos (Barnard, 1968).

O papel do alto escalão na formulação de estratégias e no resultado organizacional tem sido alvo de consequentes pesquisas na literatura de administração, economia e contabilidade (Andrade, 2016) tais como Carpenter, Galetkanycz & Sanders (2004); Hambrick (2007); Hiebl (2014); Oppong (2014); Ting, Azizanb & Kweh (2015). Apesar dos estudos relacionarem a importância da gestão de topo, todos eles são sustentados pela premissa de que tanto as estratégias quanto sua eficácia são reflexos dos valores e bases cognitivas de atores poderosos da organização (Hambrick & Mason, 1984). Ao levantar essa hipótese, o estudo de Hambrick e Mason (1984) inicia uma discussão sobre as características demográficas do alto escalão e a influência que elas exercem sobre a vantagem competitiva.

Consideram-se características demográficas aquelas que compõem as perspectivas e conhecimento do ator, tanto os atributos psicológicos quanto os perceptíveis. As características perceptíveis podem ter sido adquiridas através de estudos e vivências do CEO e podem ser medidas e comparadas. Barker e Mueller (2002) argumenta que as características demográficas perceptíveis do CEO podem ter mais valor prático do que as medidas psicológicas quando se trata de tomada de decisão.

Ao utilizarem estudos psicológicos e sociológicos para inaugurar a Teoria do Alto Escalão, Hambrick e Mason (1984) argumentam que as características demográficas (psicológicas e perceptíveis) moldam as percepções e as convicções da gestão de topo e podem ser vistas como substitutas válidas para habilidades cognitivas, valores e conhecimentos, fazendo com que as características do alto escalão sejam reflexos de uma subjacente orientação psicológica e base intelectual, que podem ser correlacionadas ao desempenho obtido. Eisenhardt e Bourgeois (1988) abordam que o processo de tomada de

decisão pelo CEO está relacionado com o comportamento político (interrelacionamento) dentro de um mercado dinâmico e que esse comportamento é moldado com base nas características demográficas particulares de cada indivíduo.

As escolhas feitas pela alta gestão possuem o peso do componente comportamental, refletindo, assim, a idiossincrasia dos processadores de informação e tomadores de decisão (Serra, 2013), sendo natural que as ações exercidas pelos executivos dentro da organização na qual administram, reflitam sua base cognitiva, que envolve: a) conhecimento ou suposições sobre eventos futuros; b) conhecimento de alternativas; e c) conhecimento de consequências associadas às alternativas (Hambrick & Mason, 1984).

Ao retomar a afirmação de que o alto escalão é um recurso estratégico, que gera vantagem competitiva e que é um sub-campo da VBR, considera-se os indicadores de Barney (1991) verdadeiros, na qual a difícil substituição ou imitabilidade de um recurso o tornaria estratégico, agregando valor à empresa que o detém. No entanto, o *turnover* de CEO nos EUA aumentou em 15,6% no período de 1992 e 2005, conforme estudo de Kaplan e Milton (2012). Já no Brasil, os estudos sobre o *turnover* e o impacto dessa decisão ainda são raros (Matos & Colauto, 2017), levando aos questionamentos das motivações que levam as companhias a trocarem seus executivos, uma vez em que são considerados recursos estratégicos, indicando dificuldade em substituição ou imitabilidade.

Herrmann e Datta (2002) examinaram 126 sucessões e 271 eventos de ingresso de CEO no mercado, buscando relação entre as características do sucessor e o modo de escolha do profissional que entrava nas companhias. Constatou nesse estudo que as características perceptíveis possuem maior correlação com o modo de entrada no mercado para companhias que possuem alto desempenho, contrariamente as de baixo desempenho. Adiante, uma pesquisa realizada pela PricewaterhouseCoopers (PwC) em 2016, as empresas brasileiras são as que mais trocam de CEO em comparação ao restante do mundo. Os dados apresentaram que nas empresas brasileiras houve troca de presidentes-executivos e 17,7%, enquanto a média global é de 14,9%, sendo que as divergências constantes entre presidência e conselho de administração explicam a rotatividade.

Portanto, esse estudo questiona se a troca da alta gestão possui impacto positivo com o desempenho auferido nessa sucessão em companhias brasileiras, já que o CEO é considerado um recurso estratégico capaz de entender, estudar situações e tomar decisões para atingir o melhor desempenho e mitigar riscos, usufruindo de estratégias que beneficiem os investimentos feitos na entidade (Hsu, Chen & Cheng, 2013), a fim de dar continuidade às

operações da mesma, tendo na gestão de topo um líder capaz de processar as informações que lhes são repassadas (Sadler-Smith, 2004).

1.2 Problema de pesquisa

Cada vez mais há a busca por recursos capazes de suprir as carências da firma, que sejam capazes de diminuir os riscos associados às atividades e aumentar a rentabilidade econômica para atender as expectativas dos *stakeholders*. Carpenter et al. (2004) acrescentam em sua pesquisa os efeitos dos moderadores poder, processo de equipe, integração e incentivos como variáveis válidas para conceituar as escolhas estratégicas da alta gestão, indicando que CEO é um recurso estratégico da organização e que o resultado dela é reflexo das escolhas tomadas pelos membros do topo hierárquico.

Os CEOs são considerados a figura pública da companhia, induzindo a relação entre o que é falado e o que é feito (Cheung & Jackson, 2012). Dessa forma, sua substituição pode gerar interpretações de inconsistências e instabilidades no mercado atuante (Matos e Colauto, 2017). A inoportunidade desses *turnovers* pode ter duas grandes situações: i) dimensão forçada e ii) dimensão voluntária (Parrino, 1997), mas que, dificilmente, essas motivações são divulgadas (Weisbach, 1988). O que se sabe é que a escolha do sucessor advém de características demográficas particulares dos membros do alto escalão que podem induzir a um melhor resultado financeiro à companhia (Beatty & Zajac, 1987).

Estudos anteriores como de Hambrick e Mason (1984), Finkelstein & Hambrick (1990), McClelland, Liang, & Barker III (2010) e Fischer & Pollock (2004) indicam que as características demográficas (psicológicas e observáveis) influenciam na sucessão de CEOs, na entrada no mercado como integrante da alta gestão e no desempenho das companhias. Baseado na Teoria do Alto Escalão, é possível afirmar que as características demográficas integram a base cognitiva do alto escalão, afetando suas escolhas e fazendo com que estes tomem decisões mediante conhecimentos prévios (Hambrick & Mason, 1984; Hambrick, 2007). Nesse contexto, o desempenho econômico-financeiro das organizações pode ter relação com essas variáveis, indicando que, mediante construção de valores pautados em processamento de informações e tomada de decisões, a alta administração **sucessora** alavanque os resultados auferidos pela companhia.

Diante disso, apresenta-se o seguinte questionamento: **qual a relação entre as características demográficas do alto escalão e o desempenho econômico-financeiro, após o *turnover* de CEO, em companhias listadas na B3?**

1.3 Objetivo Geral

A partir das pesquisas anteriormente citadas, surge a necessidade de estudar a troca de gestão e o desempenho obtido pelo alto escalão sucessor a fim de identificar se há relação entre as características demográficas perceptíveis e o impacto econômico-financeiro após o *turnover*.

Portanto, a pesquisa tem como objetivo geral identificar a relação entre as características demográficas do Alto Escalão e o desempenho econômico-financeiro de companhias listadas na B3, com o olhar inclinado para o *turnover* do CEO.

1.4 Objetivos específicos

Decorrente do objetivo geral da pesquisa proposta por meio desta dissertação desdobram-se os seguintes objetivos específicos:

- a) Identificar se o CEO sucessor possui características demográficas perceptíveis superiores ao mandato anterior; e
- b) Identificar se os indicadores de desempenho tiveram um resultado melhor após o *turnover*.

1.5 Justificativa

Este estudo pretende preencher a lacuna quanto à abordagem de poder do alto escalão e a relação com o desempenho auferido pela companhia de atuação, na qual, nessa pesquisa considera a troca de CEO, não observando os motivos da ocorrência do fato, mas sim no resultado obtido diante de diferentes características entre os Presidentes que atuaram ou atuam na companhia.

Com o olhar voltado para o *turnover* de CEOs em companhias abertas, pode-se encontrar dados que sugerem que o alto escalão é considerado um recurso estratégico da empresa (Carpenter et al., 2004; Hambrick, 2007), atendendo às premissas de ser valioso

(possibilita oportunidades e mitiga riscos), raro (não são facilmente encontrados externamente à companhia), inimitável (imperfeitamente imitável, pois sua essência depende de condições histórias únicas) e não substituível (outro recurso ou conjunto de recursos não supriria sua troca) (Barney, 1991).

Para tanto, o conhecimento acerca das características do alto escalão que mais possuem relação com o desempenho econômico-financeiro e levam a empresa a ter vantagem competitiva, pode fazer com que a escolha do membro para a liderança de topo se dê através de análise de sua orientação psicológica e da base intelectual do agente que irá administrar as tomadas de decisões que ocorrerão na organização (Hambrick e Mason, 1984).

A pesquisa também busca fazer com que a Teoria do Alto Escalão seja vista como uma forma de explicar e prever comportamentos por parte da alta administração com base na análise das características demográficas perceptíveis e não somente psicólogoico-cognitivas, esclarecendo se as companhias brasileiras listadas na B3 consideram o alto escalão um recurso estratégico ou não, indo de encontro à segregação da VBR.

O estudo contribuirá para a Academia por discutir diferentes perfis de gestão no Brasil, integrando os dados com as tendências de níveis educacionais e profissionais dos CEOs, além de discutir a efetividade da Teoria do Alto Escalão em companhias brasileiras. As contribuições para o Mercado serão com indicadores de características dos profissionais atuantes na gestão de topo de grandes organizações e o desempenho gerado por eles, a fim de que as empresas também busquem estudar o componente de características perceptíveis de seus gestores para alcançarem uma melhor performance, obtendo vantagem competitiva em uma economia dinâmica.

1.6 Delimitação da pesquisa

Esta dissertação busca identificar a relação entre as características demográficas da alta gestão das companhias brasileiras e o desempenho econômico-financeiro auferido, com uma visão baseada no *turnover* do CEO entre os anos 2010 a 2018. A delimitação da pesquisa se dá a partir da amostra, que buscar informações padronizadas disponibilizadas através dos relatórios anuais, de acordo com as normas internacionais de contabilidade e com disponíveis na base de dados Economática®, cuja troca do alto escalão tenha ocorrido pelo menos uma vez no intervalo da pesquisa (2011 a 2017). Além disso, a escolha da *cross-section* está

pautada na disponibilidade de informações demográficas na base de dados da BloombergBusinessWeek® para currículos de brasileiros.

Quanto aos aspectos metodológicos, para as características demográficas, a pesquisa delimita a utilização de variáveis que descrevem o alto escalão, proposta por Hambrick e Mason (1984), portanto levam-se em consideração somente as características perceptíveis da alta administração, pois o estudo se limita às informações disponíveis na base de dados da BloombergBusinessWeek®, não sendo realizado nesse estudo a medição das características psicológicas que também compõem a base cognitiva dos membros do *Top Management Team* (TMT).

No que se refere aos indicadores para análise de desempenho econômico-financeiro, a pesquisa restringiu-se a utilizar os que possibilitam serem analisados e comparados por segmentos ou ramos de atividades diferentes (Hoskisson (1987); Kim, Hwang & Burgers (1989)), sendo: endividamento, liquidez corrente, margem EBITDA, margem de lucro, variação do faturamento e variação do lucro líquido.

Os indicadores elencados corroboram a medir o desempenho que, de acordo com o defendido por Wang et al. (2016) é medido através da rentabilidade, crescimento, sobrevivência e eficiência. As variáveis demográficas do alto escalão foram testadas utilizando esses indicadores, estabelecendo assim a possível relação entre elas.

1.7 Estrutura do trabalho

No primeiro capítulo é apresentada a introdução da pesquisa, contextualizando sobre o alto escalão *versus* desempenho econômico-financeiro e em seguida apresenta-se a problemática, questão de pesquisa, objetivo geral e específicos. Ainda nesse capítulo são expostas as justificativas do estudo, encerrando com a delimitação da pesquisa.

No segundo capítulo, é feito um levantamento sobre a literatura do papel do alto escalão na organização, assim como a utilização deste como recurso estratégico e influência no desempenho econômico-financeiro em grandes corporações. São elencadas as principais características e contribuições de estudos anteriores que utilizaram a teoria do alto escalão como medição de desempenho através das características demográficas propostas por Hambrick e Mason (1984). Por fim, é feita apresentada a hipótese da pesquisa junto a sua fundamentação teórica.

O terceiro capítulo apresenta os procedimentos metodológicos que são adotados na pesquisa, como amostra de empresas, método de coleta de dados, dados analisados, modelo estatístico que é utilizado, bem como, as variáveis dependentes e independentes necessárias para conduzir o modelo.

No quarto capítulo, são feitas as análises estatísticas dos dados extraídos das bases com objetivo de responder a questão de pesquisa, para então aceitar ou não a hipótese teórica do estudo. Por fim, ainda nesse capítulo, são discutidos os resultados encontrados atrelados à teoria de base.

No quinto capítulo, as conclusões, contribuições teóricas, limitações e restrições que são encontradas serão apresentadas, sendo encerrado com sugestão para pesquisas futuras.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Visão Baseada em Recursos, Vantagem Competitiva e o Alto Escalão

Diante de um cenário de extrema concorrência na economia capitalista, a sobrevivência de uma empresa depende de diversos fatores, seja eles internos ou externos à própria organização. O estudo inaugural de Penrose (1959) iniciou a discussão a respeito da VBR, na qual defende que ascensão de uma companhia depende do acesso e a utilização dos recursos disponíveis para torná-la única no ambiente de consumo altamente concorrido. Para Wernerfelt (1984), o pensamento de que algo seja uma força ou fraqueza da firma é considerado um recurso, desde que único.

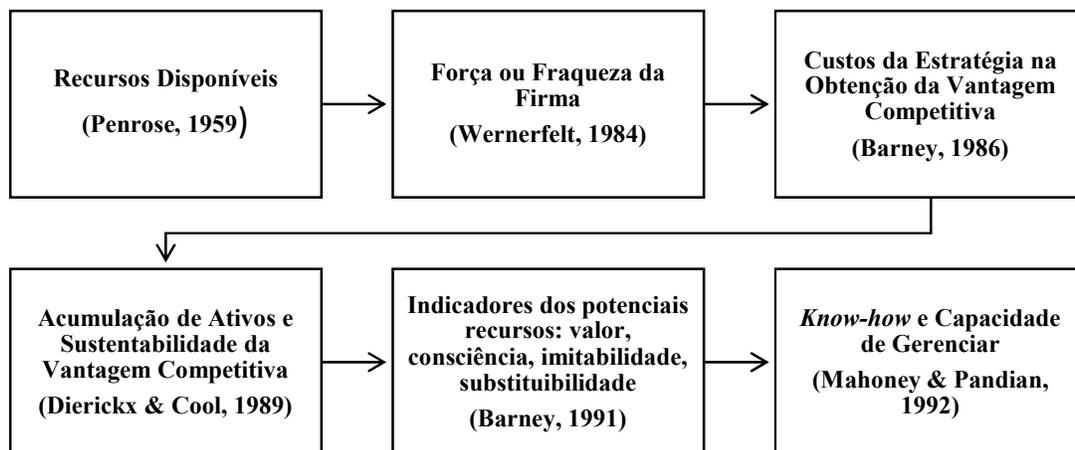
Barney (1986), sendo um dos propulsores da discussão sobre a Visão Baseada em Recursos (VBR), apresenta análises das expectativas e estratégias que as organizações possuem para alcançar a vantagem competitiva. O autor expõe que o pensamento sobre estratégia competitiva não está mais voltado para criação de produtos e serviços em um mercado imperfeitamente competitivos, mas sim nos custos atrelados à essa implementação de estratégias para obter o melhor desempenho possível. Nesse sentido, a pesquisa de Barney acrescenta que, diante de um cenário de custos, analisar as habilidades e capacidades de uma empresa pode ser uma fonte de expectativas mais precisas. Dessa forma, as empresas que buscam desempenho econômico acima da concorrência devem suas habilidades e capacidades únicas, e não apenas seu ambiente competitivo (Barney, 1986).

Dierickx & Cool (1989), em consonância com as pesquisas antecedentes de Barney, investigou as habilidades e capacidades únicas atreladas a acumulação de ativos e a sustentabilidade da vantagem competitiva, alegando que a detenção de ativos e a vantagem competitiva de uma empresa depende da intensidade com que os ativos podem ser substituídos ou imitados. Os autores ainda defendem que a imitabilidade está ligada às características do processo de acumulação de ativos. Mahoney & Pandian (1992) a visão baseada em recursos se encaixa dentro do paradigma da economia organizacional, ou seja, as capacidades únicas das empresas em termos de *know-how* técnico e capacidade gerencial são importantes fontes de recursos que podem resultar em vantagem competitiva a ser sustentada.

Já em 1991, Barney contribuiu para a discussão da vantagem competitiva elencando quatro indicadores empíricos dos potenciais recursos da firma sendo valor, consciência, imitabilidade e substituibilidade, discutindo que a capacidade da entidade em adquirir e administrar esses recursos, para que, assim, obtenha-se vantagem em relação às demais

companhias e, conseqüentemente, desempenho superior. Na Figura 1 é possível verificar a evolução das pesquisas que discutem sobre estratégia competitiva baseada em autores seminais:

Figura 1 - Evolução das Pesquisas Sobre Estratégia Competitiva



Fonte: elaborada pela autora (2020).

Os proponentes da VBR descritas por Barney (1991) assumiram estabilidade no ambiente econômico, mas estes evitaram determinar os valores dos recursos, fazendo destes a caixa preta para as empresas, dificultando o entendimento e o alcance da competitividade e desempenho superior (Priem & Butler, 2001). Os autores ainda defendem que as definições de vantagem deveriam ser examinadas para que haja consistência lógica.

Mesmo diante de críticas aos indicadores de potenciais recursos da firma descritos por Barney em 1986, o próprio autor revisita seu estudo inaugural em 2001 e concorda que há a falta de um modelo para agregar valor aos recursos, mas que é possível determinar quais recursos geram vantagem competitiva para as empresas. Os recursos e suas respectivas descrições são elencados por Barney (1991), sendo capital físico, capital humano e capital organizacional.

O recurso valioso é aquele na qual possibilita mais oportunidades e mitiga riscos em relação ao mercado em que a firma está inserida. O recurso raro não é facilmente encontrado no ambiente externo à companhia. Já o recurso inimitável é imperfeitamente imitável, pois

sua essência está atrelada às condições únicas anteriormente vividas pela firma. Por fim, o recurso não substituível é reconhecido como aquele que não possibilita troca ou ainda, qualquer conjunto de novos recursos não supriria sua falta (Barney, 1991).

Papadakis & Barwise (2002) citaram duas vertentes de estudo sobre estratégia, sendo o papel da administração de topo e a tomada de decisão estratégica. Nesse sentido, é necessário considerar o alto escalão como o recurso estratégico fundamental da firma, pois este direciona ações a serem executadas mediante decisões tomadas, ou seja, decisões estratégicas (Serra, 2013). Diante disso, Serra (2013) ilustra sua fundamentação teórica, indicando que se entende melhor o papel do alto escalão em uma organização, conforme exemplificado na Figura 2.

Figura 2 - Alto Escalão na Tomada de Decisão Estratégica



Fonte: Serra (2013)

Diversas pesquisas buscaram identificar possíveis recursos que seguiriam os preceitos de Barney (1991) de ser valioso, raro, inimitável e não substituível, mas não consideraram utilizar o alto escalão como parte do estudo. Na pesquisa de Collis (1991) foram realizados três estudos de caso em indústrias buscando identificar a estratégia global utilizada para obter recursos e destaque diante da concorrência, na qual os resultados expuseram que os ativos intangíveis adquiridos através de fenômenos sociais é que mais influencia as empresas a deterem vantagem competitiva. O estudo de Bharadwaj (2000) investigou empiricamente a

relação da capacidade da tecnologia da informação e o desempenho da firma, tratando a TI como recurso estratégico e, diante da metodologia aplicada, os resultados indicam que empresas com alta capacidade de TI tendem a ter desempenho financeiro superior às que possuem baixa capacidade de tal recurso.

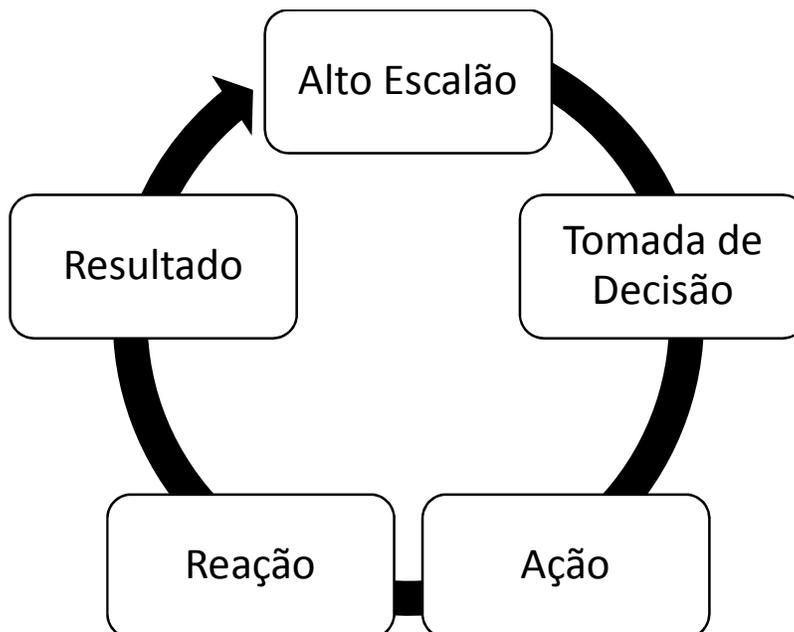
Lederer & Mirchandani (1997) estudaram a ligação entre a estratégia da firma relacionada ao *e-commerce*, indicando que essa forma de comércio gerava competitividade e possível vantagem diante das demais e, como resultado, afirmaram que na amostra, a competitividade foi o recurso mais importante para a estratégia, acima ainda dos custos e novas aplicações. Outras pesquisas que não abordaram o alto escalão como recurso estratégico e geração de vantagem competitiva surgiram ao longo dos anos como Brush & Artz (1999), Clemons & Row (1991), Halawi, McCarthy & Aronson (2006) e Powell & Dent-Micallef (1997).

North (1990) apontou a necessidade da investigação da performance das empresas, enquanto Carrol (1993) buscou explicar a diferença entre as empresas e Porter (1980, 1985) a diferença de desempenho entre elas. North (1990), após longas investigações empíricas, constatou que a estrutura de poder e a tomada de decisão exercida por ela é o que influencia no resultado auferido. Para Porter (1991), estudar a estrutura de poder pode levar a compreensão de que o capital humano é o mais valioso recurso estratégico gerador de vantagem competitiva dentro de um ambiente econômico competitivo.

Sendo assim, a estratégia de uma companhia, qualquer que seja a forma como foi definida, leva em consideração que a tomada de decisão (escolha) tenha sido feita por alguém (Porter, 1991) com poder dentro de uma organização. Dessa forma, entende-se que o alto escalão possui algum poder sobre equipes dentro da organização em que atua e que a hierarquia influencia nos resultados, tendo em vista que a decisão tomada sobre os demais gere ações e reações na firma, indicando que o *decision-maker* possua poder (Hickson, Lee, Schneck, & Pennings, 1971; Macmillan, 1978; Pfeffer, 1981; Finkelstein, 1992).

A Figura 3 representa o ciclo de poder do alto escalão na tomada de decisão e consequente resultado auferido pela companhia:

Figura 3 - Poder de Decisão do Alto Escalão



Fonte: elaborado pela autora com base nos autores citados (2020).

No contexto de influência sobre desempenho advindo do alto escalão, muitas vezes considerado recurso estratégico, Hambrick & Mason (1984) inauguraram a Teoria do Alto Escalão, com o intuito de aprofundar a discussão sobre o poder na tomada de decisão e como ele se constitui.

2.2 Teoria do Alto Escalão: O CEO, o *Turnover* e a Influência no Desempenho

A inauguração da Teoria do Alto Escalão, na qual discute a influência do alto escalão no desempenho, adveio dos autores Hambrick & Mason em 1984. Os autores seguem duas vertentes de análise: i) a tomada de decisão é feita com base em situações que precisam combater; e ii) as decisões tomadas são fundamentadas na base cognitiva e experiências passadas do CEO. As duas vertentes são discutidas no artigo seminal *Upper Echelons: The Organization as a Reflection of Its Top Managers*.

No artigo, Hambrick & Mason (1984) defendem que as características do alto escalão, sejam perceptíveis ou psicológicas, moldam a personalidade dos membros do TMT (*Top Management Team*) e são indicadores válidos para mensuração de habilidades cognitivas que influenciarão na tomada de decisão e consequentemente no resultado da companhia. Os autores classificam as características perceptíveis como aquelas que são facilmente

mensuradas e que colaboram para a base cognitiva do CEO, como idade, tempo de experiência, nível educacional, entre outros. Essas características também são conhecidas como “demográficas”. Já as características psicológicas são relacionadas a valores pessoais, morais e difíceis de mensurar. Segundo Andrade (2016, p. 27), “as pesquisas empíricas têm optado pelas características demográficas porque há uma natural relutância dos executivos seniores a se submeter a uma bateria de testes psicológicos”.

Barker e Mueller (2002) defendem que o papel do CEO é o mais importante no processo de tomada de decisão e que, muitas vezes, os próprios CEOs são os formadores do TMT para a prática da estratégia da empresa. A capacidade de processamento de informações possui relação com a habilidade cognitiva do CEO em receber, interpretar e tomar decisões com as informações que são recebidas (Hsu, Chen & Cheng, 2013; Eisenhardt & Bourgeois, 1988). É nesse sentido de capacidade única de tomar decisões baseada nas informações interpretadas que Hoskisson et. al (1999) considera o CEO um recurso estratégico da organização, com a premissa de que é valioso, raro, inimitável e não substituível e que a perspectiva apresentada por Hambrick & Mason é considerada sub-campo da VBR, mas também uma teoria da administração estratégica.

Selznick (1957) defende que o talento gerencial é considerado um recurso estratégico necessário para todas as situações ligadas às escolhas dentro de uma organização. Mesmo o CEO sendo considerado um recurso estratégico da firma, pelo fato de ser considerado o responsável pelas ações a serem exercidas para obtenção de vantagem competitiva (Miller & Toulouse, 1986; Finkelstein & Hambrick, 1990; Smith et al., 1994; Cannella, Park & Lee, 2008), é também o responsável por articular e alocar os demais recursos estratégicos que a empresa possa deter.

Diante de diversos estudos fundamentados na relação empírica da influência da alta gestão no desempenho organizacional, Sanders e Hambrick (2017) analisaram a aderência ao risco no mercado de ações sob três vertentes, sendo o tamanho do desembolso, variação de potenciais resultados e probabilidade de perda extrema, elencando isso à tomada de decisão do alto escalão. Como resultado, encontraram CEOs geram altos gastos com investimentos e decorrem sempre em altos níveis de oscilação, seja para ganhos ou para perdas. Mackey (2008) estudou a relação do CEO no desempenho das empresas e concluiu com sua amostra que o “efeito CEO” é mais importante do que o efeito da indústria no mercado, porém moderadamente importante em relação ao efeito do segmento de negócio em que está inserido.

Ao dirigir o olhar para a mudança do membro do alto escalão (*turnover*), Beatty e Zajac (1987) analisaram 209 sucessões de CEOs analisando o efeito gerente e o efeito da sucessão no desempenho. Os resultados indicam que os anúncios da troca de CEO reduzem o valor de mercado da empresa e que os CEOs sucessores tendem a influenciar significativamente as decisões de produção e investimentos.

Nas últimas décadas foram efetuadas pesquisas sobre a relação entre o *turnover* de CEO e o desempenho da empresa. Esta relação acarreta em reconhecer há a existência de incentivo para que os CEOs alinhem seus interesses com os dos acionistas, e esta relação, muitas vezes, é considerada negativa (Murphy & Zimmerman, 1993; Kang & Shivdasani, 1995; Huson, Malatesta & Parrino, 2004).

Os estudos que relacionam o *turnover* do CEO como expectativa de melhora no resultado da firma utilizam diferentes métricas de medição de desempenho, sejam elas econômicas ou financeiras. Para Assaf Neto (2012), analisar indicadores econômico-financeiros permite interpretar e relatar a posição econômica da empresa diante do mercado, possibilitando medidas de rentabilidade e geração de valor. Pech et al. (2015) relaciona os indicadores Margem EBITDA e margem de lucro os principais mensuradores de desempenho econômico, enquanto os indicadores liquidez e endividamento mensuram o desempenho financeiro. Ainda, Pech et al. (2015) estabelece que o crescimento do faturamento é a medida mais próxima da realidade da estratégia imposta pela organização. Carvalho et al. (2010) concordam com a utilização dos mesmos indicadores como válidos e significativos para medir o desempenho da firma.

Diante das expectativas dos acionistas quanto as melhores decisões feitas pelo CEO, que levariam as companhias a um melhor resultado, esse estudo busca trazer a relação entre as características demográficas desses indivíduos do alto escalão e o resultado auferido pela companhia antes e após o *turnover*.

2.3 Hipótese Teórica da Pesquisa

A Teoria do alto escalão defende que as características demográficas perceptíveis do CEO influenciam no resultado da companhia (Hambrick e Mason, 1984), ou seja, quanto mais elevadas forem essas características, melhor será o desempenho obtido, a pesquisa testará a hipótese teórica a seguir:

“O desempenho econômico-financeiro da companhia é superior quando há o turnover de CEO, em razão de o sucessor possuir características demográficas superiores ao CEO anterior”.

2.4 Sustentação das Hipóteses Empíricas da Pesquisa

Para a sustentação da hipótese da pesquisa, analisam-se as características demográficas sugeridas pela teoria de base e a relação delas com a expectativa de trazerem melhores resultados às organizações estudadas.

2.4.1 Nível Educacional

Hambrick & Mason (1984) expõe que a maioria das pessoas que tomaram a decisão relacionada aos estudos, foram decisões tomadas de forma consciente e seriamente e que, de certo modo, o indicador de nível educacional pode ser utilizado para medir os valores e preferências de uma pessoa. Hermmann & Datta (2005) indicam que as habilidades cognitivas do CEO voltadas à expansão do raciocínio dão maior capacidade para processar informações e tomar decisões, mesmo diante de riscos. Um nível educacional acima da convencional (educação básica e graduação) para o ambiente em que está inserido influencia em uma maior facilidade às mudanças, riscos e ambiguidades que possam surgir, além de buscarem oportunidades e alternativas com mais frequência do que CEOs com nível educacional mais baixo (Hermmann & Datta, 2005).

Para Goll, Sambharya & Tucci (2001), os executivos com elevado grau de educação tendem a serem mais criativos na geração de soluções diante de adversidades no ambiente organizacional. Em pesquisa, os autores encontraram resultados que confirmam que o nível educacional é positivamente relacionado ao desempenho da empresa. Já para Hsu, Chen & Cheng (2013) o engajamento mais profundo na interpretação de dados e tomada de decisão advém do nível educacional em que o membro do TMT se encontra. Wiersema & Bantel (1992) testaram a variável nível educacional com a mudança de estratégia corporativa e encontraram relação positiva. **Hipótese:** quanto maior o nível educacional, melhor será o desempenho da companhia na gestão do CEO.

2.4.2 Tempo de Experiência

Hermmann & Datta (2005) encontraram que CEO com menor tempo de experiência e de empresa são mais propensos ao entusiasmo de buscar oportunidades para alcançar um melhor desempenho, pois são mais dispostos a assumirem desafios e riscos inerentes à profissão. Andrade (2016) acrescenta os achados de Hermmann & Datta (2005) e afirma que os CEOs com menor tempo de experiência e de empresa são mais comprometidos com o status quo do engajamento de estratégias, pois toleram riscos e induz a obtenção de melhor resultado.

Miller (1991) expõe que executivos com maior tempo de experiência e de empresa passam a ignorar o ambiente externo à empresa, fazendo com que quanto mais tempo essa gestão permaneça no alto escalão, pior será a ligação entre organização, estratégia e ambiente, fazendo com que o desempenho diminuía ao longo do tempo.

Hambrick & Mason (1984) expõem que os CEOs com maior período de tempo de experiência no cargo, seja na atual empresa ou em outras que já atuaram, podem facilitar a comunicação, instituição de normas e procedimentos, linguagem de disseminação de informação e rotinas da corporação, tornando os atos mais coesos (Hambrick & Mason, 1984; Michel & Hambrick, 1992). Goll, Sambharya e Tucci (2001) exploraram dados e constataram que CEO com menor tempo de experiência limita a visão do ambiente competitivo, resultando em pior desempenho, atrelado ao menor compromisso com o status quo, indicando ainda que alta gestão vinda de fora da empresa pode contribuir para um melhor desempenho.

Portanto, esse estudo considera que, igualmente exposta na Teoria do Alto Escalão, na ocorrência de uma troca de CEO, sendo parte integrante do TMT, os executivos com maior tempo de experiência tendem a tomar decisões que mitigam riscos e aumentam o resultado positivo da empresa. Considera-se também que a experiência do alto escalão colabora para a superação de obstáculos que a empresa possa sofrer (Hambrick, 2007).

Hipótese: quanto maior o tempo de experiência, melhor será o desempenho da companhia na gestão do CEO.

2.4.3 Experiência Internacional

A experiência de nascer, estudar ou trabalhar em um país diferente traz um alto impacto na orientação cognitiva do alto escalão e que, ao trazer o conhecimento para o país de

origem, os CEOs são considerados mais bem preparados para os desafios e alcançarão uma vantagem competitiva global (Hermmann & Datta, 2005). Tihanyi et al. (2000) defende que a vivência internacional oferece uma experiência valiosa imensurável aos executivos e que os prepara para orientar a empresa em que atuam, colaborando para o maior desempenho possível. Os autores afirmam ainda que as missões internacionais que a alta gestão participa propiciam contatos que podem ser úteis para facilitar estratégias futuras de uma organização (Tihanyiet al., 2000).

Nummela, Saarenketo & Puumalainen (2004) concluem que a experiência internacional do alto escalão, seja profissional ou educacional, é um dos parâmetros chave para atingir a metas e obter um desempenho superior. Andrade (2016) adverte que, em geral, líderes que defendem o etnocentrismo são menos eficazes, pois assume as características, valores e cultura do país de origem para fazer negócios, sacrificando a resposta local e até mesmo possíveis desenvolvimento de soluções baseadas em organizações ou culturas estrangeiras.

No mesmo sentido, a barreira imposta por alguns CEO para a experiência internacional pode prejudicar o desempenho, pois não consideram o ambiente global como aliado, e sim somente o local (Calof & Beamish, 1994).

Hipótese: se houver experiência internacional, melhor será o desempenho da companhia na gestão do CEO.

2.4.4 Média Etária

Taylor (1975) pesquisou a variável e constatou que há evidências de diminuição de interpretação, capacidade cognitiva, processamento e tomada de decisão em alta gestão com maior média etária, e acrescenta que essa característica pode causar um desempenho inferior em relação a gestores de menor idade devido à dificuldade de organizar as ideias e tomar decisões precisar e rápido.

A idade de um indivíduo deve influenciar a tomada de decisão e as percepções negociais estratégicas (Wiersema & Bantel, 1992) e que isso pode ser visto tanto como indicador de experiência como característica de exposição e assunção de riscos (Hermmann & Datta, 2005). Especificamente, os CEOs mais velhos tendem a ser mais avessos ao risco, insegurança e risco financeiro e de carreira do que CEOs mais jovens.

Pour (2015) considera que a idade do CEO é fundamental para o desempenho da empresa, pois constatou que CEO mais velhos são mais conservadores que os CEO mais jovens, já que os mais novos apresentam comportamentos menos cauteloso, haja visto que acabam divulgando informações confidenciais (Serwinek, 1992; Deshpande, 1997).

Apesar de diferentes achados para essa variável nas pesquisas citadas, a Teoria do Alto Escalão afirma que CEOs com média etária maior possuem uma base cognitiva melhor, formada através das experiências vividas, sendo capaz de tomar decisões baseadas em eventos passados que mitigam grandes perdas às companhias (Hambrick & Mason, 1984). Portanto, nessa pesquisa, define-se que CEOs com maior média etária trará melhores resultados às empresas analisadas.

Hipótese: quanto maior a idade, melhor será o desempenho da companhia na gestão do CEO.

3. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Com o intuito de responder ao problema de pesquisa, esse estudo identifica a relação entre características demográficas do Alto Escalão com o desempenho econômico-financeiro das companhias listadas na B3 após o *turnover* da alta gestão. Para alcançar esse objetivo, métodos de coleta e análise de dados devem ser definidos.

3.1 Classificações dos Métodos da Pesquisa

Considerando o objetivo da pesquisa faz-se necessário que o método seja com abordagem descritiva (Richardson, 2012; Sampieri, Collado, & Lucio, 2013), porque, essencialmente, pretende descrever a relação das características perceptíveis dos CEOs no desempenho das companhias. Será documental (Martins e Theóphilo, 2009), pois utiliza documentos como fonte de dados, informações e evidências. E quantitativa pois busca a mensuração precisa sobre algo, com enfoque comprobatório, teste de hipóteses, medições numéricas e análises estatísticas para comprovar teorias (Richardson, 2012; Sampieri et al., 2013; Cooper & Schindler, 2016).

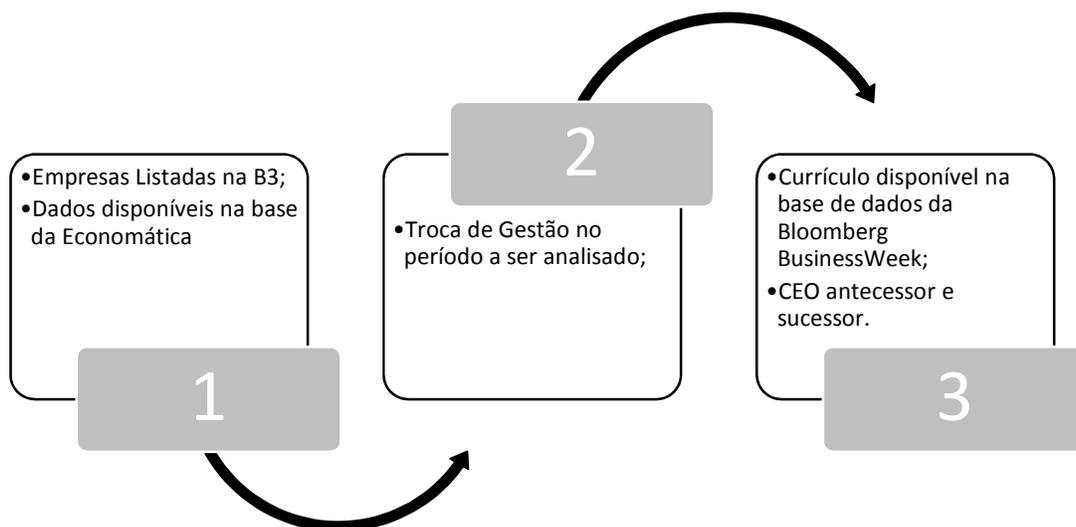
3.2 Seleção da Amostra

Para atender ao objetivo da pesquisa sob a luz da Teoria do Alto Escalão, o estudo selecionou a amostra sob três aspectos: i) empresas listadas; ii) troca de gestão (*turnover*); e iii) currículo disponível. A primeira seleção de amostra contempla apenas empresas listadas na B3 a partir do ano inicial da *cross-section* (2010), desde que estas estejam em pleno funcionamento e operante na Bolsa de Valores até final de 2018. Essa amostra foi feita a partir dos dados disponíveis na base de dados da Economática®, na qual os indicadores explorados na pesquisa já são calculados e estão disponíveis para extração.

Após o primeiro filtro, a segunda seleção da amostra foi feita para que sejam consideradas apenas as companhias que tenham mudança de CEO no período da pesquisa, ou seja, entre 2010 e 2018, desde que o membro que atuou no alto escalão, independente do tempo em que tenha ocupado o cargo na companhia. Os dados dessa segunda etapa serão obtidos através dos *Annual Reports* das empresas listadas, elencando o membro que assinou o Relatório da Administração. Caso esse relatório não tenha o nome de quem assinou (algumas empresas utilizam cargos ou departamentos), essa empresa é excluída da amostra.

A terceira seleção de amostra considera apenas as companhias em que o currículo do alto escalão anterior e sucessor estão disponíveis para consulta na base de dados da Bloomberg BusinessWeek®, com o intuito de extrair as características demográficas que são testadas na pesquisa.

Figura 4 - Fases da seleção da amostra.



Fonte: elaborado pela autora (2020).

3.3 Cross-Section da Pesquisa

O período de análise foi delimitado de 2010 a 2018 para as companhias listadas na B3. Além de ser um período longo para observação documental (*Annual Reports*), com mais anos de demonstrações contábeis encerradas é possível medir o desempenho atrelado às características perceptíveis dos CEOs com mais confiança.

O período está pautado na padronização das informações contábeis pelas empresas brasileiras a partir da adesão às normas internacionais de contabilidade, na qual facilita a extração e análise dos dados. Além disso, muitos dos currículos de CEOs atuantes no Brasil não estavam listados na base de dados da BloombergBusinessWeek® anterior à esse período.

3.4 Definições das Variáveis

Nessa seção serão apresentadas as variáveis para teste para que seja possível responder ao problema de pesquisa. Todas as variáveis descritas estão de acordo com a inauguração da Teria do Alto Escalão escrita por Hambrick e Mason em 1984 e posteriormente revisitadas em 2007 por Hambrick. Os dados demográficos perceptíveis são levantados para cada ano analisado e, portanto, obterá a fotografia da composição do CEO naquele momento, a fim de acompanhar suas variações ao longo dos períodos em que exerceu o cargo na companhia analisada. Procedimento semelhante foi adotado por Wiersema e Bantel (1992) e Andrade (2016). Será considerado como membro do alto escalão o CEO que assinou o Relatório da Administração no *Annual Report* da companhia, publicado na B3.

3.4.1 Variáveis Independentes

As variáveis descritas, bem como a mensuração e estudos anteriores estão de acordo com a pesquisa de Andrade (2016) na qual buscou obter a relação entre o grau de internacionalização e desempenho de empresas multinacionais a partir do efeito moderador das características do alto escalão, pois o estudo tornou-se referência no Brasil quando se pesquisa a influência do alto escalão nas organizações.

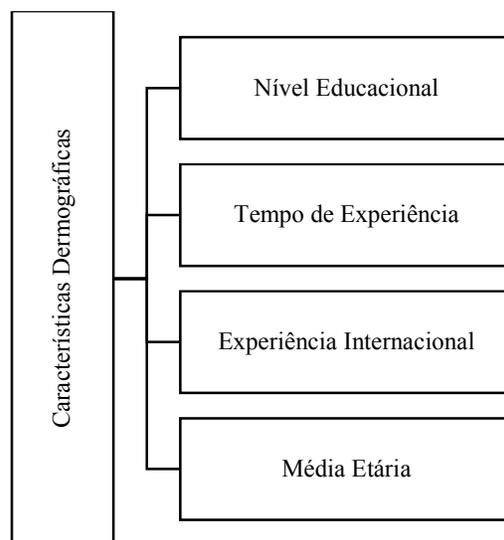
- a) **Nível Educacional (NE):** será mensurado pelo nível mais alto de educação obtido, por exemplo: 1) ensino médio; 2) ensino superior; 3) pós-graduação *latu sensu*; 4) mestrado; e 5) doutorado, da mesma forma realizada em pesquisas anteriores (Bantel & Jackson, 1989; Wiersema & Bantel, 1992; Herrmann & Datta, 2005);
- b) **Tempo de Experiência (TE):** intervalos de tempo em anos em que o membro do alto escalão exerceu o cargo de CEO em qualquer empresa (Herrmann & Datta, 2005), sendo i) até 5 anos, ii) de 6 a 15 anos, iii) 16 a 25 anos, iv) acima de 25 anos.
- c) **Experiência Internacional (EI):** nascimento, estudo e trabalho no exterior serão considerados como experiência internacional (Lee & Park, 2008). Foi utilizado as expressões “sim” no caso do CEO tenha tido qualquer experiência internacional,

independente do tempo, e “não”, caso não tenha tido. Para o teste estatístico, atribuiu-se número 0 para “não” e 1 para “sim”.

- d) Média Etária (ME):** foram calculadas faixas de idade pela média etária de cada membro do alto escalão que atuou ou atua nas organizações analisadas (Herrmann & Datta, 2005). As faixas de idade são i) de 25 a 35 anos, ii) 36 a 50 anos, e iii) acima de 50 anos.

A Figura 5 evidencia, de forma mais visual, as características demográficas perceptíveis do alto escalão que serão tratadas como variáveis independentes para a pesquisa:

Figura 5 - Variáveis Independentes



Fonte: elaborado pela autora (2020).

3.4.2 Variáveis Dependentes

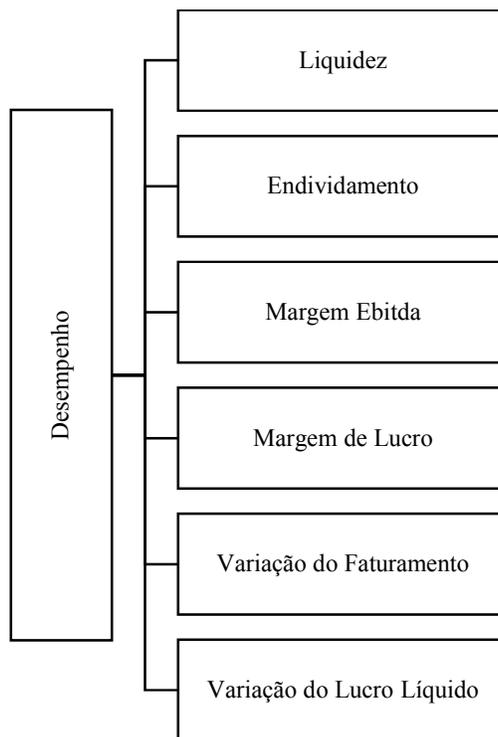
As variáveis dependentes são os indicadores de desempenho limitantes da pesquisa. Os indicadores foram extraídos da base de dados da Economática®, já calculados. Estes, advindo das movimentações contábeis das companhias, colaboram para a tomada de decisão do CEO, levando em consideração a intenção de obter um desempenho superior em comparação as concorrentes e até mesmo a gestão anterior. Para isso, apresenta-se na Tabela 1 o nome do indicador, qual sua utilidade e como é calculado:

Tabela 1 - Indicadores de Desempenho: utilização e cálculo.

Indicador	Utilidade	Cálculo
LIQUIDEZ CORRENTE	Mede a disponibilidade de ativos de alta liquidez em relação aos passivos circulantes. Ou seja, a liquidez mede a disponibilidade de ativos liquidarem cada R\$ 1 de dívida.	Ativo Circulante/Passivo Circulante
ENDIVIDAMENTO	Mede o volume da dívida com terceiros sobre o ativo total da companhia	$[(\text{Passivo Total}/\text{Ativo Total}) * 100]$
MARGEM EBITDA	<i>Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization</i> , ou seja, lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização. É utilizado para medir a geração de recursos com as atividades operacionais da companhia em relação ao faturamento.	$[(\text{Lucro Líquido} + \text{IR} + \text{CSLL} + \text{Resultado Financeiro Líquido} + \text{Depreciação} + \text{Amortização})/\text{Faturamento}]$
MARGEM DE LUCRO	Representa a porcentagem de lucro que a empresa terá na venda de produtos por determinado preço.	$[(\text{Receita de Vendas} - \text{Custos Totais})/\text{Receita de Vendas}]$
CRESCIMENTO DO FATURAMENTO	Pode indicar maior demanda do produto ofertado e/ou aceitação pelo público	$[(\text{Faturamento Atual}/\text{Faturamento Anterior}) - 1]$
CRESCIMENTO DO LUCRO LÍQUIDO	Indica maior rentabilidade da empresa mediante faturamento e investimentos	$[(\text{Lucro Líquido Atual}/\text{Lucro Líquido Anterior}) - 1]$

Fonte: elaborado pela autora (2020).

A Figura 6 apresenta a *proxy* “Desempenho” descrita anteriormente atrelada as variáveis dependentes (indicadores), seja estes de informações econômicas ou financeiras:

Figura 6 - Variáveis Dependentes

Fonte: elaborado pela autora (2020).

3.5 Organização dos Dados e Testes Estatísticos

A partir de dados obtidos no Economática® e no BloombergBusinessWeek®, ambos em 2020, avaliou-se relação entre o alto escalão e o desempenho econômico-financeiro após o *turnover* de CEO (*Chief Executive Officer* ou diretor executivo) de 201 companhias brasileiras listadas na B3 (Brasil – Bolsa – Balcão) entre os anos de 2010 e 2018. Para isso, realizaram-se análises descritivas e comparativas para essas empresas, bem como para os seus desempenhos econômico-financeiros e para as características demográficas dos seus diretores executivos.

No total, havia 441 empresas brasileiras listadas na B3, entretanto, somente em 201 delas os CEOs foram identificados entre os anos de 2010 a 2018, que é a problemática dessa pesquisa. Dessa forma, dentre os dados obtidos no período, estão cinco características gerais das companhias, seis indicadores econômico-financeiros e quatro características demográficas dos CEOs (Economática®, 2020; BloombergBusinessWeek®, 2020).

As informações obtidas no Economática® (2020) abrangiam as características gerais das empresas, dentre elas o setor de atuação, segmento, se é capital estrangeiro, quantidade de

empregados e se passaram por auditoria externa - Big Four em Auditoria e Consultoria: Deloitte, Ernst & Young (EY), KPMG e PricewaterhouseCooper (PwC) – e, além disso, os indicadores que medem o desempenho econômico-financeiro - os percentuais de endividamento, de liquidez, da margem EBITDA (*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*) e da margem de lucro, bem como da faixa percentual do crescimento do faturamento (de -50% a -20%, de -19% a 0%, de 1% a 10%, de 11% a 20%, de 21% a 50% e acima de 50%) e da faixa percentual do crescimento do lucro líquido (de -50% a -20%, de -19% a 0%, de 1% a 10%, de 11% a 20%, de 21% a 50% e acima de 50%). Para os dados das características demográficas dos CEOs (BloombergBusinessWeek®, 2020), foram coletados o nível educacional (especialização, mestrado ou doutorado), o tempo de experiência (em faixas de anos - até 5, de 6 a 15, de 16 a 25 e acima de 25), se tinha ou não experiência internacional e a faixa etária (anos completos - de 25 a 35, de 36 a 50, acima de 50).

A fim de verificar se a empresa teve um resultado melhor nos indicadores diante da mudança de CEO e, se isso possui relação com as características demográficas desse profissional, realizaram-se análises descritivas e comparativas dessas informações a partir das trocas dos CEOs das companhias a partir do ano de 2011. Nessas comparações, os indicadores de desempenho econômico-financeiro e as características demográficas foram avaliados entre o ano anterior e o ano posterior ao *turnover* do diretor executivo. Desse modo, realizaram-se sete comparações entre os períodos de 2010 a 2018, são elas: i) comparação de 2010 com 2012 para *turnover* em 2011; ii) comparação de 2011 com 2013 para *turnover* em 2012; iii) comparação de 2012 com 2014 para *turnover* em 2013; iv) comparação de 2013 com 2015 para *turnover* em 2014; v) comparação de 2014 com 2016 para *turnover* em 2015; vi) comparação de 2015 com 2017 para *turnover* em 2016; e comparação de 2016 com 2018 para *turnover* em 2017.

Analisar e entender um conjunto de dados são fundamentais para se obter informações, e assim, compará-las com outros resultados e tirar conclusões. Na análise descritiva de um conjunto de respostas, podem ser calculadas as medidas de posição e de variabilidade, bem como os percentuais das informações (Bussab & Morettin, 2013). O uso de técnicas gráficas também possibilita uma análise visual do comportamento das informações obtidas.

Para variáveis numéricas, as medidas descritivas de posição, média aritmética e mediana, e de variabilidade, como o desvio padrão, apresentam resultados importantes para

uma pesquisa, além disso, os valores de mínimo e de máximo também informam a dispersão de uma amostra de dados (Bussab & Morettin, 2013, Cap. 3).

A média é uma medida de tendência central para resumir os dados, entretanto ela pode não ser representativa se a dispersão for muito alta, já que seus resultados são afetados valores extremos – essa discrepância pode ser observada pelos valores do mínimo e do máximo – diante disso, pode-se calcular a mediana, por ser uma medida mais robusta do que a média quando a variabilidade é alta (a mediana é a realização que ocupa a posição central da série de observações, quando estão ordenadas em ordem crescente) (Bussab & Morettin, 2013, Cap. 3, p.37).

Para as variáveis qualitativas, a opção é a contagem das quantidades de ocorrências das suas realizações, e na sequência, o cálculo dos seus percentuais, para se obter informações da frequência do atributo em relação ao total observado (Bussab & Morettin, 2013, p.10).

Além da estatística descritiva, o uso de testes, seja para inferências ou comparações, é útil para fazer afirmações a partir de duas ou mais amostras representativas de uma população. Dentre os testes estatísticos, destacam-se os que são para os dados provenientes de alguma distribuição de probabilidade (paramétricos) e, em contrapartida, os que não possuem distribuição definida, denominados como não paramétricos (Bussab & Morettin, 2013; Montgomery, 2013).

A aplicação de testes paramétricos na comparação de duas ou mais amostras dependem dos pressupostos estatísticos, assim, há necessidade de teste de normalidade, como o de Shapiro-Wilk (Shapiro & Wilk, 1965), e de homocedasticidade, como o teste de Bartlett (Bartlett, 1937; Montgomery, 2013, p.84). Para esses testes, se o valor de probabilidade não for significativo (valor- $p > 0,05$), a interpretação é de que há normalidade e as variâncias dos grupos são homogêneas, respectivamente para os testes.

Quando se compara dois grupos observados antes e depois (dados relacionados, emparelhados, pareados ou dependentes) e seus valores são de natureza quantitativa, pode-se utilizar o teste t de Student, se os pressupostos para a estatística paramétrico forem atendidos, caso contrário, o uso de técnicas não paramétricas também é eficaz para a obtenção dos resultados das análises (Smith, 2003, p. 65). A exemplo disso, a comparação de duas variáveis de escala ordinal observadas antes e depois de um tratamento é realizada com o uso de testes baseados em postos, como o de Wilcoxon, que é um teste não paramétrico para postos das diferenças dos dados dependentes, ou seja, para as diferenças das informações obtidas antes e depois (diferenças das observações pós-tratamento menos pré-tratamento), e pode substituir o

teste t de Student para duas amostras dependentes (Morre, et al., 2011, p.881; Bussab & Morettin, 2013, p.391; Hollander; Wolfe; Chicken, 2014, p. 40).

O Teste de McNemar (McNemar, 1947) é um método para avaliar pares combinados de respostas binárias (sim ou não), isso ocorre se a apresentação do resultado estiver disposta em uma tabela de contingência simétrica com dois níveis, ou seja, com o mesmo número de linhas e colunas e, com os mesmos níveis das características, mas em duas situações ou tratamentos distintos (Agresti, 2007, p. 245; Sprent & Smeeton, 2007, p.135).

Nesse trabalho, foram realizadas análises descritivas para as informações referentes as companhias brasileiras listadas na B3, nas quais foram identificadas as características dos CEOs, bem como dos indicadores de desempenho econômico-financeiro dessas empresas e das informações demográficas dos seus CEOs entre os anos de 2010 e 2018. Além disso, os testes mencionados foram aplicados para a comparação dos indicadores e das características demográficas antes e após o *turnover* desses CEOs nas companhias, de acordo com a natureza das respostas.

Para avaliar associações entre duas variáveis, no caso em que as características dos dados forem de escala ordinal, faz-se uso do coeficiente de correlação de Spearman (Spearman, 1904), pois a associação de nível ordinal usa métodos de ordenação de ranks (ou postos) (Kendal, 1938). Essa correlação é computacionalmente equivalente à de Pearson calculado para ranks, pois substituem os dados contínuos originais (Smith, 2003, p. 71; Sprent & Smeeton, 2007, p.286).

A correlação de Spearman entre duas variáveis é igual à correlação de Pearson entre os valores de postos daquelas duas variáveis, além disso, avalia relações lineares ou não (Kendal, 1938). O coeficiente assume valores entre -1 e 1, em que, quanto mais próximo de -1, maior é a correlação negativa entre as duas variáveis analisadas, e quanto mais próximos de 1, maior é a correlação positiva. O valor próximo de 0 (zero) indica que as duas variáveis não dependem linearmente uma da outra, entretanto, pode existir uma outra dependência que seja não linear (Sprent & Smeeton, 2007, p.286).

O coeficiente de correlação de Spearman foi calculado para as relações entre os indicadores de desempenho econômico-financeiro e as características demográficas dos CEOs.

As comparações do ano anterior com ano posterior por meio dos testes de Wilcoxon e do t de Student verificaram se a empresa teve resultados melhores nos indicadores após a mudança de CEO, diante disso, a hipótese estatística para o indicador do endividamento

avaliou se no ano posterior o percentual médio foi menor do que no ano anterior ao *turnover*, já para os demais indicadores as hipóteses testadas serão de que no ano posterior o percentual médio foi maior do que no anterior.

Os indicadores de endividamento, de liquidez, da margem EBITDA e da margem de lucro foram analisados na forma percentual, já as faixas de percentual do crescimento do faturamento e do lucro líquido foram avaliadas de maneira codificada: 1 (um) de -50% a -20%; 2 (dois) de -19% a 0%; 3 (três) de 1% a 10%; 4 (quatro) de 11% a 20%; 5 (cinco) de 21% a 50%; e 6 (seis) acima de 50%.

Os níveis educacionais, os tempos de experiência, e as faixas etárias também foram codificados em ordem numérica crescente da seguinte forma: nos níveis educacionais, 1 (um) para especialização, 2 (dois) para mestrado e 3 (três) para doutorado; para os tempos de experiência (faixas de anos), 1 (um) para até 5 anos, 2 (dois) para de 6 a 15 anos, 3 (três) para de 16 a 25 anos e 4 (quatro) para acima de 25 anos de experiência; e para a faixa etária (faixas de anos), 1 (um) de 25 a 35 anos, 2 (dois) de 36 a 50 e 3 (três) para acima de 50 anos.

Realizaram-se os testes de normalidade e de homocedasticidade para os quatro indicadores de desempenho econômico-financeiro das empresas, já que estavam em valores fracionários. O teste t de Student para dados pareados foi aplicado naqueles indicadores cujos pressupostos da estatística paramétrica tivessem sido atendidos e o teste de Wilcoxon para os dois demais indicadores, bem como para as variáveis demográficas. Esses testes foram utilizados para comparar o ano antecedente a mudança de CEO com o ano posterior, pois essas informações são relacionadas, ou seja, as características das mesmas companhias foram avaliadas antes e depois do *turnover*.

O teste de McNemar foi aplicado para a experiência internacional, pois essa variável possui somente dois níveis de respostas, “sim” e “não”. O valor 0 (zero) foi usado para a codificação das respostas “não” e 1 (um) para as respostas “sim”.

Todos os testes mencionados foram realizados ao nível de 5% de significância e as análises feitas no Software R (R Core Team, 2020).

4. ANÁLISE DOS DADOS

4.1 Análise Descritiva

Foram realizadas análises descritivas das características gerais, do desempenho econômico-financeiro (Economática®, 2020) e dos dados demográficos dos CEOs (BloombergBusinessWeek®, 2020) de 201 companhias da amostra entre os anos de 2010 a 2018.

4.1.1 Análise descritiva das características gerais das 201 companhias brasileiras listadas na B3 que passaram por *turnover* de CEO entre 2010 e 2018

Nas Tabelas 2, 3, 4, 5, 6 e 7 estão as informações descritivas (total e percentual) das características gerais das empresas na amostra, são elas: o setor de atuação, segmento, se possui capital estrangeiro, quantidade de empregados e se passaram por auditoria externa de *Big Four*: Deloitte, Ernst & Young (EY), KPMG e PricewaterhouseCooper (PwC).

Quanto ao setor de atuação (Tabela 2), observou-se que a grande maioria das companhias, atuam nos setores de consumo cíclico (25,4%), financeiro (21,4%), bens industriais (15,9%) e utilidade pública (14,4%), somando 77,1% das empresas listadas na B3, as demais são de outros setores (22,9%).

Tabela 2 - Total e percentual segundo o setor de atuação das 201 companhias listadas na B3 entre os anos de 2010 e 2018.

Setor de atuação	Número de companhias	Percentual
Consumo cíclico	51	25,4
Financeiro	43	21,4
Bens industriais	32	15,9
Utilidade pública	29	14,4
Consumo não cíclico	11	5,5
Materiais básicos	11	5,5
Saúde	8	4,0
Petróleo, gás e biocombustíveis	3	1,5
Comunicação	2	1,0
Tecnologia da informação	2	1,0
Outros	9	4,5
Total	201	100,0

Fonte: Economática®, 2020.

Para o segmento das companhias listadas na B3 (Tabela 3), tem-se que quase a metade delas pertence à categoria outros, 47,2%, que englobam os BDR Níveis 1, 2 e 3, e BDR Não Patrocinado. Outra parcela importante é Cia. Novo Mercado, com 29,8% das empresas listadas, já as Cia. Balcão Org. Tradicional, Cia. Nível 2 de Governança Corporativa, Cia. Nível 1 de Governança Corporativa, Cia. Bovespa Mais e Cia. Bovespa Mais Nível 2 somam 22,8% dos segmentos.

Tabela 3 - Total e percentual segundo o segmento das 201 companhias listadas na B3 entre os anos de 2010 e 2018.

Segmento das Companhias	Número de companhias	Percentual
Cia. Novo Mercado	60	29,8
Cia. Balcão Org. Tradicional	15	7,5
Cia. Nível 2 de Governança Corporativa	14	7,0
Cia. Nível 1 de Governança Corporativa	12	6,0
Cia. Bovespa Mais	3	1,5
Cia. Bovespa Mais Nível 2	2	1,0
Outros	95	47,2
Total	201	100,0

Fonte: Economática®, 2020.

A Tabela 4 mostra que 156 companhias possuem capital estrangeiro (77,6%) e as demais 45 (22,4%) não possuem investimentos vindos do exterior.

Tabela 4 - Total e percentual segundo o capital estrangeiro das 201 companhias listadas na B3 entre os anos de 2010 e 2018.

Capital estrangeiro	Número de companhias	Percentual
Sim	156	77,6
Não	45	22,4
Total	201	100,0

Fonte: Economática®, 2020.

As informações referentes ao tamanho da empresa (número de empregados) estão na Tabela 5. A grande maioria das companhias listadas na B3 (69,2%) possuem menos de 5 mil empregados e as demais (30,8%) têm 5 mil ou mais colaboradores registrados.

Tabela 5 - Total e percentual segundo a quantidade de empregados das 201 companhias listadas na B3 entre os anos de 2010 e 2018.

Quantidade de Empregados	Número de companhias	Percentual
Menos que 5 mil	139	69,2
5 mil ou mais	62	30,8
Total	201	100,0

Fonte: Economática®, 2020.

A grande maioria das companhias, 159 (79,1%), nunca contratou uma *Big Four* em Auditoria e Consultoria: Deloitte, Ernst & Young (EY), KPMG e PricewaterhouseCooper (PwC), em contrapartida, 20,9% delas já passaram por essa auditoria externa (Tabela 6).

Tabela 6 - Total e percentual segundo a auditoria externa das 201 companhias listadas na B3 entre os anos de 2010 e 2018.

Auditoria Externa	Número de companhias	Percentual
Sim	42	20,9
Não	159	79,1
Total	201	100,0

Fonte: Economática®, 2020.

A Tabela 7 apresenta o total e percentual segundo o número de empregados, capital estrangeiro e auditoria externa das 201 companhias listadas na B3 entre os anos de 2010 e 2018. Observou-se que mais da metade dessas companhias, 114 (56,7%), possuem menos de 5 mil colaboradores, não possuem capital estrangeiro e nunca realizaram alguma auditoria externa com *Big Four*. Em segundo lugar, com 10%, estão 20 empresas com as mesmas características de capital estrangeiro e de auditoria externa, entretanto com cinco mil ou mais funcionários.

Importante notar que, o número de empresas não está distribuído de igual forma nessas características, portanto, as análises subsequentes não levaram em conta o número de empregados, o capital estrangeiro e a auditoria externa como variáveis de controle.

Tabela 7 - Total e percentual segundo o número de empregados, capital estrangeiro e auditoria externa com Big Four das 201 companhias listadas na B3 entre os anos de 2010 e 2018.

Número de Empregados	Capital estrangeiro	Auditoria BigFour	Número de companhias	Percentual
Menos de 5 mil	Sim	Sim	4	2,0
		Não	17	8,5
	Não	Sim	4	2,0
		Não	114	56,7
5 mil ou mais	Sim	Sim	8	4,0
		Não	16	8,0
	Não	Sim	18	9,0
		Não	20	10,0

Fonte: Economática®, 2020.

A exemplo do que foi exposto acima, a Tabela 8 mostra o total e o percentual das características demográficas dos CEOs das companhias listadas na B3 segundo o número de empregados e a auditoria externa no ano de 2010. Nota-se que, os maiores percentuais são para as características demográficas dos funcionários cujas empresas têm menos de cinco mil funcionários e não possuem auditoria externa com *Big Four*, já que essas informações somam 131 companhias (65,2%).

Tabela 8 - Total e percentual das características demográficas dos CEOs das companhias listadas na B3 segundo o número de empregados e a auditoria externa com Big Four no ano de 2010.

Número de Empregados	Auditoria BigFour	Variáveis	Número de companhias	Percentual
Nível educacional				
Menos de 5 mil	Sim	Especialização	3	1,5
		Mestrado	3	1,5
		Doutorado	2	1,0
	Não	Especialização	89	44,3
		Mestrado	32	15,9
		Doutorado	10	5,0
5 mil ou Mais	Sim	Especialização	25	12,4
		Mestrado	3	1,5
		Doutorado	6	3,0
	Não	Especialização	18	9,0
		Mestrado	7	3,5
		Doutorado	3	1,5
Tempo de experiência (anos)				
Menos de 5 mil	Sim	Até 5	4	2,0
		De 6 a 15	2	1,0
		De 16 a 25	1	0,5
		Acima de 25	1	0,5
	Não	Até 5	34	16,9
		De 6 a 15	34	16,9
		De 16 a 25	34	16,9
		Acima de 25	29	14,4
5 mil ou Mais	Sim	Até 5	14	7,0
		De 6 a 15	5	2,5
		De 16 a 25	11	5,5
		Acima de 25	4	2,0
	Não	Até 5	7	3,5
		De 6 a 15	9	4,5
		De 16 a 25	11	5,5
		Acima de 25	1	0,5
Experiência internacional				
Menos de 5 mil	Sim	Sim	4	2,0
		Não	4	2,0

	Não	Sim	89	44,3
		Não	42	20,9
5 mil ou Mais	Sim	Sim	22	10,9
		Não	12	6,0
	Não	Sim	23	11,4
		Não	5	2,5
Faixa etária (anos)				
Menos de 5 mil	Sim	De 25 a 35	4	2,0
		De 36 a 50	3	1,5
		Acima de 50	1	0,5
	Não	De 25 a 35	34	16,9
		De 36 a 50	61	30,3
		Acima de 50	36	17,9
5 mil ou Mais	Sim	De 25 a 35	14	7,0
		De 36 a 50	15	7,5
		Acima de 50	5	2,5
	Não	De 25 a 35	7	3,5
		De 36 a 50	16	8,0
		Acima de 50	5	2,5

Fonte: Economática®, 2020. e BloombergBusinessWeek®, 2020.

4.1.2 Análise descritiva dos indicadores econômico-financeiro das 201 companhias listadas na B3 que compõem a amostra entre os anos de 2010 e 2018

Na Tabela 9 estão as medidas estatísticas (valor mínimo, valor máximo, média, mediana e desvio padrão) dos indicadores que medem o desempenho econômico-financeiro das 201 companhias listadas na B3 que compõem a amostra entre os anos de 2010 e 2018, são eles: os percentuais de endividamento, de liquidez, da margem EBITDA e da margem de lucro, e as faixas percentuais do crescimento do faturamento e do crescimento do lucro líquido.

Ao avaliar os indicadores de desempenho econômico-financeiro no período de 2010 a 2018, observa-se que os destaques são para: a menor média percentual de endividamento das companhias foi no ano de 2012, 29,6%, e a maior no ano de 2010, 36,4%; maior percentual médio de liquidez no ano de 2010, 108%, e o ano de 2014 com o menor, 89,4%; maior média de margem EBITDA em 2014, 36,4%, e a menor em 2017, 30,6%; e o maior percentual médio para margem de lucro nos anos de 2012, 2013, 2016 e 2017, 31,7%, e o menor valor em 2010, 28,5%.

Ao avaliar as faixas percentuais codificadas para o crescimento do faturamento e do lucro líquido, tem-se que, em média, esses valores foram de 1% a 10% em todo o período, entretanto, ao observar a mediana, entre os anos de 2010 e 2014, e para o crescimento do faturamento no ano de 2015, conclui-se que até 50% das companhias tem esses faturamentos na faixa de 11% a 30%.

Tabela 9 - Medidas estatísticas dos indicadores que medem o desempenho econômico-financeiro das 201 empresas listadas na B3 entre os anos de 2010 a 2018.

Ano	Indicadores	Medidas estatísticas				
		Mínimo	Máximo	Média	Mediana	Desvio padrão
2010	Endividamento (%)	4,0	87,0	36,4	31,0	19,94
	Liquidez (%)	20,0	285,0	108,0	114,0	44,18
	Margem EBITDA (%)	9,0	74,0	30,8	28,0	16,01
	Margem de lucro (%)	1,0	71,0	28,5	24,0	17,33
	Cresc. do faturamento	1	6	3	4	1,30
	Cresc. do lucro líquido	1	6	3	4	1,30
2011	Endividamento (%)	7,0	89,0	34,5	29,0	19,10
	Liquidez (%)	31,0	285,0	104,6	111,0	43,02
	Margem EBITDA (%)	8,0	89,0	34,9	29,0	18,84
	Margem de lucro (%)	8,0	85,0	34,9	29,0	19,44
	Cresc. do faturamento	1	6	3	4	1,30
	Cresc. do lucro líquido	1	6	3	4	1,25
2012	Endividamento (%)	7,0	74,0	29,6	27,0	15,30
	Liquidez (%)	31,0	285,0	103,4	107,0	45,51
	Margem EBITDA (%)	8,0	89,0	34,9	29,0	18,84
	Margem de lucro (%)	4,0	87,0	37,1	30,0	20,63
	Cresc. do faturamento	1	5	3	4	1,20
	Cresc. do lucro líquido	1	5	3	4	1,15
2013	Endividamento (%)	8,0	89,0	34,9	29,0	18,84
	Liquidez (%)	17,0	202,0	93,9	102,0	42,79
	Margem EBITDA (%)	6,0	85,0	32,3	28,0	17,85
	Margem de lucro (%)	5,0	87,0	37,1	32,0	19,61
	Cresc. do faturamento	1	5	3	4	1,14
	Cresc. do lucro líquido	1	5	3	4	1,11
2014	Endividamento (%)	8,0	81,0	33,0	29,0	16,95
	Liquidez (%)	31,0	256,0	89,4	101,0	35,26
	Margem EBITDA (%)	4,0	87,0	36,4	31,0	19,94
	Margem de lucro (%)	1,0	71,0	28,5	24,0	17,33
	Cresc. do faturamento	1	4	3	4	0,99
	Cresc. do lucro líquido	1	4	3	4	1,13
2015	Endividamento (%)	7,0	85,0	31,9	29,0	16,71
	Liquidez (%)	7,0	210,0	105,7	112,0	40,36
	Margem EBITDA (%)	6,0	85,0	32,3	28,0	17,85
	Margem de lucro (%)	7,0	85,0	32,1	28,0	17,76

	Cresc. do faturamento	2	4	3	3	0,88
	Cresc. do lucro líquido	1	4	3	4	1,13
2016	Endividamento (%)	7,0	85,0	32,0	28,0	17,13
	Liquidez (%)	31,0	202,0	98,6	107,0	43,30
	Margem EBITDA (%)	8,0	89,0	34,9	29,0	18,84
	Margem de lucro (%)	4,0	87,0	37,1	30,0	20,63
	Cresc. do faturamento	2	4	3	3	0,88
	Cresc. do lucro líquido	1	4	3	3	1,11
2017	Endividamento (%)	6,0	85,0	32,6	28,0	17,73
	Liquidez (%)	32,0	197,0	103,4	110,0	38,52
	Margem EBITDA (%)	8,0	74,0	30,6	28,0	16,22
	Margem de lucro (%)	5,0	87,0	37,1	32,0	19,61
	Cresc. do faturamento	2	4	3	3	0,86
	Cresc. do lucro líquido	1	4	3	3	1,11
2018	Endividamento (%)	7,0	84,0	31,4	26,0	17,46
	Liquidez (%)	31,0	256,0	94,9	102,0	39,85
	Margem EBITDA (%)	6,0	85,0	32,3	28,0	17,85
	Margem de lucro (%)	7,0	85,0	32,1	28,0	17,76
	Cresc. do faturamento	2	4	3	3	0,85
	Cresc. do lucro líquido	1	4	3	3	1,09

Fonte: Economática®, 2020.

4.1.3 Análise descritiva das características demográficas dos CEOs das 201 companhias listadas na B3 que compõem a amostra entre os anos de 2010 e 2018

Nas Tabelas 10, 11, 12 e 13 estão as informações descritivas (total e percentual) das características demográficas dos CEOs (BloombergBusinessWeek®, 2020) - o nível educacional (especialização, mestrado ou doutorado), o tempo de experiência (em faixas de anos - até 5, de 6 a 15, de 16 a 25 e acima de 25), se tinha ou não experiência internacional e a faixa etária (anos completos - de 25 a 35, de 36 a 50, acima de 50) - das 201 companhias listadas na B3 que compõem a amostra entre os anos de 2010 e 2018.

Quanto ao nível educacional (Tabela 10), de forma geral, o ano de 2018 é o que apresenta o maior número de companhias cujo CEO possui especialização, 144 (71,6%), o ano de 2013 com mestrado, 47 (23,4%), e o ano de 2011 com doutorado, 22 (10,9%).

No ano de 2010 verificou-se que o número de companhias que apresentava os CEOs com especialização era de 135, o que equivale a 67,2%, já com mestrado, eram 45 empresas (22,4%) e com doutorado eram 21 (10,4%). Para o ano de 2011, 134 (66,7%) das empresas tinham seus diretores executivos com o título e especialização, 45 (22,4%) com o mestrado e 22 (10,9%) com o doutorado. No ano de 2012, 137 (68,2%) tinham especialização, 46 (22,9%) mestrado e 20 (10%) doutorado. Nota-se que, nos anos de 2013, 2014 e 2015, 134 companhias (66,7%) mantiveram os seus CEOs com especialização, já com mestrado, variou de 45 a 47 empresas e com doutorado entre 20 e 21. Para o ano de 2017 e 2018, o número de empresas com seus diretores executivos com especialização aumentou para 139 (69,2%) e para 144 (71,6%), com mestrado reduziu para 43 (21,4%) e 40 (19,9%), e com doutorado diminuiu para 19 (9,5%) e 17 (8,5%), respectivamente para o período.

Tabela 10 - Total e percentual segundo o nível educacional dos CEOs das 201 companhias listadas na B3 que compõem a amostra entre os anos de 2010 a 2018.

Ano	Nível educacional	Número de companhias	Percentual
2010	Especialização	135	67,2
	Mestrado	45	22,4
	Doutorado	21	10,4
2011	Especialização	134	66,7
	Mestrado	45	22,4
	Doutorado	22	10,9
2012	Especialização	137	68,2
	Mestrado	46	22,9
	Doutorado	18	9,0
2013	Especialização	134	66,7
	Mestrado	47	23,4
	Doutorado	20	10,0
2014	Especialização	134	66,7
	Mestrado	47	23,4
	Doutorado	20	10,0
2015	Especialização	134	66,7
	Mestrado	46	22,9
	Doutorado	21	10,4
2016	Especialização	135	67,2
	Mestrado	45	22,4
	Doutorado	21	10,4
2017	Especialização	139	69,2
	Mestrado	43	21,4
	Doutorado	19	9,5
2018	Especialização	144	71,6
	Mestrado	40	19,9
	Doutorado	17	8,5

Fonte: BloombergBusinessWeek®, 2020.

A Tabela 11 apresenta as informações do tempo de experiência dos CEOs (faixas de anos) entre os anos de 2010 e 2018. Observou-se para 2010 que, das 201 companhias, em 59 (29,4%) delas o tempo de experiências dos CEOs era de até 5 anos, em 52 (25,9%) esse

tempo era de 6 a 15 anos, em 55 (27,4%) era de 16 a 25 anos e em 35 (17,4%) era acima de 25 anos. Já no ano de 2011, em pouco mais de um quarto das empresas, 25,9%, o tempo de experiência era de até cinco anos, em 54,2% delas era de 6 a 25 anos e em 19,9% era mais de 25 anos de experiência. Nos anos seguintes, 2012, 2013, 2014 e 2015, os destaques são para: em 2012, 72 empresas (35,8%) têm seus diretores com experiência entre 16 e 25 anos e 38 (18,9%) com acima de 25 anos; em 2013, 60 companhias (29,9%) têm CEOs com experiência entre 16 e 25 anos e 41 (20,4%) acima de 25 anos; em 2014, 59 (29,4%) tem com experiência entre 16 e 25 anos e 42 (20,9%) acima de 25 anos; e, em 2015, 61 delas (30,3%) têm seus diretores com experiência entre 16 e 25 anos e 42 (20,9%) com acima de 25 anos.

Nos anos seguintes, notou-se que as companhias apresentavam CEOs com mais tempo de experiência, assim, reduziu-se o número de diretores com até cinco anos de experiência. Em 2016, 2017 e 2018, das 201 companhias, tem-se para o tempo de experiência dos CEOs que: 32 a 40 delas tinham CEOs com até 5 anos; 48 a 51 empresas com o tempo de 6 a 15 anos; 66 a 69 com tempo de 16 a 25 anos; e, 42 a 52 com mais de 25 anos de experiência.

Tabela 11 - Total e percentual segundo o tempo de experiência dos CEOs das 201 companhias listadas na B3 que compõem a amostra entre os anos de 2010 a 2018.

Ano	Tempo de experiência (anos)	Número de companhias	Percentual
2010	Até 5	59	29,4
	De 6 a 15	52	25,9
	De 16 a 25	55	27,4
	Acima de 25	35	17,4
2011	Até 5	52	25,9
	De 6 a 15	47	23,4
	De 16 a 25	62	30,8
	Acima de 25	40	19,9
2012	Até 5	43	21,4
	De 6 a 15	48	23,9
	De 16 a 25	72	35,8
	Acima de 25	38	18,9
2013	Até 5	47	23,4
	De 6 a 15	53	26,4
	De 16 a 25	60	29,9
	Acima de 25	41	20,4
2014	Até 5	50	24,9
	De 6 a 15	50	24,9
	De 16 a 25	59	29,4
	Acima de 25	42	20,9
2015	Até 5	48	23,9
	De 6 a 15	50	24,9
	De 16 a 25	61	30,3
	Acima de 25	42	20,9
2016	Até 5	40	19,9
	De 6 a 15	53	26,4
	De 16 a 25	66	32,8
	Acima de 25	42	20,9
2017	Até 5	36	17,9
	De 6 a 15	51	25,4
	De 16 a 25	66	32,8
	Acima de 25	48	23,9

2018	Até 5	32	15,9
	De 6 a 15	48	23,9
	De 16 a 25	69	34,3
	Acima de 25	52	25,9

Fonte: BloombergBusinessWeek®, 2020.

Quanto a experiência internacional (Tabela 12), foi observado que mais de 60% das empresas não a exigem dos seus diretores executivos e que, em média, somente 33,2% tem seus CEOs com esse tipo de experiência entre 2010 e 2018.

No período de 2010 a 2018, os destaques são para o ano de 2012, menor no período com número de empresas com CEOs com experiência internacional, 61 (30,3%) e, em contrapartida, o ano de 2016, que tem o maior percentual do período, 35,8%, com o diretor executivo tendo experiência de trabalho fora do Brasil.

Tabela 12 - Total e percentual segundo a experiência internacional dos CEOs das 201 companhias listadas na B3 entre os anos de 2010 a 2018.

Ano	Experiência internacional	Número de companhias	Percentual
2010	Não	138	68,7
	Sim	63	31,3
2011	Não	139	69,2
	Sim	62	30,8
2012	Não	140	69,7
	Sim	61	30,3
2013	Não	140	69,7
	Sim	61	30,3
2014	Não	133	66,2
	Sim	68	33,8
2015	Não	130	64,7
	Sim	71	35,3
2016	Não	129	64,2
	Sim	72	35,8
2017	Não	129	64,2
	Sim	72	35,8
2018	Não	130	64,7
	Sim	71	35,3

Fonte: BloombergBusinessWeek®, 2020.

Para avaliar a faixa etária dos CEOs das companhias brasileiras, a Tabela 13 apresenta o total e o percentual segundo essa característica demográfica. Observou-se que, em todo o período, 2010 a 2018, quase metade das empresas possuem diretores com faixa etária entre 36 e 50 anos, com média percentual de 47,3%. Idades entre 25 e 35 anos estão, em média, em 24,6% das companhias e 28,8% das empresas têm diretores com idades acima de 50 anos.

Tabela 13 - Total e percentual segundo a faixa etária dos CEOs das 201 companhias listadas na B3 entre os anos de 2010 a 2018.

Ano	Faixa etária (anos)	Número de companhias	Percentual
2010	De 25 a 35	59	29,4
	De 36 a 50	95	47,3
	Acima de 50	47	23,4
2011	De 25 a 35	56	27,9
	De 36 a 50	91	45,3
	Acima de 50	54	26,9
2012	De 25 a 35	47	23,4
	De 36 a 50	98	48,8
	Acima de 50	56	27,9
2013	De 25 a 35	52	25,9
	De 36 a 50	98	48,8
	Acima de 50	51	25,4
2014	De 25 a 35	53	26,4
	De 36 a 50	96	47,8
	Acima de 50	52	25,9
2015	De 25 a 35	51	25,4
	De 36 a 50	94	46,8
	Acima de 50	56	27,9
2016	De 25 a 35	47	23,4
	De 36 a 50	94	46,8
	Acima de 50	60	29,9
2017	De 25 a 35	42	20,9
	De 36 a 50	91	45,3
	Acima de 50	68	33,8
2018	De 25 a 35	37	18,4
	De 36 a 50	87	43,3
	Acima de 50	77	38,3

Fonte: BloombergBusinessWeek®, 2020.

4.1.4 Análise do *Turnover*

As informações do *turnover* dos CEOs das 155 companhias foram obtidas a partir do ano de 2011, dessa forma, na Tabela 14 consta o total e o percentual de companhias por ano, entre 2011 e 2018, segundo a troca ou não desse profissional.

Para o ano de 2011, tem-se 17,9% das companhias (36) tiveram troca de CEO, o maior percentual do período, já para 2012 esse percentual é de 11,4% (23 empresas) e no ano de 2013 é de 9,5% (19). Para os anos de 2014 e 2015 o número de empresas que tiveram *turnover* dos seus diretores executivos foi o mesmo, 10, e esse valor representa somente 5%, o menor do período. Nos anos de 2016 e 2018, o número de companhias que mudaram seus diretores também foi o mesmo, 18, o que equivale a 9% do total para esses anos. Por fim, no ano de 2017, 21 empresas tiveram troca dos CEOs (10,4%).

Tabela 14 - Total e percentual das companhias listadas na B3, segundo o turnover dos CEOs entre os anos de 2010 a 2018.

Ano	Turnover	Número de companhias	Percentual
2011	Não	165	82,1
	Sim	36	17,9
2012	Não	178	88,6
	Sim	23	11,4
2013	Não	182	90,5
	Sim	19	9,5
2014	Não	191	95,0
	Sim	10	5,0
2015	Não	191	95,0
	Sim	10	5,0
2016	Não	183	91,0
	Sim	18	9,0
2017	Não	180	89,6
	Sim	21	10,4
2018	Não	183	91,0
	Sim	18	9,0

Fonte: Economática®, 2020.

4.2 Correlação de Spearman entre os indicadores de desempenho econômico-financeiro e as características demográficas dos CEOs das companhias brasileiras listadas na B3

As Tabelas 15 a 23 representam os resultados das correlações de Spearman entre dos indicadores de desempenho econômico-financeiro e as características demográficas dos CEOs de companhias brasileiras listadas na B3 no turnover entre os anos de 2010 e 2018. Os percentuais da significância estão identificados nas informações das legendas das tabelas, e os valores que estiverem sem identificação são não significativos.

Tabela 15 - Correlação de Spearman entre dos indicadores de desempenho econômico-financeiro e as características demográficas dos CEOs de companhias brasileiras listadas na B3 no ano de 2010.

Indicadores	Características demográficas			
	Nível educacional	Tempo de experiência (anos)	Experiência internacional	Faixa etária (anos)
Endividamento (%)	-0,0511	0,0886	0,0419	0,0858
Liquidez (%)	-0,0265	-0,0214	0,0128	-0,0506
Margem EBITDA (%)	0,1427**	0,0647	0,0391	0,0817
Margem de lucro (%)	-0,2090*	-0,0044	-0,0472	-0,0181
Cresc. do faturamento	0,0265	-0,0797	0,1287	-0,0739
Cresc. do lucro líquido	0,0265	-0,0797	0,1287	-0,0739

Fonte: do autor; significativo a: *1%;**5%.

Tabela 16 - Correlação de Spearman entre dos indicadores de desempenho econômico-financeiro e as características demográficas dos CEOs de companhias brasileiras listadas na B3 no ano de 2011.

Indicadores	Características demográficas			
	Nível educacional	Tempo de experiência (anos)	Experiência internacional	Faixa etária (anos)
Endividamento (%)	-0,0123	0,0844	0,0086	0,1014
Liquidez (%)	0,0509	-0,0620	-0,0134	-0,0535
Margem EBITDA (%)	-0,0433	0,0922	-0,0127	0,0867
Margem de lucro (%)	0,0337	0,0666	-0,1242	0,0523
Cresc. do faturamento	-0,0002	-0,0381	0,1034•	-0,0774
Cresc. do lucro líquido	0,0194	-0,0175	0,0890	-0,0349

Fonte: do autor; Legenda: •significativo a 10%.

Tabela 17 - Correlação de Spearman entre dos indicadores de desempenho econômico-financeiro e as características demográficas dos CEOs de companhias brasileiras listadas na B3 no ano de 2012.

Indicadores	Características demográficas			
	Nível educacional	Tempo de experiência (anos)	Experiência internacional	Faixa etária (anos)
Endividamento (%)	-0,1026	0,0391	-0,0315	0,0095
Liquidez (%)	0,0793	-0,0177	-0,0350	-0,1602*
Margem EBITDA (%)	0,0546	0,0777	0,0818	0,0665
Margem de lucro (%)	-0,0667	-0,0168	-0,0499	0,0357
Cresc. do faturamento	0,0156	-0,0368	0,0479	-0,1219•
Cresc. do lucro líquido	0,0382	-0,0456	0,0104	-0,0924

Fonte: do autor; significativo a: *1%; •10%.

Tabela 18 - Correlação de Spearman entre dos indicadores de desempenho econômico-financeiro e as características demográficas dos CEOs de companhias brasileiras listadas na B3 no ano de 2013.

Indicadores	Características demográficas			
	Nível educacional	Tempo de experiência (anos)	Experiência internacional	Faixa etária (anos)
Endividamento (%)	-0,0397	0,0251	0,0202	0,0047
Liquidez (%)	0,0931	-0,1373•	0,0509	-0,1000
Margem EBITDA (%)	0,0645	-0,0121	0,0639	-0,1035
Margem de lucro (%)	0,0500	0,0127	0,0289	-0,0504
Cresc. do faturamento	0,0194	0,0262	0,0314	-0,0348
Cresc. do lucro líquido	0,0293	0,0408	0,0087	-0,0176

Fonte: do autor; •significativo a 10%.

Tabela 19 - Correlação de Spearman entre dos indicadores de desempenho econômico-financeiro e as características demográficas dos CEOs de companhias brasileiras listadas na B3 no ano de 2014.

Indicadores	Características demográficas			
-------------	------------------------------	--	--	--

	Nível educacional	Tempo de experiência (anos)	Experiência internacional	Faixa etária (anos)
Endividamento (%)	-0,0382	-0,0392	0,0041	-0,0088
Liquidez (%)	0,1216•	-0,1164•	0,0697	-0,0413
Margem EBITDA (%)	-0,0508	-0,0448	0,0410	0,0040
Margem de lucro (%)	-0,1581**	0,0366	-0,0934	0,0030
Cresc. do faturamento	0,0878	-0,0457	0,0911	-0,0604
Cresc. do lucro líquido	0,0916	-0,0049	0,0843	-0,0222

Fonte: do autor; significativo a: **5%; •10%.

Tabela 20 - Correlação de Spearman entre dos indicadores de desempenho econômico-financeiro e as características demográficas dos CEOs de companhias brasileiras listadas na B3 no ano de 2015.

Indicadores	Características demográficas			
	Nível educacional	Tempo de experiência (anos)	Experiência internacional	Faixa etária (anos)
Endividamento (%)	0,0002	-0,0376	0,0646	-0,0092
Liquidez (%)	0,0077	-0,0219	-0,1042	-0,0234
Margem EBITDA (%)	0,1049	0,0907	0,0549	0,0916
Margem de lucro (%)	-0,0136	0,0259	0,0042	0,1029
Cresc. do faturamento	0,1041	-0,0607	0,0807	-0,0609
Cresc. do lucro líquido	0,1083	0,0042	0,0594	-0,0181

Fonte: do autor.

Tabela 21 - Correlação de Spearman entre dos indicadores de desempenho econômico-financeiro e as características demográficas dos CEOs de companhias brasileiras listadas na B3 no ano de 2016.

Indicadores	Características demográficas			
	Nível educacional	Tempo de experiência (anos)	Experiência internacional	Faixa etária (anos)
Endividamento (%)	0,0651	-0,0553	0,0422	-0,0446
Liquidez (%)	0,0326	0,0387	-0,0165	0,0785
Margem EBITDA (%)	0,0327	0,0004	0,0393	-0,0161
Margem de lucro (%)	-0,0276	-0,0369	-0,0682	0,0258
Cresc. do faturamento	0,1425**	-0,0534	0,0783	-0,0491
Cresc. do lucro líquido	0,1160	-0,0091	0,0459	-0,0260

Fonte: do autor; significativo a: **5%.

Tabela 22 - Correlação de Spearman entre dos indicadores de desempenho econômico-financeiro e as características demográficas dos CEOs de companhias brasileiras listadas na B3 no ano de 2017.

Indicadores	Características demográficas			
	Nível educacional	Tempo de experiência (anos)	Experiência internacional	Faixa etária (anos)
Endividamento (%)	0,0707	-0,0920	0,0180	-0,0835
Liquidez (%)	0,0423	-0,1623**	-0,0015	-0,1650**
Margem EBITDA (%)	0,0518	0,0350	-0,0907	0,0492
Margem de lucro (%)	0,0478	-0,0117	0,0442	-0,0399
Cresc. do faturamento	0,1577**	-0,0500	0,1018	-0,0357
Cresc. do lucro líquido	0,1130	-0,0004	0,0493	-0,0059

Fonte: do autor; significativo a **5%.

Tabela 23 - Correlação de Spearman entre dos indicadores de desempenho econômico-financeiro e as características demográficas dos CEOs de companhias brasileiras listadas na B3 no ano de 2018.

Indicadores	Características demográficas			
	Nível educacional	Tempo de experiência (anos)	Experiência internacional	Faixa etária (anos)
Endividamento (%)	0,0264	-0,0977	-0,0122	-0,1259•
Liquidez (%)	0,0282	-0,0430	-0,0109	-0,0196
Margem EBITDA (%)	0,0038	0,0548	-0,0950	-0,0141
Margem de lucro (%)	-0,0928	0,0273	0,0173	0,1051
Cresc. do faturamento	0,1811**	-0,0323	0,1059	-0,0591
Cresc. do lucro líquido	0,1261•	-0,0108	0,0697	-0,0095

Fonte: do autor; significativo a: **5%; •10%.

Como as correlações foram baixas e a maioria não significativa, realizaram as comparações dos indicadores e das características demográficas individualmente para cada ano de ocorrência das trocas dos CEOs nas empresas.

4.3 Comparações dos indicadores de desempenho econômico-financeiro após turnover dos CEOs das companhias listadas na B3 entre os anos de 2010 e 2018

As informações do *turnover* dos CEOs das 155 companhias foram obtidas a partir do ano de 2011, assim os resultados e as comparações dos indicadores de desempenho econômico-financeiro serão entre o ano anterior e o ano posterior a essa troca no período de 2010 a 2018. Desse modo, os resultados serão para: 36 companhias em 2011; 23 em 2012; 19 em 2013; 10 em 2014 e 2015; 18 em 2016; 21 em 2017 e 18 em 2018.

4.3.1 Turnover do CEO no ano de 2011: comparação de desempenho de 2010 com 2012

A Tabela 24 apresenta a comparação dos indicadores que medem o desempenho econômico-financeiro das 36 empresas listadas na B3 que tiveram *turnover* de CEO em 2011, logo as diferenças das médias e/ou das medianas se dão para 2010 em comparação com 2012.

Verificou-se que os dados dos quatro indicadores (percentual de endividamento, liquidez, margem EBITDA e margem de lucro) apresentaram normalidade e

homocedasticidade (valores- $p > 0,05$), logo, garante-se o uso do teste t de Student para dados pareados nessas variáveis.

Para o endividamento (valor- $p=0,955$), para a liquidez (valor- $p=0,296$), para o crescimento do faturamento (valor- $p=0,9446$) e para o crescimento do lucro líquido (valor- $p=0,9445$), não há diferença estatística significativa na média percentual desses indicadores ao comparar 2012 em relação a 2010, portanto a troca do CEO não influenciou na redução do endividamento, e nem mesmo nos aumentos da liquidez, dos crescimentos do faturamento e do lucro líquido.

Já para a margem EBITDA (valor- $p=0,0062$) e para a margem de lucro (valor- $p=0,0003$), há aumento médio percentual desses indicadores entre 2010 e 2012, logo, a companhia teve desempenho econômico-financeiro melhor após o *turnover* do CEO. Para a margem EBITDA, o crescimento médio foi de 8,6% e para a margem de lucro o aumento foi de 15,9%.

Tabela 24 - Comparação entre os indicadores de desempenho econômico-financeiro de 2010 com o de 2012 das 36 companhias listadas na B3 que tiveram turnover de CEO no ano de 2011.

Indicadores	2010		2012		Valor-p		
	Média	Mediana	Média	Mediana	Shapiro-Wilk	Bartlett	Teste
Endividamento ¹ (%)	40,3	40	31,7	28,5	0,0549	0,9419	0,9950 ^{ns}
Liquidez ¹ (%)	102,1	109,5	107,9	106,5	0,0537	0,4709	0,2960 ^{ns}
Margem EBITDA ¹ (%)	31,3	26,5	39,9	35,5	0,3685	0,3611	0,0062*
Margem de lucro (%)	26,6	20	42,5	45	0,2109	0,7914	0,0003*
Cresc. do faturamento ²	3,3	4	3,3	4	-	-	0,9446 ^{ns}
Cresc. do lucro líquido ²	3,3	4	3,3	4	-	-	0,9445 ^{ns}

Fonte: autoria própria. Legenda: ¹Teste t de Student; ²Teste de Wilcoxon; ^{ns}não significativo, *1%; **5%.

4.3.2 Turnover do CEO no ano de 2012: comparação de desempenho de 2011 com 2013

A Tabela 25 apresenta a comparação dos indicadores que medem o desempenho econômico-financeiro das 23 empresas brasileira listadas na B3 que tiveram *turnover* de CEO em 2012, logo o aumento ou a redução das médias e/ou das medianas se dão para 2011 em comparação com 2013.

Verificou-se que os dados dos quatro indicadores (percentual de endividamento, liquidez, margem EBITDA e margem de lucro) apresentaram normalidade e homocedasticidade (valores- $p > 0,05$), logo, garante-se o uso do teste t de Student para dados pareados nessas variáveis.

Não ocorreram reduções ou aumentos significativos nas médias ou medianas percentuais desses indicadores ao comparar 2013 em relação a 2011 (valores- $p > 0,05$), portanto a troca do CEO não influenciou no desempenho econômico-financeiro da empresa. Entretanto, ao comparar se o percentual médio da liquidez de 2013 foi menor do que em 2011, verificou-se que essa hipótese foi significativa (valor- $p = 0,0194$), logo, o *turnover* do diretor executivo teve influência negativa nos resultados desse indicador, com valores médios da liquidez indo de 106,5% em 2011 para 82,5% em 2013.

Os percentuais médios do endividamento foram de 32,3% e de 32,8%, da margem EBTIDA de 32,8% e de 31%, e da margem de lucro de 31,8% e de 37,1%, esses valores são respectivos para os anos de 2011 e de 2013. Ao avaliar as faixas de crescimento do faturamento e do lucro líquido, os resultados médios e medianos para ambos os anos foram iguais a 3, ou seja, de 1% a 10%.

Tabela 25 - Comparação entre os indicadores de desempenho econômico-financeiro de 2011 com o de 2013 das 23 companhias brasileiras listadas na B3 que tiveram turnover de CEO no ano de 2012.

Indicadores	2011		2013		Valor-p		
	Média	Mediana	Média	Mediana	Shapiro-Wilk	Bartlett	Testes ^{1,2}
Endividamento ¹ (%)	32,3	30,0	32,8	27	0,4094	0,6445	0,5981 ^{ns}
Liquidez ¹ (%)	106,5	111,0	82,5	56	0,2671	0,9907	0,0194**
Margem EBITDA ¹ (%)	32,8	27,0	31,0	26	0,4861	0,5047	0,6411 ^{ns}
Margem de lucro ¹ (%)	31,8	26,0	37,1	41	0,4648	0,4752	0,1810 ^{ns}
Cresc. do faturamento ²	3	3	3	3	-	-	0,5000 ^{ns}
Cresc. do lucro líquido ²	3	3	3	3	-	-	0,3544 ^{ns}

Fonte: autoria própria. Legenda: ¹Teste t de Student; ²Teste de Wilcoxon; ^{ns}não significativo; **significativo a 5%.

4.3.3 Turnover do CEO no ano de 2013: comparação de desempenho de 2012 com 2014

A Tabela 26 apresenta a comparação dos indicadores que medem o desempenho econômico-financeiro das 19 empresas brasileiras listadas na B3 que tiveram *turnover* de CEO em 2013, logo o aumento ou a redução das médias e/ou das medianas se dão para 2012 em comparação com 2014.

Verificou-se que os dados de três indicadores (percentual de liquidez, margem EBITDA e margem de lucro) apresentaram normalidade e homocedasticidade (valores- $p > 0,05$), logo, garante-se o uso do teste t de Student para dados pareados nessas variáveis. Já para o percentual de endividamento, o teste de Shapiro-Wilk foi significativo (Valor- $p = 0,0005$), portanto utilizou-se o teste de Wilcoxon.

Não ocorreram reduções ou aumentos significativos nas médias ou medianas percentuais desses indicadores ao comparar 2014 em relação a 2012 (valores- $p > 0,05$), portanto a troca do CEO não influenciou no desempenho econômico-financeiro da empresa. Entretanto, ao comparar se o percentual médio da liquidez de 2014 foi menor do que em 2012, verificou-se que essa hipótese foi significativa a 10% (valor- $p = 0,0641$), logo, o *turnover* do diretor executivo teve influência negativa nos resultados desse indicador, com valores médios da liquidez indo de 91,4% em 2012 para 72,7% em 2014.

Os percentuais médios do endividamento foram de 32,5% e de 31,2%, da margem EBTIDA de 34% e de 36,9%, e da margem de lucro de 36,5% e de 29%, esses valores são respectivos para os anos de 2014 e de 2012. Ao avaliar as faixas de crescimento do faturamento e do lucro líquido, os resultados medianos para ambos os anos foram iguais a 2, ou seja, de -19% a 0%.

Tabela 26 - Comparação entre os indicadores de desempenho econômico-financeiro de 2012 com o de 2014 das 19 companhias brasileiras listadas na B3 que tiveram turnover de CEO no ano de 2013.

Indicadores	2012		2014		Valor-p		
	Média	Mediana	Média	Mediana	Shapiro-Wilk	Bartlett	Testes ^{1,2}
Endividamento ² (%)	32,5	27,0	31,2	29,0	0,0005*	0,9178	0,5696 ^{ns}
Liquidez ¹ (%)	91,4	99,0	72,7	64,0	0,2494	0,8925	0,0641•
Margem EBITDA ¹ (%)	34,0	24,0	36,9	31,0	0,6276	0,9395	0,3216 ^{ns}
Margem de lucro (%)	36,5	26,0	29,0	30,0	0,5465	0,5513	0,8672 ^{ns}
Cresc. do faturamento ²	2,4	2	2,5	2	-	-	0,3810 ^{ns}
Cresc. do lucro líquido ²	2,5	2	2,5	2	-	-	0,4936 ^{ns}

Fonte: autoria própria. Legenda: ¹Teste t de Student; ²Teste de Wilcoxon; ^{ns}não significativo, *significativo a 1%; •significativo a 10%

4.3.4 Turnover do CEO no ano de 2014: comparação de desempenho de 2013 com 2015

A Tabela 27 apresenta a comparação dos indicadores que medem o desempenho econômico-financeiro das 10 empresas brasileiras listadas na B3 que tiveram *turnover* de

CEO em 2014, logo o aumento ou a redução das médias e/ou das medianas se dão para 2013 em comparação com 2015.

Verificou-se que os dados dos quatro indicadores (percentual de endividamento, liquidez, margem EBITDA e margem de lucro) apresentaram normalidade e homocedasticidade (valores- $p > 0,05$), logo, garante-se o uso do teste t de Student para dados pareados nessas variáveis.

Ao comparar se o percentual médio do endividamento de 2015 foi menor do que em 2013, verificou-se que essa hipótese foi significativa (valor- $p = 0,0145$), logo, o *turnover* do diretor executivo teve influência positiva nos resultados desse indicador, com valores médios indo de 35,4% em 2013 para 22,8% em 2015.

Não foram observados aumentos significativos nas médias ou medianas percentuais da liquidez (valor- $p = 0,1355$), da margem EBITDA (valor- $p = 0,9551$) e da margem de lucro (valor- $p = 0,1075$) ao comparar 2015 em relação a 2013, portanto a troca do CEO não influenciou nos resultados desses indicadores. Os percentuais médios da liquidez foram de 106,5% e de 82,5%, da margem EBITDA de 32,8% e de 21%, e da margem de lucro de 31,8% e de 37,1%, esses valores são respectivos para os anos de 2011 e de 2013.

Os resultados para a faixa de crescimento do faturamento foram marginalmente significativos, ou seja, ao considerar 10% de significância pelo teste de Wilcoxon, a conclusão seria de que os valores médios ou medianos do ano de 2015 são menores do que no ano de 2013, logo a troca do CEO pode ter influenciado na redução desse indicador no período, cuja faixa mediana foi de 4 (11% a 20%) para 2,5 (entre -19% e 10%). Para as faixas de crescimento do lucro líquido, os resultados medianos foram de 5 (21% a 50%) para 4 (11% a 20%), entretanto, essa redução não foi significativa (valor- $p = 0,1632$).

Tabela 27 - Comparação entre os indicadores de desempenho econômico-financeiro de 2013 com o de 2015 das 10 companhias brasileiras listadas na B3 que tiveram turnover de CEO no ano de 2014.

Indicadores	2013		2015		Valor-p		
	Média	Mediana	Média	Mediana	Shapiro-Wilk	Bartlett	Testes ^{1,2}
Endividamento ¹ (%)	35,4	27,0	22,8	20,5	0,0575	0,3002	0,0145**
Liquidez ¹ (%)	109,8	102,5	126,4	132,5	0,1913	0,2034	0,1355 ^{ns}
Margem EBITDA ¹ (%)	43,3	45,5	46,8	39,5	0,9340	0,8761	0,9551 ^{ns}
Margem de lucro ¹ (%)	44,7	53,0	29,5	22,0	0,3228	0,7560	0,1075 ^{ns}
Cresc. do faturamento ²	3,5	4	3	2,5	-	-	0,0767•
Cresc. do lucro líquido ²	3,6	5	3	4	-	-	0,1632 ^{ns}

Fonte: autoria própria. Legenda: ¹Teste t de Student; ²Teste de Wilcoxon; ^{ns}não significativo; **significativo a 5%; •significativo a 10%.

4.3.5 Turnover do CEO no ano de 2015: comparação de desempenho de 2014 com 2016

A Tabela 28 apresenta a comparação dos indicadores que medem o desempenho econômico-financeiro das 10 empresas brasileiras listadas na B3 que tiveram *turnover* de CEO em 2015, logo o aumento ou a redução das médias e/ou das medianas se dão para 2014 em comparação com 2016.

Verificou-se que os dados dos quatro indicadores (percentual de endividamento, liquidez, margem EBITDA e margem de lucro) apresentaram normalidade e homocedasticidade (valores- $p > 0,05$), logo, garante-se o uso do teste t de Student para dados pareados nessas variáveis.

Não houve reduções ou aumentos significativos nas médias ou medianas percentuais desses indicadores ao comparar 2016 em relação a 2014 (valores- $p > 0,05$), portanto a troca do CEO não influenciou no desempenho econômico-financeiro da empresa.

Os percentuais médios do endividamento foram de 30,8% e de 24,6%, da liquidez de 92,8% e de 98%, da margem EBITDA de 32,9% e de 33%, e da margem de lucro de 30,9% e de 38,1%, esses valores são respectivos para os anos de 2014 e de 2016. Ao avaliar as faixas

de crescimento do faturamento e do lucro líquido, os resultados medianos para ambos os anos foram iguais a 4 (11% a 20%) no período.

Tabela 28 - Comparação entre os indicadores de desempenho econômico-financeiro de 2014 com o de 2016 das 10 companhias brasileiras listadas na B3 que tiveram turnover de CEO no ano de 2015.

Indicadores	2014		2016		Valor-p		
	Média	Mediana	Média	Mediana	Shapiro-Wilk	Bartlett	Testes ^{1,2}
Endividamento ¹ (%)	30,8	27,5	24,6	18,5	0,4693	0,2505	0,1138 ^{ns}
Liquidez ¹ (%)	92,8	100,5	98,0	112,5	0,4955	0,7030	0,3961 ^{ns}
Margem EBITDA ¹ (%)	32,9	25,0	33,0	25,5	0,6481	0,2882	0,4830 ^{ns}
Margem de lucro ¹ (%)	30,9	35,0	38,1	32,0	0,2289	0,9688	0,1741 ^{ns}
Cresc. do faturamento ²	3,6	4	3,2	4	-	-	0,7902 ^{ns}
Cresc. do lucro líquido ²	3,7	4	3,2	4	-	-	0,8711 ^{ns}

Fonte: autoria própria. Legenda: ¹Teste t de Student; ²Teste de Wilcoxon; ^{ns}não significativo.

4.3.6 Turnover do CEO no ano de 2016: comparação de desempenho de 2015 com 2017

A Tabela 29 apresenta a comparação dos indicadores que medem o desempenho econômico-financeiro das 18 empresas brasileiras listadas na B3 que tiveram *turnover* de CEO em 2016, logo o aumento ou a redução das médias e/ou das medianas se dão para 2015 em comparação com 2017.

Verificou-se que os dados dos quatro indicadores (percentual de endividamento, liquidez, margem EBITDA e margem de lucro) apresentaram normalidade e homocedasticidade (valores- $p > 0,05$), logo, garante-se o uso do teste t de Student para dados pareados nessas variáveis.

Não ocorreram reduções ou aumentos significativos nas médias ou medianas percentuais dos indicadores ao comparar 2017 em relação a 2015 (valores- $p > 0,05$), portanto a troca do CEO não influenciou no desempenho econômico-financeiro da empresa.

Os percentuais médios do endividamento foram de 35,6% e de 37,6%, da liquidez de 107,8% e de 92,7%, da margem EBITDA de 26,3% e de 32,1%, e da margem de lucro de 34,1% e de 32,1%, esses valores são respectivos para os anos de 2015 e de 2017. Ao avaliar as faixas de crescimento do faturamento, os resultados medianos foram de 3,5 (1% a 20%) para 4 (11% a 20%), já o crescimento do lucro líquido a mediana reduziu de 4 (11% a 20%) em 2015 para 3 (1% a 10%) em 2017.

Tabela 29 - Comparação entre os indicadores de desempenho econômico-financeiro de 2015 com o de 2017 das 18 companhias brasileiras listadas na B3 que tiveram turnover de CEO no ano de 2016.

Indicadores	2015		2017		Valor-p		
	Média	Mediana	Média	Mediana	Shapiro-Wilk	Bartlett	Testes ^{1,2}
Endividamento ¹ (%)	35,6	29,5	37,6	30,0	0,0667	0,0846	0,7858 ^{ns}
Liquidez ¹ (%)	107,8	115,0	92,7	106,0	0,3505	0,7686	0,1593 ^{ns}
Margem EBITDA ¹ (%)	26,3	25,0	32,1	28,0	0,0652	0,1882	0,1237 ^{ns}
Margem de lucro ¹ (%)	34,1	28,5	32,1	24,0	0,1212	0,1459	0,6380 ^{ns}
Cresc. do faturamento ²	3,3	3,5	3	3	-	-	0,8806 ^{ns}
Cresc. do lucro líquido ²	3,3	4	3	3	-	-	0,1194 ^{ns}

Fonte: autoria própria. Legenda: ¹Teste t de Student; ²Teste de Wilcoxon; ^{ns}não significativo.

4.3.7 Turnover do CEO no ano de 2017: comparação de desempenho de 2016 com 2018

A Tabela 30 apresenta a comparação dos indicadores que medem o desempenho econômico-financeiro das 18 empresas brasileiras listadas na B3 que tiveram *turnover* de CEO em 2017, logo o aumento ou a redução das médias e/ou das medianas se dão para 2016 em comparação com 2018.

Verificou-se que os dados de três indicadores (percentual de liquidez, margem EBITDA e margem de lucro) apresentaram normalidade e homocedasticidade (valores- $p > 0,05$), logo, garante-se o uso do teste t de Student para dados pareados nessas variáveis. Já para o percentual de endividamento, o teste de Shapiro-Wilk foi significativo (Valor- $p = 0,0005$), portanto utilizou-se o teste de Wilcoxon.

Não ocorreram reduções ou aumentos significativos nas médias ou medianas percentuais desses indicadores ao comparar 2018 em relação a 2016 (valores- $p > 0,05$), portanto a troca do CEO não influenciou no desempenho econômico-financeiro da empresa. Entretanto, ao comparar se o percentual médio da margem de lucro de 2016 foi menor do que em 2018, verificou-se que essa hipótese foi significativa (valor- $p = 0,0318$), logo, o *turnover*

do diretor executivo teve influência negativa nos resultados desse indicador, com valores médios indo de 41,3% em 2016 para 31,9% em 2018.

Os percentuais médios do endividamento foram de 26,5% e de 26,4%, da liquidez de 75,2% e de 85,6%, e da margem EBITDA de 29,5% e de 35,5%, esses valores são respectivos para os anos de 2016 e de 2018. Ao avaliar as faixas de crescimento do faturamento, os resultados medianos para ambos os anos foram iguais a 3 (de 1% a 10%), já para o crescimento do lucro líquido, a mediana reduziu de 4 (11% a 20%) em 2016 para 3 (1% a 10%) em 2018.

Tabela 30 - Comparação entre os indicadores de desempenho econômico-financeiro de 2016 com o de 2018 das 18 companhias brasileiras listadas na B3 que tiveram turnover de CEO no ano de 2017.

Indicadores	2016		2018		Valor-p		
	Média	Mediana	Média	Mediana	Shapiro-Wilk	Bartlett	Testes ^{1,2}
Endividamento ² (%)	26,5	21,0	26,4	20,0	0,0029*	0,2651	0,3669 ^{ns}
Liquidez ¹ (%)	75,2	63,0	85,6	99,0	0,1002	0,7625	0,1578 ^{ns}
Margem EBITDA ¹ (%)	29,5	26,0	35,5	30,0	0,4448	0,3288	0,1303 ^{ns}
Margem de lucro ¹ (%)	41,3	46,0	31,9	30,0	0,7959	0,5234	0,0318**
Cresc. do faturamento ²	3	3	2,7	3	-	-	0,9461 ^{ns}
Cresc. do lucro líquido ²	3	4	2,9	3	-	-	0,8972 ^{ns}

Fonte: autoria própria. Legenda: ¹Teste t de Student; ²Teste de Wilcoxon; ^{ns}não significativo, *significativo a 1%; **significativo a 5%.

4.4 Comparação das características demográficas dos CEOs após *turnover* desses profissionais entre os anos de 2010 e 2018

As informações do *turnover* dos CEOs das 155 companhias foram obtidas a partir do ano de 2011, assim os resultados e as comparações das características demográficas dos CEOs serão entre o ano anterior e o ano posterior a essa troca no período de 2010 a 2018. Desse modo, os resultados serão para: 36 companhias em 2011; 23 em 2012; 19 em 2013; 10 em 2014 e 2015; 18 em 2016 e 21 em 2017.

4.4.1 *Turnover* do CEO em 2011: comparação de características demográficas de 2010 com 2012

No ano de 2011, 36 empresas tiveram o *turnover* de seus CEOs, assim, as comparações do nível educacional (especialização, mestrado ou doutorado), do tempo de experiência (faixas de anos), da experiência internacional (sim ou não) e da faixa etária (anos) desses profissionais entre o ano de 2010 com 2012 estão nas Tabelas 31, 32 e 33.

O total, o percentual e a diferença segundo as características demográficas dos CEOs em 2010 e em 2012 das 36 companhias estão na Tabela 31. Ao verificar as diferenças das características demográficas dos CEOs em 2012 em comparação com 2010, tem-se que: houve decréscimo de -13,8% do número de companhias com CEO com título de especialização e aumento de 80% com mestrado; redução de -14,3% das empresas com CEO tendo até 5 anos de experiência e elevação de 20% dos com mais de 25 anos; diminuição de -3,7% dos CEOs com experiência internacional e aumento de 11,1% dos sem essa experiência; e decréscimo de -8,3% das companhias com diretores executivos com idades entre 36 e 50 anos e elevação de 40% nos que têm acima de 50 anos.

Tabela 31 - Total, percentual e diferença segundo as características demográficas dos CEOs em 2010 e em 2012 das 36 companhias após o turnover em 2011.

Variáveis	Ano				Diferença	
	2010		2012		2012-2010	
	Total	%	Total	%	Total	%
Nível educacional						
Especialização	29	80,6	25	69,4	-4	-13,8
Mestrado	5	13,9	9	25,0	4	80,0
Doutorado	2	5,6	2	5,6	0	0,0
Tempo de experiência (anos)						
Até 5	7	19,4	6	16,7	-1	-14,3
De 6 a 15	11	30,6	10	27,8	-1	-9,1
De 16 a 25	13	36,1	14	38,9	1	7,7
Acima de 25	5	13,9	6	16,7	1	20,0
Experiência internacional						
Sim	27	75,0	26	72,2	-1	-3,7
Não	9	25,0	10	27,8	1	11,1
Faixa etária (anos)						
De 25 a 35	7	19,4	7	19,4	0	0,0
De 36 a 50	24	66,7	22	61,1	-2	-8,3
Acima de 50	5	13,9	7	19,4	2	40,0

Fonte: BloombergBusinessWeek®, 2020.

A Tabela 32 apresenta a comparação das médias e das medianas segundo três características demográficas dos CEOs em 2010 e em 2012 das 36 companhias após o *turnover* em 2011 por meio do teste de Wilcoxon ao nível de 5% de significância.

Verificou-se pela tabela que não ocorreram diferenças estatísticas significativas no nível educacional, no tempo de experiência e na faixa etária dos CEOs ao comparar as 36 companhias nos anos de 2010 e 2012, assim, essas características são semelhantes no período avaliado, com valores-p de 0,3107, 0,6206 e 0,7018, respectivamente para as características demográficas.

Na comparação dessas medidas estatísticas, observou-se que houve aumento no valor absoluto de 2012 em comparação com 2010, entretanto, esse aumento não é significativo, o que implica na não influência dessas características demográficas no *turnover* de 2011. Para o nível educacional, a mediana foi igual 1 e a média de 1,25 em 2010 e mediana de 1 e valor

médio de 1,36 em 2012, já para o tempo de experiência, a mediana foi de 2 e a média de 2,44 em 2010 e mediana de 3 e 2,56 de média em 2012, por fim, para a faixa etária, a mediana foi igual 2 e a média de 1,94 em 2010 e, em 2012, os valores da média e da mediana foi o mesmo, 2 (dois).

Tabela 32 - Comparação das médias e das medianas segundo as características demográficas dos CEOs em 2010 e em 2012 das 36 companhias após o turnover em 2011.

Variáveis	Ano				Valor-p
	2010		2012		
	Mediana	Média	Mediana	Média	
Nível educacional	1	1,25	1	1,36	0,3107
Tempo de experiência	2	2,44	3	2,56	0,6206
Faixa etária	2	1,94	2	2,00	0,7018

Fonte: autoria própria. Legenda: Teste de Wilcoxon ao nível de 5% de significância.

Para identificar a evolução da experiência internacional dos diretores executivos, as informações foram individualmente alocadas nas células de uma tabela de contingência, a fim de avaliar a redução ou o aumento do número de companhias em cada nível das variáveis do ano de 2010 para o ano 2012, além disso, realizou-se o teste de McNemar com objetivo de comparar e verificar se houve diferença estatística significativa nessa mudança, ao nível de 5% de significância.

Duas empresas tiveram seus diretores executivos substituídos por aqueles que apresentavam no currículo uma experiência internacional e uma delas preferiu um CEO sem experiência fora do país (Tabela 33), dessa forma, ao realizar a comparação por meio do teste de McNemar, verificou-se que não houve diferença estatística significativa para 2012 em relação a 2010 para a mudança das empresas na contratação de CEOs com experiência internacional, com valor-p=0,9998.

Tabela 33 - Comparação da experiência internacional dos CEOs de 2010 para 2012 das 36 companhias após o turnover em 2011.

Experiência internacional – 2010	Experiência internacional – 2012		Total
	Não	Sim	
Não	8	1	9
Sim	2	25	27
Total	10	26	36

Fonte: BloombergBusinessWeek®, 2020. Legenda: valor-p=0,9998 por meio do Teste de McNemar-Bowker.

4.4.2 *Turnover* do CEO em 2012: comparação de características demográficas de 2011 com 2013

No ano de 2012, 23 empresas tiveram o *turnover* de seus CEOs, assim, as comparações do nível educacional (especialização, mestrado ou doutorado), do tempo de experiência (faixas de anos), da experiência internacional (sim ou não) e da faixa etária (anos) desses profissionais entre o ano de 2011 com 2013 estão nas Tabelas 34, 35 e 36.

O total, o percentual e a diferença segundo as características demográficas dos CEOs em 2011 e em 2013 das 23 companhias estão na Tabela 34. Ao verificar essas discrepâncias no período, tem-se que: não ocorreram mudanças no nível educacional, na experiência internacional e nas faixas de idade desses profissionais; e redução de -14,3% das empresas com CEO tendo de 6 a 15 anos de experiência e elevação de 33,3% dos com mais de 25 anos.

Tabela 34 - Total, percentual e diferença segundo as características demográficas dos CEOs em 2011 e em 2013 das 23 companhias após o turnover em 2012.

Variáveis	Ano				Diferença	
	2011		2013		2012-2010	
	Total	%	Total	%	Total	%
Nível educacional						
Especialização	14	60,9	14	60,9	0	0,0
Mestrado	6	26,1	6	26,1	0	0,0
Doutorado	3	13,0	3	13,0	0	0,0
Tempo de experiência (anos)						
Até 5	8	34,8	8	34,8	0	0,0
De 6 a 15	7	30,4	6	26,1	-1	-14,3
De 16 a 25	5	21,7	5	21,7	0	0,0
Acima de 25	3	13,0	4	17,4	1	33,3
Experiência internacional						
Sim	10	43,5	10	43,5	0	0,0
Não	13	56,5	13	56,5	0	0,0
Faixa etária (anos)						
De 25 a 35	9	39,1	9	39,1	0	0,0
De 36 a 50	9	39,1	9	39,1	0	0,0
Acima de 50	5	21,7	5	21,7	0	0,0

Fonte: BloombergBusinessWeek®, 2020.

A Tabela 35 apresenta a comparação das médias e das medianas segundo três características demográficas dos CEOs em 2011 e em 2013 das 23 companhias após o *turnover* em 2012 por meio do teste de Wilcoxon ao nível de 5% de significância.

Verificou-se pela tabela que não ocorreram diferenças estatísticas significativas no nível educacional, no tempo de experiência e na faixa etária dos CEOs ao comparar as 23 companhias nos anos de 2011 e 2013, assim, essas características são semelhantes no período avaliado, com valores-p de 0,5, 0,4095 e 0,5, respectivamente para as características demográficas.

Para o nível educacional, a mediana foi igual 1 (especialização) e a média de 1,5 nos dois anos avaliados, já para o tempo de experiência, a mediana foi de 2 (de 6 a 15 anos) e a média de 2,1 em 2011 e mediana de 2 e 2,2 de média em 2013, por fim, para a faixa etária, a mediana e a média foram iguais, 2 (de 36 a 50 anos) e 1,8, respectivamente.

Tabela 35 - Comparação das médias e das medianas segundo as características demográficas dos CEOs em 2011 e em 2013 das 23 companhias após o turnover em 2012.

Variáveis	Ano				Valor-p
	2011		2013		
	Mediana	Média	Mediana	Média	
Nível educacional	1	1,5	1	1,5	0,5000 ^{ns}
Tempo de experiência	2	2,1	2	2,2	0,4095 ^{ns}
Faixa etária	2	1,8	2	1,8	0,5000 ^{ns}

Fonte: autoria própria. Legenda: Teste de Wilcoxon ao nível de 5% de significância; ^{ns} não significativo

Para identificar a evolução da experiência internacional dos diretores executivos, as informações foram individualmente alocadas nas células de uma tabela de contingência, a fim de avaliar a redução ou o aumento do ano de 2011 para o ano 2013. A Tabela 36 apresenta que nenhuma empresa substituiu seus diretores executivos pela experiência internacional, dessa forma, não foi realizado o teste de McNemar, pois não há mudança nas informações nos níveis dessa variável. Logo, a experiência profissional fora do Brasil não foi um critério adotado pelas companhias para as contratações dos novos CEOs.

Tabela 36 - Comparação da experiência internacional dos CEOs de 2011 para 2013 das 23 companhias após o turnover em 2012.

Experiência internacional – 2011	Experiência internacional – 2013		Total
	Não	Sim	
Não	13	0	13
Sim	0	10	10
Total	13	10	23

Fonte: BloombergBusinessWeek®, 2020.

4.3.3 *Turnover* do CEO em 2013: comparação de características demográficas de 2012 com 2014

No ano de 2013, 19 empresas tiveram o *turnover* de seus CEOs, assim, as comparações do nível educacional (especialização, mestrado ou doutorado), do tempo de experiência (faixas de anos), da experiência internacional (sim ou não) e da faixa etária (anos) desses profissionais entre o ano de 2012 com 2014 estão nas Tabelas 37, 38 e 39.

O total, o percentual e a diferença segundo as características demográficas dos CEOs em 2012 e em 2014 das 19 companhias estão na Tabela 37. Ao verificar essas discrepâncias no período, tem-se que: houve decréscimo de -33,3% do número de companhias com CEO com título de mestrado e aumento de 6,3% com especialização; redução de -20% das empresas com CEO tendo de 16 a 25 anos de experiência e elevação de 20% de 16 a 25 anos; diminuição de -14,3% dos CEOs com experiência internacional e aumento de 8,3% dos sem esse campo no currículo; e não ocorreram mudanças na variável faixa etária.

Tabela 37 - Total, percentual e diferença segundo as características demográficas dos CEOs em 2012 e em 2014 das 19 companhias após o turnover em 2013.

Variáveis	Ano				Diferença	
	2012		2014		2013-2010	
	Total	%	Total	%	Total	%
Nível educacional						
Especialização	16	84,2	17	89,5	1	6,3
Mestrado	3	15,8	2	10,5	-1	-33,3
Doutorado	0	0,0	0	0,0	0	-
Tempo de experiência (anos)						
Até 5	3	15,8	3	15,8	0	0,0
De 6 a 15	5	26,3	6	31,6	1	20,0
De 16 a 25	5	26,3	4	21,1	-1	-20,0
Acima de 25	6	31,6	6	31,6	0	0,0
Experiência internacional						
Sim	7	36,8	6	31,6	-1	-14,3
Não	12	63,2	13	68,4	1	8,3
Faixa etária (anos)						
De 25 a 35	4	21,1	4	21,1	0	0,0
De 36 a 50	8	42,1	8	42,1	0	0,0
Acima de 50	7	36,8	7	36,8	0	0,0

Fonte: BloombergBusinessWeek®, 2020.

A Tabela 38 apresenta a comparação das médias e das medianas segundo três características demográficas dos CEOs em 2012 e em 2014 das 36 companhias após o *turnover* em 2013 por meio do teste de Wilcoxon ao nível de 5% de significância.

Verificou-se pela tabela que não ocorreram diferenças estatísticas significativas no nível educacional, no tempo de experiência e na faixa etária dos CEOs ao comparar as 36 companhias nos anos de 2012 e 2014, assim, essas características são semelhantes no período avaliado, com valores-p de 0,6821, 0,5602 e 0,5, respectivamente para as características demográficas.

Para o nível educacional, a mediana foi igual 1 (especialização), tanto para 2012 quanto para 2014, e a média de 1,2 e 1,1, respectivamente para os anos, já para o tempo de experiência, a mediana foi de 3 (de 16 a 25 anos) e a média de 2,7 em ambos os anos, por fim,

para a faixa etária, a mediana foi igual 2 (de 36 a 50 anos) e a média de 2,2 em 2012 e em 2014.

Tabela 38 - Comparação das médias e das medianas segundo as características demográficas dos CEOs em 2012 e em 2014 das 19 companhias após o turnover em 2013.

Variáveis	Ano				Valor-p
	2012		2014		
	Mediana	Média	Mediana	Média	
Nível educacional	1	1,2	1	1,1	0,6821 ^{ns}
Tempo de experiência	3	2,7	3	2,7	0,5602 ^{ns}
Faixa etária	2	2,2	2	2,2	0,5000 ^{ns}

Fonte: autoria própria. Legenda: Teste de Wilcoxon ao nível de 5% de significância; ^{ns}não significativo.

Para identificar a redução ou o aumento do número de companhias em cada nível da variável experiência internacional do ano de 2012 para o ano 2014, realizou-se o teste de McNemar com objetivo de comparar e verificar se houve mudança significativa, ao nível de 5%.

Uma empresa teve seu diretor executivo substituído por um profissional com experiência internacional e nas demais não ocorreram mudanças quanto a esse campo do currículo (Tabela 39), dessa forma, mesmo com essa contratação, ao realizar a comparação por meio do teste de McNemar, verificou-se que não houve diferença estatística significativa de 2012 para 2014 quanto a mudança das empresas na contratação de CEOs pela experiência internacional, com valor-p=1.

Tabela 39 - Comparação da experiência internacional dos CEOs de 2012 para 2014 das 19 companhias após o turnover em 2013.

Experiência internacional – 2012	Experiência internacional – 2014		Total
	Não	Sim	
Não	6	1	7
Sim	0	12	12
Total	6	13	19

Fonte: BloombergBusinessWeek®, 2020. Legenda: valor-p=1,000 por meio do Teste de McNemar.

4.4.4 *Turnover* do CEO em 2014: comparação de características demográficas de 2013 com 2015

No ano de 2014, 10 empresas tiveram o *turnover* de seus CEOs, assim, as comparações do nível educacional (especialização, mestrado ou doutorado), do tempo de experiência (faixas de anos), da experiência internacional (sim ou não) e da faixa etária (anos) desses profissionais entre o ano de 2013 com 2015 estão nas Tabelas 40, 41 e 42.

O total, o percentual e a diferença segundo as características demográficas dos CEOs em 2013 e em 2015 das 10 companhias estão na Tabela 40. Ao verificar essas discrepâncias no período, tem-se que: houve decréscimo de -12,5% do número de companhias com CEO com título de especialização e aumento de um profissional com doutorado; redução de -66,7% das empresas com CEO tendo de 6 a 15 anos de experiência e elevação de 150% dos com mais de 25 anos; diminuição de -30% dos CEOs sem experiência internacional e aumento de três profissionais sem essa experiência; e decréscimo de -50% das companhias com diretores executivos com idades entre 36 e 50 anos e elevação de 100% nos que têm acima de 50 anos.

Tabela 40 - Total, percentual e diferença segundo as características demográficas dos CEOs em 2013 e em 2015 das 10 companhias após o turnover em 2014.

Variáveis	Ano				Diferença	
	2013		2015		2014-2010	
	Total	%	Total	%	Total	%
Nível educacional						
Especialização	8	80,0	7	70,0	-1	-12,5
Mestrado	2	20,0	2	20,0	0	0,0
Doutorado	0	0,0	1	10,0	1	-
Tempo de experiência (anos)						
Até 5	2	20,0	2	20,0	0	0,0
De 6 a 15	3	30,0	1	10,0	-2	-66,7
De 16 a 25	3	30,0	2	20,0	-1	-33,3
Acima de 25	2	20,0	5	50,0	3	150,0
Experiência internacional						
Sim	0	0,0	3	30,0	3	-
Não	10	100,0	7	70,0	-3	-30,0
Faixa etária (anos)						
De 25 a 35	4	40,0	4	40,0	0	0,0
De 36 a 50	4	40,0	2	20,0	-2	-50,0
Acima de 50	2	20,0	4	40,0	2	100,0

Fonte: BloombergBusinessWeek®, 2020.

A Tabela 41 apresenta a comparação das médias e das medianas segundo três características demográficas dos CEOs em 2013 e em 2015 das 10 companhias após o *turnover* em 2014 por meio do teste de Wilcoxon ao nível de 5% de significância.

Verificou-se pela tabela que não ocorreram diferenças estatísticas significativas no nível educacional, no tempo de experiência e na faixa etária dos CEOs ao comparar as 10 companhias nos anos de 2013 e 2015, assim, essas características são semelhantes no período avaliado, com valores-p de 0,2743, 0,1445 e 0,3148, respectivamente para as características demográficas.

Na comparação dessas medidas estatísticas, observou-se que houve aumento no valor absoluto de 2015 em comparação com 2013, entretanto, esse aumento não é significativo, o que implica na não influência dessas características demográficas no *turnover* de 2013. Para o nível educacional, a mediana foi igual 1 (especialização) e a média de 1,2 em 2013 e mediana

de 1 e valor médio de 1,4 em 2015, já para o tempo de experiência, a mediana e a média têm valor de 2,5 em 2010 e mediana de 3,5 e média de 3 (acima de 25 anos) em 2015, por fim, para a faixa etária, a mediana foi igual a 2 (de 36 a 50 anos) nos dois anos e a média de 1,8 em 2010 e de 2 em 2014.

Tabela 41 - Comparação das médias e das medianas segundo as características demográficas dos CEOs em 2013 e em 2015 das 10 companhias após o turnover em 2014.

Variáveis	Ano				Valor-p
	2013		2015		
	Mediana	Média	Mediana	Média	
Nível educacional	1	1,2	1	1,4	0,2743 ^{ns}
Tempo de experiência	2,5	2,5	3,5	3,0	0,1445 ^{ns}
Faixa etária	2	1,8	2	2,0	0,3148 ^{ns}

Fonte: autoria própria. Legenda: Teste de Wilcoxon ao nível de 5% de significância; ^{ns}não significativo.

Para identificar a redução ou o aumento do número de companhias em cada nível da variável experiência internacional do ano de 2013 para o ano 2015, realizou-se o teste de McNemar com objetivo de comparar e verificar se houve mudança significativa, ao nível de 5%.

Três empresas tiveram seus diretores executivos substituídos por aqueles que não tinham experiência internacional e nas demais não ocorreram mudanças quanto a esse campo do currículo (Tabela 42), dessa forma, mesmo com essas contratações, ao realizar a comparação por meio do teste de McNemar, verificou-se que não houve diferença estatística significativa de 2013 para 2015 quanto a mudança das empresas na contratação de CEOs pela experiência internacional, com valor-p=0,2482.

Tabela 42 - Comparação da experiência internacional dos CEOs de 2013 para 2015 das 10 companhias após o turnover em 2014.

Experiência internacional - 2013	Experiência internacional – 2015		Total
	Não	Sim	
Não	0	0	0
Sim	3	7	10
Total	3	7	10

Fonte: BloombergBusinessWeek®, 2020. Legenda: valor-p=0,2482 por meio do Teste de McNemar.

4.4.5 *Turnover* do CEO em 2015: comparação de características demográficas de 2014 com 2016

No ano de 2015, 10 empresas tiveram o *turnover* de seus CEOs, assim, as comparações do nível educacional (especialização, mestrado ou doutorado), do tempo de experiência (faixas de anos), da experiência internacional (sim ou não) e da faixa etária (anos) desses profissionais entre o ano de 2014 com 2016 estão nas Tabelas 43, 44 e 45.

O total, o percentual e a diferença segundo as características demográficas dos CEOs em 2014 e em 2016 das 10 companhias estão na Tabela 43. Ao verificar essas discrepâncias no período, tem-se que: houve decréscimo de -50% do número de companhias com CEO com título de especialização e aumento um profissional com doutorado; redução de -100% das empresas com CEO tendo até 5 anos de experiência e elevação de 100% dos com de 16 a 25 anos; diminuição de -33,3% dos CEOs sem experiência internacional e aumento de 300% dos com essa experiência; e decréscimo de -66,7% das companhias com diretores executivos com idades entre 25 a 35 anos e elevação de 400% nos que têm acima de 50 anos.

Tabela 43 - Total, percentual e diferença segundo as características demográficas dos CEOs em 2014 e em 2016 das 10 companhias após o turnover em 2015.

Variáveis	Ano				Diferença	
	2014		2016		2015-2010	
	Total	%	Total	%	Total	%
Nível educacional						
Especialização	8	80,0	8	80,0	0	0,0
Mestrado	2	20,0	1	10,0	-1	-50,0
Doutorado	0	0,0	1	10,0	1	-
Tempo de experiência (anos)						
Até 5	2	20,0	0	0,0	-2	-100,0
De 6 a 15	5	50,0	5	50,0	0	0,0
De 16 a 25	2	20,0	4	40,0	2	100,0
Acima de 25	1	10,0	1	10,0	0	0,0
Experiência internacional						
Sim	1	10,0	4	40,0	3	300,0
Não	9	90,0	6	60,0	-3	-33,3
Faixa etária (anos)						
De 25 a 35	3	30,0	1	10,0	-2	-66,7
De 36 a 50	6	60,0	4	40,0	-2	-33,3
Acima de 50	1	10,0	5	50,0	4	400,0

Fonte: BloombergBusinessWeek®, 2020.

A Tabela 44 apresenta a comparação das médias e das medianas segundo três características demográficas dos CEOs em 2014 e em 2016 das 10 companhias após o *turnover* em 2015 por meio do teste de Wilcoxon ao nível de 5% de significância.

Verificou-se pela tabela que não ocorreram diferenças estatísticas significativas no nível educacional, e no tempo de experiência dos CEOs ao comparar as 10 companhias nos anos de 2014 e 2016, assim, essas características são semelhantes no período avaliado, com valores-p de 0,4568 e 0,1252, respectivamente para as características demográficas. Já para a faixa etária, observou-se que houve aumento significativo no período ao nível de 5%, com valor-p=0,0291.

Para o nível educacional, a mediana foi igual 1 (especialização) em 2014 e em 2016, e a média foi de 1,2 e de 1,3, respectivamente para os anos, já para o tempo de experiência, a

mediana foi de 2 (de 6 a 15 anos) e a média de 2,2 em 2014, em 2016 a mediana de 2,5 e a média de 2,6.

Para a faixa etária, a mediana foi igual 2 (de 36 a 50 anos) e a média de 1,8 em 2014 e, em 2016, os valores da mediana e da média foram de 2,5 e 2,4, respectivamente, logo, na comparação dessas medidas estatísticas, observou-se que houve aumento no valor absoluto, ou seja, as companhias contrataram profissionais mais velhos em 2016 quando comparado a 2014. Nas demais características, não houve influência após o *turnover* de 2014.

Tabela 44 - Comparação das médias e das medianas segundo as características demográficas dos CEOs em 2014 e em 2016 das 10 companhias após o turnover em 2015.

Variáveis	Ano				Valor-p
	2014		2016		
	Mediana	Média	Mediana	Média	
Nível educacional	1	1,2	1	1,3	0,4568 ^{ns}
Tempo de experiência	2	2,2	2,5	2,6	0,1252 ^{ns}
Faixa etária	2	1,8	2,5	2,4	0,0291**

Fonte: autoria própria. Legenda: Teste de Wilcoxon ao nível de 5% de significância; ^{ns}não significativo; **5%.

Para identificar a redução ou o aumento do número de companhias em cada nível da variável experiência internacional do ano de 2014 para o ano 2016, realizou-se o teste de McNemar com objetivo de comparar e verificar se houve mudança significativa, ao nível de 5%.

Três empresas tiveram seus diretores executivos substituídos por aqueles que não apresentavam no currículo uma experiência internacional (Tabela 45), dessa forma, mesmo com essas contratações, ao realizar a comparação por meio do teste de McNemar, verificou-se que não houve diferença estatística significativa de 2014 para 2016 quanto a mudança das empresas na contratação de CEOs pela experiência internacional, com valor-p=0,249.

Tabela 45 - Comparação da experiência internacional dos CEOs de 2014 para 2016 das 10 companhias após o turnover em 2015.

Experiência internacional – 2014	Experiência internacional – 2016		Total
	Não	Sim	
Não	1	0	1
Sim	3	6	9
Total	4	6	10

Fonte: BloombergBusinessWeek®, 2020. Legenda: valor-p=0,249 por meio do Teste de McNemar.

4.4.6 *Turnover* do CEO em 2016: comparação de características demográficas de 2015 com 2017

No ano de 2016, 18 empresas tiveram o *turnover* de seus CEOs, assim, as comparações do nível educacional (especialização, mestrado ou doutorado), do tempo de experiência (faixas de anos), da experiência internacional (sim ou não) e da faixa etária (anos) desses profissionais entre o ano de 2015 com 2017 estão nas Tabelas 46, 47 e 48.

O total, o percentual e a diferença segundo as características demográficas dos CEOs em 2015 e em 2017 das 18 companhias estão na Tabela 46. Ao verificar essas discrepâncias no período, tem-se que: houve decréscimo de -25% do número de companhias com CEO com título de mestrado e aumento de 10% com especialização; redução de -100% das empresas com CEO tendo até 5 anos de experiência e elevação de 500% de 16 a 25 anos; diminuição de -8,3% dos CEOs sem experiência internacional e aumento de 16,7% dos com essa experiência; e decréscimo de -50% das companhias com diretores executivos com idades entre 25 a 35 anos e elevação de 80% nos que têm acima de 50 anos.

Tabela 46 - Total, percentual e diferença segundo as características demográficas dos CEOs em 2015 e em 2017 das 18 companhias após o turnover em 2016.

Variáveis	Ano				Diferença	
	2015		2017		2016-2010	
	Total	%	Total	%	Total	%
Nível educacional						
Especialização	10	55,6	11	61,1	1	10,0
Mestrado	4	22,2	3	16,7	-1	-25,0
Doutorado	4	22,2	4	22,2	0	0,0
Tempo de experiência (anos)						
Até 5	8	44,4	0	0,0	-8	-100,0
De 6 a 15	6	33,3	9	50,0	3	50,0
De 16 a 25	1	5,6	6	33,3	5	500,0
Acima de 25	3	16,7	3	16,7	0	0,0
Experiência internacional						
Sim	6	33,3	7	38,9	1	16,7
Não	12	66,7	11	61,1	-1	-8,3
Faixa etária (anos)						
De 25 a 35	8	44,4	4	22,2	-4	-50,0
De 36 a 50	5	27,8	5	27,8	0	0,0
Acima de 50	5	27,8	9	50,0	4	80,0

Fonte: BloombergBusinessWeek®, 2020.

A Tabela 47 apresenta a comparação das médias e das medianas segundo três características demográficas dos CEOs em 2015 e em 2017 das 18 companhias após o *turnover* em 2016 por meio do teste de Wilcoxon ao nível de 5% de significância.

Verificou-se pela tabela que não ocorreu diferença estatística significativa para o nível educacional (valor- $p=0,5988$), com valor da mediana foi igual 1 (especialização) para 2015 e 2017, e médias de 1,7 e 1,6, respectivamente para os anos. Entretanto, para o tempo de experiência (valor- $p=0,0073$) e para a faixa etária (valor- $p=0,0601$) dos CEOs, ao comparar as 18 companhias nos anos de 2015 e 2017, as medidas são distintas no período avaliado. Vale ressaltar que o teste para a faixa etária está marginalmente significativo, ou seja, ao considerar 10% de significância, há diferença para essa característica demográfica. Na comparação das medidas estatísticas, observou-se que houve aumento no valor absoluto do tempo de experiência e da faixa etária de 2015 em comparação com 2017, e esse aumento é

significativo, o que implica na influência dessas características demográficas no *turnover* de 2016. Para o tempo de experiência, a mediana foi de 2 (de 6 a 15 anos) e a média de 1,9 em 2015, já em 2017, a mediana é de 2,5 e a média de 2,7. Para a faixa etária, a mediana foi igual 2 (de 36 a 50 anos) e a média de 1,8 em 2015 e, em 2016, o valor da mediana é de 2,5 e a média de 2,3.

Tabela 47 - Comparação das médias e das medianas segundo as características demográficas dos CEOs em 2015 e em 2017 das 18 companhias após o turnover em 2016.

Variáveis	Ano				Valor-p
	2015		2017		
	Mediana	Média	Mediana	Média	
Nível educacional	1	1,7	1	1,6	0,5988 ^{ns}
Tempo de experiência	2	1,9	2,5	2,7	0,0073*
Faixa etária	2	1,8	2,5	2,3	0,0601•

Fonte: autoria própria. Legenda: Teste de Wilcoxon ao nível de 5% de significância; ^{ns} não significativo; *1%; •10%.

Para identificar a redução ou o aumento do número de companhias em cada nível da variável experiência internacional do ano de 2015 para o ano 2017, realizou-se o teste de McNemar com objetivo de comparar e verificar se houve mudança significativa, ao nível de 5%.

Duas empresas tiveram seus diretores executivos substituídos por aqueles que apresentavam no currículo a experiência internacional e duas delas preferiu um CEO sem experiência fora do país (Tabela 48), dessa forma, mesmo com essas contratações, ao realizar a comparação por meio do teste de McNemar, verificou-se que não houve diferença estatística significativa de 2015 para 2017 quanto a mudança das empresas na contratação de CEOs pela experiência internacional, com valor-p=0,9999.

Tabela 48 - Comparação da experiência internacional dos CEOs de 2015 para 2017 das 18 companhias após o turnover em 2016.

Experiência internacional – 2015	Experiência internacional – 2017		Total
	Não	Sim	
Não	4	2	6
Sim	3	9	12
Total	7	11	18

Fonte: BloombergBusinessWeek®, 2020. Legenda: valor-p=0,9999 por meio do Teste de McNemar.

4.4.7 Turnover do CEO em 2017: comparação de características demográficas de 2016 com 2018

No ano de 2017, 21 empresas tiveram o *turnover* de seus CEOs, assim, as comparações do nível educacional (especialização, mestrado ou doutorado), do tempo de experiência (faixas de anos), da experiência internacional (sim ou não) e da faixa etária (anos) desses profissionais entre o ano de 2016 com 2018 estão nas Tabelas 49, 50 e 51.

O total, o percentual e a diferença segundo as características demográficas dos CEOs em 2016 e em 2018 das 21 companhias estão na Tabela 49. Ao verificar essas discrepâncias no período, tem-se que: houve decréscimo de -66,7% do número de companhias com CEO com título de doutorado e aumento de 30,8% com especialização; redução de -80% das empresas com CEO tendo até 5 anos de experiência e elevação de 85,7% dos com mais de 25 anos; não houve mudança para a experiência internacional; e decréscimo de -83,3% das companhias com diretores executivos com idades entre 25 e 35 anos e elevação de 133% nos que têm acima de 50 anos.

Tabela 49 - Total, percentual e diferença segundo as características demográficas dos CEOs em 2016 e em 2018 das 21 companhias após o turnover em 2017.

Variáveis	Ano				Diferença	
	2016		2018		2017-2010	
	Total	%	Total	%	Total	%
Nível educacional						
Especialização	13	61,9	17	81,0	4	30,8
Mestrado	5	23,8	3	14,3	-2	-40,0
Doutorado	3	14,3	1	4,8	-2	-66,7
Tempo de experiência (anos)						
Até 5	5	23,8	1	4,8	-4	-80,0
De 6 a 15	3	14,3	1	4,8	-2	-66,7
De 16 a 25	6	28,6	6	28,6	0	0,0
Acima de 25	7	33,3	13	61,9	6	85,7
Experiência internacional						
Sim	8	38,1	8	38,1	0	0,0
Não	13	61,9	13	61,9	0	0,0
Faixa etária (anos)						
De 25 a 35	6	28,6	1	4,8	-5	-83,3
De 36 a 50	9	42,9	6	28,6	-3	-33,3
Acima de 50	6	28,6	14	66,7	8	133,3

Fonte: BloombergBusinessWeek®, 2020.

A Tabela 50 apresenta a comparação das médias e das medianas segundo três características demográficas dos CEOs em 2016 e em 2018 das 21 companhias após o *turnover* em 2017 por meio do teste de Wilcoxon ao nível de 5% de significância.

Verificou-se pela tabela que não ocorreu diferença estatística significativa para o nível educacional (valor-p=0,9187), com valor da mediana foi igual 1 (especialização) para 2016 e 2018, e médias de 1,5 e 1,2, respectivamente para os anos. Entretanto, para o tempo de experiência (valor-p=0,0133) e para a faixa etária (valor-p=0,0037) dos CEOs, ao comparar as 21 companhias nos anos de 2016 e 2018, as medidas são distintas no período avaliado. Na comparação das medidas estatísticas, observou-se que houve aumento no valor absoluto do tempo de experiência e da faixa etária de 2016 em comparação com 2018, e esse aumento é significativo, o que implica na influência dessas características demográficas no *turnover* de 2015. Para o tempo de experiência, a mediana foi de 3 (de 16 a 25 anos) e a média de 2,7 em

2016, já em 2018, a mediana é de 4 (acima de 25 anos) e a média de 3,5. Para a faixa etária, a mediana e a média foram iguais a 2 (de 36 a 50 anos) em 2016 e, em 2018, a mediana é de 3 (acima de 50 anos) e o valor da média é de 2,6.

Tabela 50 - Comparação das médias e das medianas segundo as características demográficas dos CEOs em 2016 e em 2018 das 21 companhias após o turnover em 2017.

Variáveis	Ano				Valor-p
	2016		2018		
	Mediana	Média	Mediana	Média	
Nível educacional	1	1,5	1	1,2	0,9187 ^{ns}
Tempo de experiência	3	2,7	4	3,5	0,0133**
Faixa etária	2	2,0	3	2,6	0,0037*

Fonte: autoria própria. Legenda: Teste de Wilcoxon ao nível de 5% de significância; ^{ns} não significativo; *1%; **5%.

Para identificar a redução ou o aumento do número de companhias em cada nível da variável experiência internacional do ano de 2016 para o ano 2018, realizou-se o teste de McNemar com objetivo de comparar e verificar se houve mudança significativa, ao nível de 5%.

Quatro empresas tiveram seus diretores executivos substituídos por aqueles que apresentavam no currículo uma experiência internacional e o mesmo número de companhias preferiu CEO sem experiência fora do país (Tabela 51), dessa forma, mesmo com essas contratações, ao realizar a comparação por meio do teste de McNemar, verificou-se que não houve diferença estatística significativa de 2016 para 2018 quanto a mudança das empresas na contratação de CEOs pela experiência internacional, com valor-p=0,999.

Tabela 51 - Comparação da experiência internacional dos CEOs de 2016 para 2018 das 21 companhias após o turnover em 2017.

Experiência internacional - 2016	Experiência internacional – 2018		Total
	Não	Sim	
Não	4	4	8
Sim	4	9	13
Total	8	13	21

Fonte: BloombergBusinessWeek®, 2020. Legenda: valor-p=0,999 por meio do Teste de McNemar.

5. CONCLUSÕES

Essa pesquisa teve por objetivo geral identificar a relação entre as características demográficas do Alto Escalão e o desempenho econômico-financeiro de companhias listadas na B3, com o olhar inclinado para o *turnover* de CEO. Os objetivos específicos foram de i) identificar se o CEO sucessor possui características demográficas perceptíveis superiores ao mandato anterior e; ii) identificar se os indicadores de desempenho tiveram um resultado melhor após o *turnover*.

Dessa forma, foi possível responder ao problema de pesquisa “*qual a relação entre as características demográficas do alto escalão e o desempenho econômico-financeiro, após o turnover de CEO, em companhias listadas na B3?*” com base nas análises apresentadas no capítulo 4 a partir de dados extraídos na Economática® e na BloombergBusinessWeek®.

Diante das informações de companhias listadas na B3, bem como dos seus desempenhos econômico-financeiros e das características demográficas após o *turnover* de CEO entre os anos de 2010 e 2018, concluiu-se, analisando sob a ótica da Teoria do Alto Escalão de Hambrick e Mason (1984) que:

A maior parte das empresas analisadas nessa pesquisa são do setor de atuação do consumo cíclico, segmento novo mercado, de capital estrangeiro e com menos que 5 mil colaboradores registrados.

Os testes para nível educacional mostraram que, no geral, não houve diferença significativa para essa variável no *turnover* de CEO, ou seja, os níveis educacionais encontrados na amostra não aumentaram para os sucessores. Esse achado se mostra contrário à Teoria do Alto Escalão, na qual o nível educacional mais elevado pode levar o CEO a tomar decisões que beneficiem o crescimento da empresa (Hambrick & Mason, 1984) e que a expansão do raciocínio indica tomada de decisão mais assertiva (Hermmann & Datta, 2005). Essa análise também é contrária aos achados da pesquisa de Goll, Sambharya e Tucci (2001) onde defendem que o nível educacional é positivamente relacionado ao desempenho da empresa. Devido a isso, a hipótese da variável “nível educacional” foi negada.

Já os testes para tempo de experiência e média etária, levando em consideração que uma é consequência da outra, a maioria deles, no período analisado, tem tempo de experiência de 6 a 25 anos, e com idades entre 36 e 50 anos. Portanto, ocorreram aumentos da faixa etária desses profissionais no *turnover* do ano de 2015, e do tempo de experiência e da média etária dos de 2016 e de 2017. Dessa forma, conclui-se que somente essas duas informações

demográficas é que tiveram aumentos significativos no período avaliado. Porém, ao comparar os indicadores e as características demográficas, somente no *turnover* do ano de 2017 ambas as informações foram significativas, ou seja, ocorreu aumento do tempo de experiência e da faixa etária dos CEOs, entretanto, o percentual médio de margem de lucro das companhias foi menor na comparação do ano anterior (2016) com o ano posterior (2018). Os resultados para essas características negam a hipótese da pesquisa de que o CEO sucessor possui características demográficas superiores ao CEO anterior e que, por isso, o desempenho é superior, negando assim, as hipóteses para as variáveis “tempo de experiência” e “média etária”.

A variável “experiência internacional” também não afirma a hipótese da pesquisa e não corrobora com a Teoria do Alto Escalão, haja vista que, diante das análises, foi detectado que as empresas não exigem essa experiência fora do país de seus executivos. Analisando a experiência internacional com o desempenho, é possível afirmar que a falta dessa exigência pode estar levando a empresa a não superar seus indicadores de um ano para outro mediante *turnover*, visto que para os *turnovers* de 2011 e de 2014 o desempenho econômico-financeiro das empresas foi melhor, em contrapartida, nos anos de 2012, 2013, 2014, 2017 esse desempenho foi negativo para outros indicadores avaliados. Diante disso, também é possível entender melhor a afirmação de Tihanyi et al. (2000), pois as missões internacionais que a alta gestão participa propiciam certa facilidade com estratégias futuras de uma organização.

O teste de correlação de Spearman entre os indicadores de desempenho e as características demográficas do alto escalão das companhias listadas na B3 que tiveram *turnover* entre o período pesquisado (2010 a 2018) não são significativas para afirmar que as características estudadas possuem correlação com o desempenho auferido. Apenas 16 das 168 análises feitas através dos testes de Spearman (6 indicadores e 4 características para 7 anos de *turnover*) possuem correlações positivas a 5% ou 10% de significância.

Diante das análises e do ponto central dessa dissertação, é possível afirmar que, para a amostra e o período da pesquisa, a relação entre o alto escalão e o desempenho econômico-financeiro é negativa, tendo em vista que os testes estatísticos de correlação e de comparação não obtêm dados significativos.

De forma geral, baseado nos testes de Wilcoxon e McNemar e Spearman, a hipótese teórica da pesquisa é negada: Hipótese: “*O desempenho econômico-financeiro da companhia é superior quando há o turnover de CEO, em razão de o sucessor possuir características demográficas superiores ao CEO anterior*”. A negação da hipótese indica que a sucessão de

CEO nas companhias listadas na B3 não é, necessariamente, pautada em currículos melhores ou com características elevadas. Percebe-se, nesse sentido, que há também uma busca por características psicológicas capazes de receber, interpretar e tomar uma decisão que leve a empresa a um melhor desempenho.

Essa pesquisa se restringiu a analisar as características perceptíveis, ou seja, aquela capaz de mensurar e testar por meio de dados públicos dos currículos. Além disso, a limitação da pesquisa também faz com que não se analise o período do ano em que houve a troca e quanto tempo o cargo foi ocupado pelo mesmo CEO. Como pesquisas futuras, sugere-se realizar estudos considerando essas limitações: período do ano do *turnover* e características psicológicas, realizando assim, por completo, a agenda de pesquisa sugerida pela Teoria do Alto Escalão.

6. REFERÊNCIAS

Alcalde, A. (2010). Efeitos hierárquicos na margem Ebitda: influências do tempo, firma e setor (Tese de Doutorado, Universidade de São Paulo).

Almeida, J. E. F. D., & Almeida, J. C. G. D. (2009). Auditoria e earnings management: estudo empírico nas empresas abertas auditadas pelas big four e demais firmas de auditoria. *Revista Contabilidade & Finanças*, 20(50), 62-74.

Andrade, A. M. F. de. (2016). A relação entre o grau de internacionalização e o desempenho de empresas multinacionais (EMNs): o efeito moderador das características do alto escalão. Biblioteca Digital de Teses e Dissertações da Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto. <https://doi.org/10.11606/T.96.2018.tde-18112016-163255>

Bantel, K. A., & Jackson, S. E. (1989). Top management and innovations in banking: does the composition of the top team make a difference?. *Strategic management journal*, 10(S1), 107-124.

Barker III, V. L., & Mueller, G. C. (2002). CEO characteristics and firm R&D spending. *Management Science*, 48(6), 782-801.

Barnard, C. I. (1968). *The functions of the executive*. Harvard University Press.

Barney, J. B. (1986). Strategic factor markets: Expectations, luck, and business strategy. *Management science*, 32(10), 1231-1241.

Barney, J. B. (1991). Firm Resources and competitive advantage. *Journal of Management*, 17, 99-120.

Barney, J. B. (2001). Is the resource-based “view” a useful perspective for strategic management research? Yes. *Academy of management review*, 26(1), 41-56.

Bartlett, Maurice Stevenson. Properties of sufficiency and statistical tests. *Proceedings of the Royal Society of London. Series A-Mathematical and Physical Sciences*, v. 160, n. 901, p. 268-282, 1937. DOI: 10.1098/rspa.1937.0109.

Bastos, D. D., Nakamura, W. T., David, M., & Rotta, U. A. S. (2009). A relação entre o retorno das ações e as métricas de desempenho: evidências empíricas para as companhias abertas no Brasil. *REGE Revista de Gestão*, 16(3), 65-79.

Beatty, R. P., & Zajac, E. J. (1987). CEO change and firm performance in large corporations: Succession effects and manager effects. *Strategic Management Journal*, 8(4), 305-317.

Bharadwaj, A. S. (2000). A resource-based perspective on information technology capability and firm performance: an empirical investigation. *MIS quarterly*, 169-196.

Bloomberg Businessweek. Banco de dados. Disponível em: <
<https://www.bloomberg.com/businessweek>>. Acesso em: 10 de junho de 2020.

Bowker, Albert H. A test for symmetry in contingency tables. *Journal of the American Statistical Association*, v. 43, n. 244, p. 572-574, 1948.

Brainard, W. C. and Tobin, J. (1968), Pitfalls in Financial Model-Building, No 244, Cowles Foundation Discussion Papers, Cowles Foundation for Research in Economics, Yale University, recuperado de <http://EconPapers.repec.org/RePEc:cwl:cwldpp:244> em 01/09/2019.

Brito, G. A. S., Corrar, L. J., & Batistella, F. D. (2007). Fatores determinantes da estrutura de capital das maiores empresas que atuam no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças-USP*, 18(43), 9-19.

Brush, T. H., & Artz, K. W. (1999). Toward a contingent resource-based theory: the impact of information asymmetry on the value of capabilities in veterinary medicine. *Strategic Management Journal*, 20(3), 223-250.

Bussab, Wilton Oliveira; Morettin, Pedro Alberto. *Estatística básica*. São Paulo: Editora Saraiva, 8 ed., 2017.

Calof, J. L., & Beamish, P. W. (1994). The right attitude for international success. *Business Quarterly*, 59(1), 105-110.

Cannella Jr, A. A., Park, J. H., & Lee, H. U. (2008). Top management team functional background diversity and firm performance: Examining the roles of team member colocation and environmental uncertainty. *Academy of management Journal*, 51(4), 768-784.

Capar, N., & Kotabe, M. (2003). The relationship between international diversification and performance in service firms. *Journal of international business studies*, 34(4), 345-355.

Carpenter, M. A., Geletkanycz, M. A., & Sanders, W. G. (2004). Upper Echelons Research Revisited: Antecedents, Elements, and Consequences of Top Management Team Composition. *Journal of Management*, 30(6), 749-778.
<https://doi.org/10.1016/J.JM.2004.06.001>

Carroll, G. R. (1993). A sociological view on why firms differ. *Strategic management journal*, 14(4), 237-249.

Carvalho, F. L., Albuquerque, A. A., Gonçalves, R. P., Silva, M. A., & Ribeiro, E. M. (2010). Identificação de indicadores contábeis relevantes para previsão e projeção de rentabilidade. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade*, 4(3), 94-110.

Chan Kim, W., Hwang, P., & Burgers, W. P. (1989). Global diversification strategy and

corporate profit performance. *Strategic management journal*, 10(1), 45-57.

Cheung, W. J., & Jackson, A. B. (2012). Chief Executive Officer departures and market uncertainty. *Australian Journal of Management*, p. 0312896212450040.

Chung, K. H. Pruitt, S.W., (1994), A Simple Approximation of Tobin's q, *Financial Management*, 23, issue 3, recuperado em 01/09/2019 de <http://EconPapers.repec.org/RePEc:fma:fmanag:chung94>.

Clemons, E. K., & Row, M. C. (1991). Sustaining IT advantage: The role of structural differences. *MIS quarterly*, 15(3).

Collis, D. J. (1991). A resource-based analysis of global competition: the case of the bearings industry. *Strategic management journal*, 12(S1), 49-68.

Cooper, D. R., & Schindler, P. S. (2016). *Métodos de pesquisa em administração* (12th ed.). São Paulo: McGraw Hill Brasil.

Cunha, M. F. D. (2011). *Avaliação de empresas no Brasil pelo fluxo de caixa descontado: evidências empíricas sob o ponto de vista do desempenho econômico-financeiro* (Tese de Doutorado, Universidade de São Paulo).

Delios, A., & Beamish, P. W. (1999). Geographic scope, product diversification, and the corporate performance of Japanese firms. *Strategic management journal*, 20(8), 711-727.

Deshpande, S.P. (1997). Managers' perception of proper ethical conduct: the effect of sex, age, and level of education. *Journal of Business Ethics*, 16, p. 79-85.

Dierickx, I., & Cool, K. (1989). Asset stock accumulation and sustainability of competitive advantage. *Management science*, 35(12), 1504-1511.

Economatica. Banco de dados. Disponível em: < <https://economatica.com/>>. Acesso em: 10 de junho de 2020.

Eisenhardt, K. M., & Bourgeois III, L. J. (1988). Politics of strategic decision making in high-velocity environments: Toward a midrange theory. *Academy of management journal*, 31(4), 737-770.

Eisenhardt, K. M., & Zbaracki, M. J. (1992). Strategic decision making. *Strategic management journal*, 13(S2), 17-37.

Fairfield, P. M., & Yohn, T. L. (2001). Using asset turnover and profit margin to forecast changes in profitability. *Review of Accounting Studies*, 6(4), 371-385.

Finkelstein, S. (1992). Power in Top Management Teams: Dimensions, Measurement, and Validation. *Academy of Management Journal*, 35 (3), p. 505–538.

Finkelstein, S., & Hambrick, D. C. (1990). Top-management-team tenure and organizational outcomes: The moderating role of managerial discretion. *Administrative Science Quarterly*, 484-503.

Finkelstein, S., & Hambrick, D. C. (1990). Top-management-team tenure and organizational outcomes: The moderating role of managerial discretion. *Administrative Science Quarterly*, 484-503.

Fischer, H. M., & Pollock, T. G. (2004). Effects of social capital and power on surviving transformational change: The case of initial public offerings. *Academy of Management Journal*, 47(4), 463-481.

Francis, J., Schipper, K., & Vincent, L. (2003). The relative and incremental explanatory power of earnings and alternative (to earnings) performance measures for returns. *Contemporary Accounting Research*, 20(1), 121-164.

Frezatti, F., & de Aguiar, A. B. (2007). EBITDA: possíveis impactos sobre o gerenciamento das empresas. *Revista Universo Contábil*, 3(3), 07-24.

Fuji, A.H. (setembro/dezembro 2004), O conceito de lucro econômico no âmbito da contabilidade aplicada. *Revista Contabilidade & Finanças - USP*, São Paulo, n. 36, p. 74 – 86.

Goll, I., Sambharya, R. B., & Tucci, L. A. (2001). Top management team composition, corporate ideology, and firm performance. *MIR: Management International Review*, 109-129.

Grant, R. M. (1987). Multinationality and performance among British manufacturing companies. *Journal of International Business Studies*, 18(3), 79-89.

Grant, R. M., Jammine, A. P., & Thomas, H. (1988). Diversity, diversification, and profitability among British manufacturing companies, 1972–1984. *Academy of Management Journal*, 31(4), 771-801.

Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2011). *Econometria Básica* (5th ed.). São paulo: The McGraw-Hill Companies.

Haar, J. (1989). A comparative analysis of the profitability performance of the largest US, European and Japanese multinational enterprises. *Management International Review*, 29(3), 5.

Habib, M. M., & Victor, B. (1991). Strategy, structure, and performance of US manufacturing and service MNCs: A comparative analysis. *Strategic Management Journal*, 12(8), 589-606.

Halawi, L. A., McCarthy, R. V., & Aronson, J. E. (2006). Knowledge management and the competitive strategy of the firm. *The learning organization*, 13(4), 384-397.

Hambrick, D. C. (2007). Upper Echelons Theory: An Update. *The Academy of Management Review*. Academy of Management. <https://doi.org/10.2307/20159303>.

Hambrick, D. C., & Mason, P. A. (1984). Upper Echelons: The Organization as a Reflection of Its Top Managers. *The Academy of Management Review*, 9(2), 193. <https://doi.org/10.2307/258434>

Hendriksen, E. S., & Breda, M. F. Van.(1999). *Teoria da Contabilidade*. São Paulo: Atlas.

Henrique Rocha Fernandes, B., Tereza Leme Fleury, M., & Mills, J. (2006). Construindo o diálogo entre competência, recursos e desempenho organizacional. *Revista de Administração de Empresas*, 46(4), 1-18.

Herrmann, P., &Datta, D. K. (2002). CEO successor characteristics and the choice of foreign market entry mode: An empirical study. *Journal of International Business Studies*, 33(3), 551-569.

Hickson, D. J., Lee, C. A., Schneck, R. E., & Pennings, J. M. (1971). A strategic contingencies theory of intraorganizational power. *Administrative Science Quarterly*, 16, 216-229.

Hiebl, M. R. W. (2014). Upper echelons theory in management accounting and control research. *Journal of Management Control*, 24(3), 223–240. <https://doi.org/10.1007/s00187-013-0183-1>

Hollander, Myles; Wolfe, Douglas A.; Chicken, Eric. *Nonparametric Statistical Methods*. New York: John Wiley & Sons. 2014.

Hoskisson, R. E. (1987). Multidivisional structure and performance: The contingency of diversification strategy. *Academy of Management journal*, 30(4), 625-644.

Hoskisson, R. E., Hitt, M. A., Wan, W. P., & Yiu, D. (1999). Theory and research in strategic management: Swings of a pendulum. <https://doi.org/10.1177/014920639902500307>

Hsiao, C. (2003). *Analysis of panel data*. Cambridge university press.

Hsu, W.-T., Chen, H.-L., & Cheng, C.-Y. (2013). Internationalization and firm performance of SMEs: The moderating effects of CEO attributes. *Journal of World Business*, 48(1), 1–12. <https://doi.org/10.1016/J.JWB.2012.06.001>

Huson, M. R., Malatesta, P. H., & Parrino, R. (2004). Managerial succession and firm performance. *Journal of Financial Economics*, v. 74, n. 2, p. 237-275.

Jacobson, R. (1987). The validity of ROI as a measure of business performance. *American Economic Review*, 77(3), 470-478.

Kang, J., & Shivdasani, A. (1995). Firm performance, corporate governance, and top executive turnover in Japan. *Journal of financial economics*, v. 38, n. 1, p. 29-58.

Kaplan, S. N., & Minton, B. A. (2012). How has CEO turnover changed?. *International Review of Finance*, v. 12, n. 1, p. 57-87.

Kay, J., Mckernan, P. & Faulkner, D. (2003). The history of strategy and some thoughts about the future. In Faulkner, D. e Campbell, A. (Eds). *Oxford Handbook of strategy*. Oxford: Oxford University Press.

Kayo, E. K. (2002). *A estrutura de capital e o risco das empresas tangível e intangível-intensivas: uma contribuição ao estudo da valoração de empresas* (Tese de Doutorado, Universidade de São Paulo).

Kendall, Maurice G. A new measure of rank correlation. *Biometrika*, v. 30, n. 1/2, p. 81-93, 1938. DOI: 10.1093/biomet/30.1-2.81

Khadafi, M., Heikal, M., & Ummah, A. (2014). Influence analysis of return on assets (ROA), return on equity (ROE), net profit margin (NPM), debt to equity ratio (DER), and current ratio

(CR), against corporate profit growth in automotive in Indonesia Stock Exchange. *International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences*, 4(12).

Kunc, M. H., & Morecroft, J. D. (2010). Managerial decision making and firm performance under a resource-based paradigm. *Strategic Management Journal*, 31(11), 1164-1182.

Lederer, A. L., Mirchandani, D. A., & Sims, K. (1997). The link between information strategy and electronic commerce. *Journal of Organizational Computing and Electronic Commerce*, 7(1), 17-34.

Lee, H. U., & Park, J. H. (2008). The influence of top management team international exposure on international alliance formation. *Journal of Management Studies*, 45(5), 961-981.

Mackey, A. (2008). The effect of CEOs on firm performance. *Strategic management journal*, 29(12), 1357-1367.

MacMillan, I. C. (1978). *Strategy formulation: Political concepts*. St. Paul, MN: West Publishing Company.

Maddala, G. S., & Weller, L. (2003). *Introdução à econometria (3rd ed.)*. Rio de Janeiro: LTC Editora.

Mahoney, J. T., & Pandian, J. R. (1992). The resource-based view within the conversation of strategic management. *Strategic management journal*, 13(5), 363-380.

Malacrida, M. J. C. (2009). *A relevância do lucro líquido versus fluxo de caixa operacional para o mercado de ações brasileiro (Doctoral dissertation, Universidade de São Paulo)*.

Martins, G. D. A., & Theóphilo, C. R. (2009). *Metodologia da Investigação Científica*. São Paulo: Atlas (2nd ed.). São Paulo: Atlas.

Matos, R., & Colauto, R. (2017). Justificativas do turnover de CEOs: estudo em companhias brasileiras investidas por fundos de pensão. *Revista De Contabilidade E Organizações*, 11(30), 24-35. <https://doi.org/10.11606/rco.v11i30.134430>

McClelland, P. L., Liang, X., & Barker III, V. L. (2010). CEO commitment to the status quo: Replication and extension using content analysis. *Journal of Management*, 36(5), 1251-1277.

McNemar, Quinn. Note on the sampling error of the difference between correlated proportions or percentages. *Psychometrika*, v. 12, n. 2, p. 153-157, 1947.

Melo, J. S. F. (2007) O impacto da governança corporativa no valor de mercado das companhias de capital aberto no Brasil. Dissertação (mestrado)- Programa de Pós-Graduação e Pesquisas em Administração da Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2007.

Michel, J. G., & Hambrick, D. C. (1992). Diversification posture and top management team characteristics. *Academy of Management journal*, 35(1), 9-37.

Miller, D. (1991). Stale in the saddle: ceo tenure and the match between organization and environment. *Management Science*, 37, 34-52.

Miller, D., & Toulouse, J. M. (1986). Chief executive personality and corporate strategy and structure in small firms. *Management science*, 32(11), 1389-1409.

Montgomery, Douglas C. *Design and Analysis of Experiments*. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., 8 ed., 2013.

Moore, David S.; McCabe, George P.; Alwan, Layth C.; Craig, Bruce A.; Duckworth, William M. *Practice of Statistics for Business and Economics*. New York: W. H. Freeman and Company, 2011.

Murphy, K. J., & Zimmerman, J. L. (1993). Financial performance surrounding CEO turnover. *Journal of Accounting and Economics*, v. 16, n. 1, p. 273-315.

Neely, A. (1999). The performance measurement revolution: why now and what next?. *International Journal of Operations & Production Management*, 19(2), 205-228.

Neto, A. A. (2009). *Mercado financeiro. Atlas*.

North, D. C. (Douglass C. (1990). *Institutions, institutional change, and economic performance*. Cambridge University Press. Retirado de https://books.google.com.br/books?id=oFnWbTqgNPYC&printsec=frontcover&hl=pt-BR&source=gbs_ge_summary_r&cad=0#v=onepage&q&f=false

Nummela, M., Saarenketo, S., & Puumalainen, K. (2004). A global mindset – a prerequisite for successful internationalization? *Canadian Journal of Administrative Sciences*, 21, 51-64.

Omaki, E. T. (2005). Recursos Intangíveis e Desempenho em Grandes Empresas Brasileiras: avaliações dos recursos intangíveis como estimadores de medidas de desempenho financeiras. *Encontro da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração*, 29.

Oppong, S. (2014). Upper echelons theory revisited: the need for a change from causal description to casual explanation. *Management*, 19(2), 169-183.

Papadakis, V. M. & Barwise, P. (2002). How much do CEOs and Top Managers Matter in strategic decision-making? *British Journal of Management*, 13, 83-95.

Papadakis, V.M.; & Barwise, P. (2002) How much do CEOs and Top Managers matter in strategic decision-making? *British Journal of Management*, 13, 83-95.

Parrino, R. (1997). CEO turnover and outside succession a cross-sectional analysis. *Journal of financial Economics*, v. 46, n. 2, p. 165-197.

Pech, C. O. T., Noguera, M., & White, S. (2015). Financial ratios used by equity analysts in Mexico and stock returns. *Contaduría y Administración*, 60(3), 578-592.

Penrose, E. (1959). *The theory of the growth of the firm* (3a ed). Oxford, UK: Oxford University Press.

Perobelli, F. F. C., & Famá, R. (2002). Determinantes da estrutura de capital: aplicação a empresas de capital aberto brasileiras. *Revista de Administração da Universidade de São Paulo*, 37(3), 33-46.

Pfeffer, J. (1981). *Power in organizations*. Marshfield, MA: Pitman.

Porter, M. E. (1980). *Competitive strategy: Techniques for analyzing industries and competitors*. New York: Free Press.

Porter, M. E. (1985). *Competitive advantage: create and sustaining competitive performance*. New York: Free Press.

Porter, M. E. (1991). Towards a dynamic theory of strategy. *Strategic Management Journal*, 12(S2), 95–117. <https://doi.org/10.1002/smj.4250121008>

Pour, K. E. (2015). IPO survival and CEOs' decision-making power: The evidence of China. *Research in International Business and Finance*, 33, 247–267. doi:10.1016/j.ribaf.2014.10.003.

Powell, T. C., & Dent-Micallef, A. (1997). Information technology as competitive advantage: The role of human, business, and technology resources. *Strategic management journal*, 18(5), 375-405.

Priem, R. L., & Butler, J. E. (2001). Is the resource-based “view” a useful perspective for strategic management research?. *Academy of management review*, 26(1), 22-40.

R Core Team. R: A language and environment for statistical computing. R Foundation for Statistical Computing, Vienna, Austria. URL <https://www.R-project.org/>. 2020.

Richardson, R. J. (2012). *Pesquisa Social - Métodos e Técnicas* (3rd ed.). São Paulo: Atlas.

Ruigrok, W., & Wagner, H. (2003). Internationalization and performance: An organizational learning perspective. *Management International Review*, 43(1), 63-84.

Sadler-Smith, E. (2004). Cognitive Style and the Management of Small and Medium-Sized Enterprises. *Organization Studies*, 25(2), 155–181. <https://doi.org/10.1177/0170840604036914>

Salotti, B. M., & Yamamoto, M. M. (2004). A estimativa do fluxo de caixa das operações representa o real fluxo de caixa das operações?. *Revista Contabilidade & Finanças*, 15(35), 7-21.

Sampieri, R. H., Collado, C. F., & Lucio, M. del P. B. (2013). *Metodologia da Pesquisa* (5th ed.). São Paulo: McGraw Hill.

Sanders, W. G., & Hambrick, D. C. (2007). Swinging for the fences: The effects of CEO stock options on company risk taking and performance. *Academy of Management Journal*, 50(5), 1055-1078.

Santana, A. G., Bezerra, F. A., Teixeira, S. A., & Cunha, P. R. D. (2016). Auditoria independente e a qualidade da informação na divulgação das demonstrações contábeis: estudo comparativo entre empresas brasileiras auditadas pelas Big Four e Não Big Four. *Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ*, 19(3).

Serra, B. P. de C. (2013). A pesquisa em tomada de decisão estratégica no alto escalão: evolução e base intelectual do tema. Biblioteca Digital de Teses e Dissertações da Universidade de São Paulo, São Paulo.

Serra, F., Almeida, M.R., & Ferreira, M.P. (2012). Organizational decline: a yet largely neglected topic in organizational studies. Disponível em: http://globadvantage.ipleiria.pt/files/2012/02/working_paper-88_globadvantage.pdf. Acesso em: 20 de agosto de 2019.

Serwinek, P. J. (1992). Demographic and related differences in ethical views among small businesses. *Journal of Business Ethics*, 11, 555–566.

Shapiro, Samuel Sanford; Wilk, Martin. An analysis of variance test for normality (complete samples). *Biometrika*. v. 52, n. 3/4, p. 591-611, 1965. DOI: 10.2307/2333709. Disponível em: <<https://www.jstor.org/stable/2333709>> Acesso em: 20 de junho de 2020.

Smith, K.G., Smith, K.A., Olian, J.D., Sims Jr, H.P., O'Bannon, D.P., & Scully, J.A. (1994).

Smith, Malcolm. (2003) *Research Methods in Accounting*. London: SAGE Publications Ltd.

Solomons, D. (1971). Economic and accounting concepts of income. *The Accounting Review*, Jan.

Spearman, Charles. The proof and measurement of association between two things. *The American Journal of Psychology*, v. 15, n. 1, p. 72–101, 1904. DOI: 10.2307/1412159

Sprent, Peter; Smeeton, Nigel C. *Applied Nonparametric Statistical Methods*. Florida: Chapman & Hall/CRC, 4 ed., 2007.

Sprent, Peter; Smeeton, Nigel C. *Applied Nonparametric Statistical Methods*. Florida: Chapman & Hall/CRC, 4 ed., 2007.

Stahl, F., Heitmann, M., Lehmann, D. R., & Neslin, S. A. (2012). The impact of brand equity on customer acquisition, retention, and profit margin. *Journal of marketing*, 76(4), 44-63.

Taylor, R.N. (1975). Age and expertise as determinants of managerial information processing and decision making performance. *Academy of Management Journal*, 39, 179-196.

Tihanyi, L., Ellstrand, A. E., Daily, C. M., & Dalton, D. R. (2000). Composition of the top management team and firm international diversification. *Journal of management*, 26(6), 1157-1177.

Ting, I. W. K., Azizan, N. A. B., & Kweh, Q. L. (2015). Upper Echelon Theory Revisited: The Relationship between CEO Personal Characteristics and Financial Leverage Decision. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 195, 686–694.

Titman, S., & Wessels, R. (1988). The determinants of capital structure choice. *The Journal of finance*, 43(1), 1-19.

Top Management team demography and process: The role of social integration and communication. *Administrative Science Quarterly*. New York, 39(3), 412-438.

Vorhies, D. W., Morgan, R. E., & Autry, C. W. (2009). Product-market strategy and the marketing capabilities of the firm: impact on market effectiveness and cash flow performance. *Strategic Management Journal*, 30(12), 1310-1334.

Wang, G., Holmes Jr, R. M., Oh, I. S., & Zhu, W. (2016). Do CEOs matter to firm strategic actions and firm performance? A meta-analytic investigation based on upper echelons theory. *Personnel Psychology*, 69(4), 775-862.

Weisbach, M. S. (1988). Outside directors and CEO turnover. *Journal of financial Economics*, v. 20, p. 431-460.

Wernerfelt, B. (1984, April/June). A Resource-Based View of the firm. *Strategic Management Journal*, 5(2), 171-180.

Wiersema, M. F., & Bantel, K. A. (1992). Top management team demography and corporate strategic change. *Academy of Management journal*, 35(1), 91-121.

Wooldridge, J. N. (2006). *Introdução à econometria*. São Paulo: Pioneira Thomson Learning.