

---

Fatores de Mudança dos CEO e Impacto no Desempenho Económico-Financeiro das Organizações – o Caso Português

**Joana Filipa Nunes Ramos**

---

Dissertação

Mestrado em Economia e Administração de Empresas

---

Orientada por

**Júlio Fernando Seara Sequeira da Mota Lobão**

Co-Orientada por

**Natércia da Silva Fortuna**

---

2019

## **Nota biográfica**

Joana Filipa Nunes Ramos nasceu a 26 de abril de 1995 na Póvoa de Varzim, Portugal.

Em 2013 iniciou a Licenciatura em Economia na Faculdade de Economia da Universidade do Porto, a qual concluiu em 2017.

Em 2017 iniciou o Mestrado em Economia e Administração de Empresas na Faculdade de Economia do Porto, tendo concluído a componente curricular do plano em 2019.

## **Agradecimentos**

Quero manifestar um enorme agradecimento ao Professor Júlio Lobão e à professora Natércia Fortuna pelas suas valiosas orientações. Foi um verdadeiro privilégio tê-los como orientadores.

Agradeço também a todos os professores da componente curricular do Mestrado e da Licenciatura, que muito me ensinaram, bem como à instituição FEP que tão bons momentos me proporcionou.

O maior agradecimento é para os meus pais João Ramos e Ester Ramos, que sempre me apoiaram e me incentivaram, principalmente nos momentos mais difíceis. E não menos importante, um especial agradecimento ao Carlos Mota por toda a ajuda, paciência, dedicação e apoio que me deu não só durante a presente dissertação, como também durante todos os anos de aprendizagem na FEP.

Por fim, não é um agradecimento, mas uma dedicatória à memória da minha avó Ester Neves, por todo o incentivo e valores que me transmitiu.

## Resumo

A mudança de CEO representa um acontecimento importante na vida de qualquer empresa. A literatura proporciona uma vasta evidência sobre a relação entre a mudança de CEO e o desempenho das empresas. O presente estudo incide sobre 41 empresas portuguesas cotadas no período entre 2002 e 2018.

Um dos objetivos deste estudo passa por analisar e identificar os fatores que conduzem à mudança de CEO. Nas 82 mudanças contabilizadas verificou-se que o desempenho da empresa, o lucro, o facto de o CEO pertencer à família, no caso de empresas familiares, assim como de ser *Chairman* e a sua idade são os principais fatores que levam à mudança de um CEO numa empresa portuguesa. Os resultados revelam que um mau desempenho da empresa aumenta a probabilidade de mudança de CEO. No entanto, as empresas familiares mostram maior resistência à sua substituição quando este pertence à família, preferindo manter o CEO mesmo perante um decréscimo dos lucros, constatando-se uma menor probabilidade de o CEO ser forçado a sair nestas circunstâncias. De referir que não se apuraram sucessões externas de CEOs em empresas familiares.

O outro objetivo é analisar o impacto da mudança de CEO no desempenho económico-financeiro, sendo consideradas somente as empresas em que ocorreram mudanças de CEO, totalizando-se 60 mudanças ocorridas entre 2003 e 2015 em 30 das 41 empresas. Dividiram-se as mudanças de acordo com o tipo de saída (forçada *vs* voluntária) e com o tipo de sucessão (interna *vs* externa). Para este estudo, utilizaram-se indicadores de rendibilidade, de atividade, de liquidez e de estrutura ou endividamento. Analisou-se a situação das empresas no ano anterior à mudança, tendo em conta estes indicadores e estudou-se a sua evolução nos 3 anos seguintes à mudança. De um modo geral, concluiu-se que após uma mudança de CEO há uma ligeira melhoria do desempenho económico-financeiro das empresas, com especial destaque para as saídas forçadas. Esta melhoria no desempenho é evidenciada nos indicadores selecionados para o estudo.

**Palavras-Chave:** mudança de CEO; fatores; impacto; desempenho económico-financeiro; indicadores; tipo de saída; tipo de sucessão.

**Códigos JEL:** D22, D91, G30, M1.

## Abstract

The change of CEO represents an important event in the life of any company. The literature provides ample evidence of the relationship between CEO change and corporate performance. This study focuses on 41 listed Portuguese firms, in the period between 2002 and 2018.

One of the goals of this study is to analyse and identify the factors that lead to the change of CEO, and 86 changes in the 41 companies were accounted for. It was found that company performance, profit, the fact that the CEO belongs to the family in the case of family-owned companies, as well as being Chairman, and his age, are the main factors that lead to the change of CEO in Portuguese companies. The results reveal that poor company performance increases the likelihood of CEO change. However, family businesses are more resistant to being replaced when they are family-owned, preferring to keep the CEO even in the face of declining profits, with the CEO being less likely to be forced out under these circumstances. It should be noted that there were no external successions of CEOs in family businesses.

The other goal is to analyse the impact of CEO change on economic and financial performance, considering only those companies where CEO changes occurred, totalling 60 changes occurred between 2003 and 2015 in 30 of the 41 companies. The changes were divided according to the type of exit (forced vs. voluntary), and the type of succession (internal vs. external). For this study, profitability, activity, liquidity and structure or indebtedness indicators were used. The situation of the companies in the year before the change was analysed taking into account these indicators, and their evolution was studied in the 3 years following the change. Overall, it was concluded that following a change of CEO, there is a slight improvement in companies' economic and financial performance, with particular emphasis on forced exits. This improvement in performance is evidenced in the indicators selected for the study.

**Keywords:** CEO change; factors; impact; economic and financial performance; indicators; output type; type of succession.

**JEL Codes:** D22, D91, G30, M1.

## Índice

1.	Introdução .....	1
2.	Revisão de literatura.....	3
2.1	Importância dos gestores .....	3
2.1.1	Teoria comportamental da empresa.....	3
2.1.2	Teoria da agência.....	4
2.1.3	Teoria “ <i>upper echelons</i> ” ou teoria dos escalões superiores.....	6
2.2	Razões da mudança de CEO.....	8
2.3	Sucessão interna <i>versus</i> externa do CEO .....	9
2.4	Saída forçada <i>versus</i> voluntária do CEO .....	10
3.	Estudo empírico: fatores de mudança de CEO .....	13
3.1.	Amostra .....	13
3.2.	Metodologia .....	16
3.3.	Estimação e interpretação dos resultados .....	22
4.	Estudo empírico: impacto económico-financeiro da mudança de CEO .....	31
4.1.	Amostra .....	31
4.2.	Indicadores económico-financeiros .....	34
4.3.	Metodologia .....	35
4.4.	Discussão de resultados .....	37
5.	Conclusão .....	48
	Referências bibliográficas .....	51
	Anexos .....	60

## Índice de tabelas

Tabela 1 – Lista de Empresas Portuguesas Cotadas na <i>Euronext Lisbon</i> .* .....	60
Tabela 2 – Medida descritiva das variáveis binárias .....	15
Tabela 3 – Medidas descritivas das variáveis contínuas .....	16
Tabela 4 – Distribuição das empresas por setor de atividade na amostra principal: identificação e números (absolutos e relativos) .....	64
Tabela 5 – Sinais esperados das variáveis independentes .....	21
Tabela 6 – Ajustamentos para a mudança de CEO .....	23
Tabela 7 – Estimativas das médias de efeitos marginais na $\Pr(MCEO=1)$ .....	25
Tabela 8 – Ajustamentos para os diferentes tipos de mudança de CEO .....	26
Tabela 9 – Estimativas das médias de efeitos marginais na $\Pr(MCEO\neq1)$ .....	27
Tabela 10 – Estimativas das médias de efeitos marginais na $\Pr(MCEOV=1)$ .....	28
Tabela 11 – Estimativas das médias de efeitos marginais na $\Pr(MCEOI=1)$ .....	29
Tabela 12 – Amostra total – 60 observações .....	65
Tabela 13 – Amostra total ajustada – 60 observações .....	67
Tabela 14 – Distribuição do número de mudanças por setor .....	69
Tabela 15 – Indicadores de desempenho económico-financeiro no ano anterior à mudança de CEO (ano -1) .....	39
Tabela 16 – Variação do $ROA$ das empresas após a mudança de CEO .....	70
Tabela 17 – Variação do $Q$ de Tobin das empresas após a mudança de CEO .....	71
Tabela 18 – Variação da $mEBITDA$ das empresas após a mudança de CEO .....	72
Tabela 19 – Variação do $RR\mathcal{A}$ das empresas após a mudança de CEO .....	73
Tabela 20 – Variação do $RLG$ das empresas após a mudança de CEO .....	74
Tabela 21 – Variação do $R\mathcal{A}F$ das empresas após a mudança de CEO .....	75
Tabela 22 – Indicadores de desempenho económico-financeiro das empresas no ano 3 após a mudança de CEO .....	47
Tabela 23 – Comparação entre as amostras nos anos -1 e 3 .....	76
Tabela 24 – Descrição das variáveis em estudo .....	77

## **Índice de figuras**

Figura 1 – Características das mudanças de CEO ..... 32

## **Lista de abreviaturas**

CA – Conselho de Administração

CEO – *Chief Executive Officer*

CMVM – Comissão de Mercado de Valores Mobiliários

EBITDA – *Earnings Before Interests, Tax, Depreciation and Amortization*

MV – Máxima Verosimilhança

PBV – *Price to Book Value*

PSI 20 – *Portuguese Stock Index* para todas as empresas cotadas

PSI Geral – *Portuguese Stock Index* para as 20 maiores empresas

RAF – Rácio de Autonomia Financeira

RLG – Rácio de Liquidez Geral

ROA – *Return on Assets*

RRA – Rácio de Rotação do Ativo

RV – Razão de Verosimilhança



## 1. Introdução

O diretor executivo ou *Chief Executive Officer* (CEO) ostenta a direção de uma empresa, sendo o principal responsável por implementar uma linha de ação orientada para o sucesso, pelas estratégias adotadas e pela visão da sua organização. Dada a sua importância, a sua substituição pode ter importantes repercussões no desempenho futuro da empresa onde lidera.

Com base numa série de estudos realizados por diversos autores sobre este tema, delineou-se uma linha de pensamento que passou, numa primeira fase, por supor que as decisões estratégicas são influenciadas pelas posições de liderança. Por essa razão, o CEO assume um papel crítico dentro da organização e pelo facto de ser detentor de uma posição com elevada responsabilidade, a sua mudança é considerada um acontecimento importante na vida de uma empresa (Chen, Cheng e Dai, 2013; Furtado e Karan, 1990; Huson, Parrino e Starks, 2001), sendo que cabe ao Conselho de Administração (CA) deliberar se manterá, ou não, o CEO após um mau desempenho, assumindo assim, uma posição de relevo neste tipo de decisão (Huson *et al.*, 2001; Jenter e Kanaan, 2015; Zhang, 2008).

Diversos estudos mostram que o desempenho de uma empresa é influenciado por fatores internos e/ou externos. Jenter e Kanaan (2015) referem a existência de fatores exógenos no desempenho de uma empresa que geralmente afetam as decisões de permanência de CEO, sendo estes responsabilizados pelo mau desempenho da organização, apesar de ser causado por fatores que fogem ao seu controlo. Todavia, a *teoria económica* sugere que o CA não deve ter em conta elementos do desempenho da empresa que são afetados por choques exógenos, aquando da avaliação da qualidade do CEO. Porém, Lobão (2013), refere-se aos fatores internos, como as características pessoais dos gestores, que influenciam as decisões tomadas. É, portanto, fundamental atender-se à forma como os gestores se comportam e atuam, a fim de otimizar a gestão da empresa, bem como o seu desempenho. Esta afirmação está de acordo com a visão de autores como Herbert Simon, laureado do Prémio Nobel da Economia pelo desenvolvimento da *teoria comportamental da empresa*, James G. March e Richard Cyert, (Lobão, 2013).

Furtado e Karan (1990), Daily e Dalton (1995) e Shen e Canella (2003), mencionam que a sucessão do CEO implica uma transição de liderança com impacto central na gestão estratégica, nas estruturas e nos processos internos da organização, o que poderá afetar o desempenho subsequente da empresa.

A relação entre a mudança de CEO e o desempenho económico-financeiro das empresas foi também estudada, utilizando diversas variáveis de controlo como a propriedade

e dimensão da empresa, as características do CA e do CEO (Jenter e Lewellen, 2014; Zhu e Shen, 2016), a alavancagem financeira e o rácio *market-to-book* (Yuan, 2009). É frequente a existência da dualidade do CEO nas empresas – presidente da Comissão Executiva e do CA – o que gera um maior risco de *entrenchment* do CEO de acordo com a Teoria da Agência (Boyd, 1995; Krause, Semadeni e Canella, 2014), pelo que essa dualidade foi também usada como variável de controlo. *Entrenchment* é o esforço feito para aumentar o poder relativo dos gestores e/ou proprietários a fim de diminuir a eficiência do *corporate governance* e facilitar a promoção dos seus próprios interesses (Kato e Long, 2006).

Apesar da vasta literatura existente no tema em questão, as contribuições desta dissertação são: uma nova amostra de empresas portuguesas cotadas em bolsa; o alargamento da análise do impacto da mudança de CEO a indicadores de atividade, de liquidez e de estrutura financeira, dado que os estudos feitos até então apenas se debruçam sobre indicadores de rendibilidade; e, o estudo do impacto da mudança em todos estes indicadores e de forma detalhada tendo em conta o tipo de sucessão e de saída.

O objetivo deste estudo é investigar a decisão de mudança de CEO nas empresas portuguesas cotadas em bolsa e, para tal, são realizadas duas diferentes análises sobre o tema em questão: a primeira com o propósito de identificar os fatores que contribuem para a mudança de CEO, usando um modelo *probit*, e a segunda com o intuito de avaliar o impacto dessa mudança no desempenho económico-financeiro de uma organização, com base no tipo de saída e na origem da sucessão do CEO, com recurso a testes não paramétricos. Em ambas são utilizadas as 41 empresas cotadas e o mesmo horizonte temporal de 2002 a 2018, com informação dos relatórios de *corporate governance* e da base de dados *Datastream*.

Assim, esta dissertação está estruturada da seguinte forma. No Capítulo 2, é feita uma revisão da literatura existente acerca da mudança de CEO. Três teorias são exploradas: a teoria comportamental da empresa, a teoria da agência e a teoria de “*upper echelons*”, assim como as razões que levam à mudança de CEO, o tipo de saída do CEO e a origem do sucessor. Nos Capítulos 3 e 4, pretende responder-se a duas questões distintas. No Capítulo 3, identificam-se os fatores que melhor explicam uma mudança de CEO e no Capítulo 4, estuda-se o impacto no desempenho económico-financeiro desse tipo de mudança nas empresas. Para isso, foi necessário o uso de duas bases de dados e respetivas metodologias, visto que os objetivos, descritos nos capítulos mencionados, são diferentes. Também são apresentados os principais resultados. Por último, no Capítulo 5, são expostas as principais conclusões retiradas, assim como as limitações do presente estudo e linhas de investigação futura.

## 2. Revisão de literatura

Inicia-se a revisão de literatura com a reflexão do papel dos gestores numa empresa, sobre o qual expõe-se a teoria comportamental da empresa. Também, é dado destaque a mais duas teorias: a teoria da agência e a teoria “*upper echelons*”. Posteriormente, na Secção 2.2, apresenta-se as principais razões de mudança de CEO. Nas Secções 2.3 e 2.4, distingue-se entre mudança interna e externa, e mudança forçada e voluntária, respetivamente.

### 2.1 Importância dos gestores

Os gestores constituem uma classe heterogénea, pelo que apresentam características pessoais diferentes (personalidade, preferências, nível de aversão ao risco, competências e opiniões) que se refletem na forma como tomam as suas decisões nas empresas (Drucker, 2004).

Segundo Lobão (2013), a tomada de decisão de cada gestor apresenta padrões específicos, indicando diferentes estilos de gestão, que se traduz em abordagens diferentes tanto a nível de estratégia de crescimento da empresa, como a nível de decisões financeiras.

Os gestores são fundamentais no desempenho de uma empresa e, como tal, a escolha dos gestores pelas empresas não é feita aleatoriamente, o que dificulta a atribuição das diferenças no desempenho das empresas aos gestores, sem incorrer em erro de atribuir a fatores exógenos do setor ou a características da própria empresa. Geralmente, as empresas que se pautam por uma melhor governação tendem a atrair gestores cuja forma de gestão favorece o desempenho da empresa (Bertrand e Schoar, 2003; Frank e Goyal, 2007; Westerberg, Singh e Hackner, 1997).

Nas três subsecções seguintes irá-se abordar três teorias essenciais: a teoria comportamental da empresa, a teoria da agência e a teoria dos “*upper echelons*” ou teoria dos escalões superiores.

#### 2.1.1 Teoria comportamental da empresa

Esta teoria foi desenvolvida a partir dos anos 50 do século XX e teve como principais investigadores Herbert Simon, James G. March e Richard Cyert (Augier, 2013).

Para Simon (1979), os indivíduos responsáveis pela tomada de decisão numa empresa, não têm a capacidade de tomar decisões com base em processos de otimização, pois adotam comportamentos de satisfação e não de otimização, em contexto de incerteza, dado que a sua racionalidade é limitada. Este autor debruça-se essencialmente no estudo da tomada de decisão e das limitações à racionalidade no comportamento humano, em

diferentes ambientes organizacionais (Augier e March, 2008). Segundo Simon (1956), o ambiente organizacional é um fator que influencia quer a tomada de decisão, quer as capacidades de processamento de informações dos indivíduos.

Para além disso, para estes três investigadores, Herbert Simon, James G. March e Richard Cyert, a tomada de decisão retrata as características cognitivo-comportamentais e as idiossincrasias dos indivíduos que, consequentemente, afetam a gestão e desempenho das organizações, mas que podem resolver situações de conflito de interesses (Cyert e March, 1963; March e Simon, 1958).

As finanças comportamentais procuram avaliar a existência de enviesamentos que influenciam a tomada de decisão dos gestores. São exemplos os enviesamentos de confirmação, de disponibilidade e de ancoragem; a ilusão de controlo; a dissonância cognitiva; e o excesso de confiança (Lobão, 2013). Este último, assume particular relevância por ser um enviesamento predominante nos gestores das empresas e que dificilmente diminui ao longo do tempo.

O excesso de confiança traduz-se na convicção de que as próprias capacidades dos indivíduos são superiores àquelas que possuem na realidade (Fischhoff, Slovic e Lichtenstein, 1977; Griffin e Tversky, 1992). Indivíduos com este tipo de característica tendem a sobreavaliar a relevância da informação que possuem e demonstram resistência em incorporar novas informações que lhes permita uma avaliação mais correta da situação, assim como tendem a subavaliar o risco relativo às opções tomadas (Alpert e Raiffa, 1982; Fischhoff *et al.*, 1977; Kraemer, Noth e Weber, 2006). Weinstein (1980) refere também que estes indivíduos tendem a subestimar [sobreestimar] a probabilidade de ocorrência de acontecimentos desfavoráveis [favoráveis].

Goel e Thakor (2008) afirmam que o processo de gestão interno das empresas pode beneficiar a progressão na carreira de gestores com excesso de confiança, o que tende a reforçar o peso destes gestores nos lugares de topo. Tende ainda a verificar-se empiricamente níveis mais elevados de excesso de confiança em gestores mais experientes e mais ricos em conhecimento (Camerer e Lovallo, 1999; Griffin e Tversky, 1992; Menkhoff, Schmeling e Schmidt, 2013).

### **2.1.2 Teoria da agência**

A teoria da agência, apesar de ser controversa, é uma teoria de elevada relevância, uma vez que oferece uma visão única sobre os sistemas de informação, incerteza de

resultados, incentivos e riscos e é considerada uma perspetiva empiricamente válida (Eisenhardt, 1989).

Esta teoria foca-se principalmente na relação entre o agente (administrador) e o principal (acionista) e visa explicar dois problemas que podem surgir entre estes dois agentes económicos (Eisenhardt, 1989; Fama e Jensen, 1983a). O primeiro é chamado problema da partilha do risco e ocorre quando ambos não toleram o risco de forma equitativa. O segundo surge quando se verifica um desalinhamento dos objetivos entre o agente e o principal.

Em *corporate governance*, a teoria da agência sugere que o CEO e o CA devem ser independentes, de forma a evitar-se o *managerial entrenchment* (Eisenhardt, 1989; Fama e Jensen, 1983b). Esta teoria deduz que a forma como o CEO gere a empresa é afetada pela ameaça deste ser substituído (Lausten, 2002). Jensen e Murphy (1990) argumentam que a probabilidade de os gestores deixarem a empresa após um mau desempenho aumenta, sendo que essa ameaça de demissão tem um efeito disciplinador nos mesmos.

Por norma, os modelos de agência não consideram existir diferenças no comportamento dos diversos gestores, na medida em que não atendem às divergências idiossincráticas dos mesmos. Pelo contrário, consideram que as alterações existentes numa empresa se devem à heterogeneidade dos fatores institucionais, especialmente à intensidade dos mecanismos de controlo dos gestores. Se se admitir uma extensão a estes modelos e se os mecanismos de controlo fossem limitados, pode presumir-se a possibilidade de o gestor impor as suas características idiossincráticas na empresa em que lidera. Assim, à medida que os mecanismos de controlo (interno e externo) são enfraquecidos, o impacto da atuação dos gestores tende a aumentar (Lobão, 2013).

Os estudos empíricos mostram que as características dos gestores são fundamentais para se compreender as mudanças ocorridas no interior das empresas, uma vez que os gestores tendem a impor o seu estilo de gestão. Esta teoria reconhece a capacidade dos gestores para tomarem decisões e que estes podem usá-la para modificarem as políticas empresariais, atuando em benefício do seu próprio interesse (Lobão, 2013).

Por vezes, os gestores podem apresentar algumas características que induzem a empresa a adotar estratégias sub-ótimas, mas tal depende da capacidade do CA em controlar o gestor. As suas ações podem também ser controladas por via de um esquema de incentivos adequado ao gestor de topo, como um sistema de remuneração de longo prazo acrescido ao seu salário base, de modo a evitar-se o conflito de interesses entre este e os acionistas (Donaldson e Davis, 1991).

A teoria da agência é considerada a base teórica de avaliação das relações entre os indivíduos de um sistema, pela análise dos conflitos de interesse ocorridos entre eles, uma vez que é atribuída a indivíduos distintos a propriedade e a gestão. Esta linha de pensamento conduz à questão do impacto que o poder do gestor possa ter na alteração do desempenho de uma empresa. A evidência empírica mostra que os gestores com mais influência são responsáveis, simultaneamente, pelos melhores e piores índices de desempenho empresarial, pelo que não é evidente o efeito líquido do aumento do poder dos gestores numa empresa (Adams, Almeida e Ferreira, 2005; Cronqvist, Makhiya e Yonker, 2012; Malmendier e Tate, 2009). De acordo com esta linha de pensamento, pode inferir-se que o poder detido pelos gestores condiciona o desempenho da empresa e não o contrário.

No que toca à avaliação da qualidade dos gestores, a teoria da agência mostra que há vantagens em se proceder à sua avaliação com base no desempenho relativo quando estes são afetados por choques comuns (Diamond e Verrecchia 1982; Holmstrom 1979; Holmstrom 1982).

A literatura existente sobre a substituição de CEO, revela que a sua qualidade é avaliada a partir do resultado do desempenho da empresa e de outros fatores, como o desempenho dos pares. Esta avaliação é feita pelo CA e se o valor for inferior a um determinado limite, este demitirá o CEO. Este limite tem como definição as competências psicossociais e profissionais do CEO substituto (Jenter e Kanaan, 2015).

É importante ter em conta que não só as características dos gestores e o seu poder são fundamentais para que as decisões tomadas tenham efeitos sobre o desempenho de uma empresa, como também as variáveis organizacionais têm a sua influência.

### **2.1.3 Teoria “*upper echelons*” ou teoria dos escalões superiores**

Esta teoria foi proposta por Hambrick e Mason (1984) e sugere a existência de fatores internos e externos que influenciam o desempenho das empresas. Estes autores acreditam que os membros da equipa de gestão de topo, assim como diversos fatores que lhes estão associados, influenciam a forma como a empresa atua e os seus resultados alcançados. Para esta teoria, as opiniões dos executivos sobre as principais questões organizacionais tende a ser influenciada pelas suas experiências anteriores (Finkelstein, Hambrick e Cannella, 2009; Hambrick e Mason, 1984).

Nesta teoria, a análise centra-se nos grupos executivos e não apenas no gestor principal, de forma a obter-se melhores explicações relativamente aos resultados das organizações (Hambrick, 2007).

Segundo Lobão (2013), quanto maior a importância de uma decisão a tomar, maior é a possibilidade de se recorrer a um processo mais deliberativo, que envolva a opinião de diversos profissionais da organização e não apenas de um só.

Hambrick (1987) identifica uma série de competências de comunicação e visão como características-chave que devem existir no seio de uma equipa para o seu bom funcionamento e o consequente sucesso das estratégias adotadas e implementadas pelas empresas. Carpenter e Fredrickson (2001) e Hambrick (1987), destacam a importância da liderança, mencionando que o desempenho de uma empresa é visto como o reflexo dos seus gestores de topo. No entanto, estudos empíricos mostram a existência de dificuldades na partilha de informação, no sentido em que a comunicação em grupo torna consideravelmente complexo o processo de agregação das informações relevantes para assegurar a tomada de uma boa decisão (Lobão, 2013).

Existem algumas razões que levam a que os grupos não sejam considerados capazes de conduzir a melhores escolhas. Tome-se como exemplo a existência de uma tendência para os indivíduos alterarem as suas opiniões, ou até mesmo não as exprimirem, quando estas não estão em consonância com as opiniões maioritárias, com receio das suas opiniões serem vistas como críticas e de estes não serem aceites pelo grupo (Asch, 1956; Epley e Gilovich, 1999). Saliente-se que os profissionais que trabalham há mais tempo numa empresa ou que detém posições hierárquicas superiores, são menos afetados pelo desejo de conformismo e de aceitação pelo coletivo (Lobão, 2013).

Um outro exemplo prende-se com a partilha de informação, em que se verifica uma comunicação ineficaz em grupo, dada a incapacidade de se agregar informações relevantes para uma boa tomada de decisão. As informações que são do conhecimento de apenas um dos elementos do grupo tendem a ser tratadas com ceticismo pelos restantes, não tendo qualquer influência sobre a decisão final. Este tipo de comportamentos não conduz às melhores decisões tomadas pelo grupo, sobretudo quando a distribuição inicial de informação entre os membros do grupo não é equilibrada (Parks e Cowlin, 1996; Stasser, Taylor e Hanna, 1989).

Adicionalmente, deve ter-se em conta o facto de a informação partilhada pelos diferentes elementos do grupo apresentar uma componente emocional associada e, como tal, poderá também afetar a tomada de decisão coletiva (Gigone e Hastie, 1997; Kerr, MacCoun e Kramer, 1996; Neumann e Strack, 2000).

Ainda no âmbito da teoria dos escalões superiores, diversos autores como Finkelstein e Hambrick (1990) e Hambrick, Cho e Chen (1996) referem que a formação, a idade, a

diversidade, a personalidade ou a experiência profissional são fatores que influenciam a tomada de decisão e o funcionamento dos grupos de gestão das empresas.

## 2.2 Razões da mudança de CEO

Nesta seção, dar-se-á destaque ao que diversos autores definiram como possíveis causas para a mudança de CEO. Furtado e Rozeff (1987) classificam a saída dos CEOs em quatro categorias distintas: reforma, renúncia, morte e demissão.

Também Meng, Zeng, Tam e Xu (2013) segmentam as razões de saída do CEO em quatro categorias: motivos de *corporate governance* (como mudança de acionistas, aquisições ou fusões e aquisições), mudanças forçadas e negativas (como demissões, dificuldades financeiras ou conflitos judiciais), mudanças forçadas e comuns (como reforma ou fim do mandato) e mudanças voluntárias (como razões pessoais ou demissão por vontade própria).

Denis e Denis (1995) determinaram que a reforma é a causa mais comum para a substituição do CEO, seguida da renúncia forçada. O mesmo é referido por Warner, Watts e Wruck (1988) que, com base em notícias do *Wall Street Journal*, apontam ainda motivos mais frequentes para a mudança de CEO de forma mais detalhada, como a assunção de cargos noutras empresas, a mudança de funções na própria empresa, o mau desempenho, condições de saúde ou diferenças políticas. Também Rhim, Peluchette e Song (2006) consideram os problemas de saúde ou jurídicos como possíveis causas para a mudança de CEO.

Denis e Denis (1995) defendem que a substituição do CEO pode estar também relacionada com políticas firmes de investimento e financiamento. Os gestores de empresas com dificuldades financeiras tendem a ter atitudes semelhantes aos gestores de empresas que apresentam boas condições financeiras, fazendo recair frequentemente a culpa sobre o CEO pelas dificuldades financeiras (Khanna e Poulsen, 1995).

Barro e Barro (1990) concluíram que uma das razões para a substituição do CEO é a sua idade, sendo que a probabilidade de este abandonar o cargo é elevada em torno da idade estipulada para a reforma (65 anos). Ainda na linha deste pensamento, Chevalier e Ellison (1999) mencionam que são mais facilmente substituídos os CEOs jovens, comparativamente com os CEOs com mais idade, quando se verificam baixos níveis de desempenho económico-financeiros. De acordo com estes autores, há uma elevada correlação entre a mudança de CEOs e o desempenho atual e anterior quando estão em causa CEOs jovens, pelo facto de existir uma maior quantidade de informação acerca das características dos gestores mais antigos e uma vantagem a nível de conquistas passadas (Chevalier e Ellison, 1999).

Note-se que, nos casos em que os CEOs são membros da família fundadora de uma empresa, estes tendem a exercer controlo sobre um grande número de ações, direta ou indiretamente, o que dificulta a sua substituição (Morck, Shleifer e Vishny, 1989; Parrino, 1997).

Para além disso, a mudança de CEOs pode estar relacionada a pressões sociológicas internas, onde um CEO com poder tende a manipular a composição do CA através da promoção de diretores demograficamente semelhantes a eles, isto é, “*similarity-attraction-paradigm*” (Umans, 2012; Zajac e Westphal, 1996).

Relativamente ao processo de substituição de CEO, Shen e Canella (2003) referem que o novo CEO tem influência na direção estratégica e no desempenho futuro da empresa. Neste sentido, na próxima secção é elaborado um tópico de referência aos efeitos da sucessão interna e externa.

### **2.3 Sucessão interna *versus* externa do CEO**

A origem do sucessor ao cargo de CEO tem sido frequentemente alvo de estudo. Ansari Goergen e Mira (2014) reconhecem a importância das características do sucessor na avaliação do impacto da mudança de liderança.

A seleção do novo diretor executivo é feita com recurso ao mercado interno para executivos (dentro da empresa) ou com recurso ao mercado de trabalho externo (Furtado e Rozeff, 1987).

Para Bernard, Godard e Zouaoui (2018), a eleição do CEO tem um impacto direto no problema de seleção adversa, dado que o processo de conhecimento das características e competências dos sucessores, dependem da informação mantida ao longo do tempo. O certo é que quando se trata de um sucessor interno o CA tem um melhor conhecimento das capacidades desse sucessor do que quando se trata de um sucessor externo. Todavia, este problema de assimetria de informação não implica necessariamente uma maior preferência por sucessores internos. Bernard *et al.* (2018), revelam que se a empresa pretender manter a sua estratégia, é provável que o CA eleja um líder interno tendo em conta o seu comportamento dentro da empresa. Pelo contrário, se o objetivo for mudar a estratégia adotada pela empresa, é mais provável que o CA escolha um líder externo.

Há evidência empírica de uma maior preferência por sucessão interna quando se tem de nomear um novo CEO. Zajac (1990) supõe que uma sucessão interna acarrete resultados positivos, incluindo reduzidos custos relativos à socialização, à mudança e a escolhas erradas. Friedman (1991) acrescenta ainda, que a sucessão interna conduz a uma melhor capacidade

de atrair e reter funcionários, podendo ser visto como um sistema de incentivo. Furtado e Rozeff (1987) descrevem uma série de vantagens associadas a promoções internas, nomeadamente, menor perturbação no ambiente e na estratégia da empresa, maior incentivo para membros da equipa de gestão, menor tendência para indicar informações negativas, menor risco de uma escolha errada do sucessor e uma maior aliança do capital humano específico à própria empresa.

Quanto à nomeação de um CEO externo, presume-se que esta esteja associada a uma maior probabilidade de mudança de estratégia da organização e dos objetivos (Bonnier e Bruner, 1989; Zhu e Shen, 2016). É realmente um desafio para um indivíduo desempenhar o cargo de CEO quando é externo à organização, sendo que um bom relacionamento com os membros do CA pode ser um fator-chave para o sucesso na organização de um novo CEO externo (Zhu e Shen, 2016).

A origem do sucessor é uma questão importante também explorada por Meng *et al.* (2013), que têm em consideração as características do sucessor, seja ele interno ou externo, e a sua independência na responsabilidade do ambiente das empresas.

Há ainda evidências de que a probabilidade de substituição de CEOs é notavelmente maior quando um sucessor externo está disponível (Parrino, 1997). De acordo com Borokhovich, Parrino e Trapani (1996), uma empresa tende a eleger um sucessor externo mais facilmente do que um sucessor interno quando a sua saída é forçada. Estes autores defendem que um gestor externo tem um maior potencial para mudar a política adotada pelo CEO anterior do que um gestor interno.

De acordo com Huson *et al.* (2001), relativamente à evolução dos mecanismos de sucessão ao longo do tempo, é possível verificar-se que a natureza da atividade de rotatividade de CEOs mudou ao longo do tempo, traduzindo-se num aumento do número de sucessões externas comparativamente com as internas, apesar da maior preferência do CA por sucessores internos. Ainda neste seguimento, a generalidade da literatura conclui que a origem do CEO tem efeitos sobre a estratégia adotada pela empresa e que a sucessão externa tende a produzir retornos positivos anormais para os acionistas mais elevados do que a sucessão interna.

## 2.4 Saída forçada *versus* voluntária do CEO

Para Borokhovich *et al.* (1996) e Parrino (1997), a saída é classificada como forçada quando a imprensa relata que o CEO é demitido ou quando este se reforma ou abdica do cargo devido a pressões políticas. De acordo com Cools e Van Praag (2007), as saídas são

classificadas como forçadas sempre que se devem a conflitos com outros membros do CA (como questões estratégicas ou de gestão), a conflitos com o Conselho de Supervisão (que o leve a iniciar a saída do presidente executivo), a um escândalo (iniciando externamente eventos “vergonhosos”, como *insider trading* ilegítimo) ou ao mau desempenho ou gestão inadequada do próprio presidente executivo.

As saídas de CEOs antes da idade da reforma são classificadas como voluntárias caso a imprensa mencione que é por motivo de morte, problemas de saúde ou aceitação de outro cargo. Note ainda que os casos classificados como forçados podem ser alvo de reclassificação no caso de a saída se dever a razões externas à atividade da empresa e ser explicada convenientemente (Borokhovich *et al.*, 1996; Parrino, 1997).

Warner *et al.* (1988) e Weisbach (1988) referem que existe dificuldade em se identificar saídas forçadas, uma vez que os comunicados à imprensa, nem sempre os descrevem como tal. As saídas forçadas raramente ocorrem, pois, a saída forçada dos CEO envolvem perdas consideráveis para os acionistas (Chen *et al.*, 2013; Denis e Denis, 1995).

Denis e Denis (1995) concluem que as mudanças forçadas de CEO são precedidas por declínios significativos no desempenho das empresas e que após a mudança verificam-se melhorias significativas no desempenho. Por outro lado, concluem que uma mudança voluntária não é precedida por mudanças acentuadas no desempenho de uma empresa, mas resulta em pequenos aumentos no lucro operacional e ainda num aumento do controlo corporativo por parte da empresa.

Segundo Filbeck, Parente e Zhao (2013) e Leker e Salomo (2000), o desempenho durante o período de sucessão varia de acordo com o tipo de mudança de CEO. A evidência empírica mostra que certas saídas forçadas se traduzem numa melhoria de desempenho da empresa após a mudança (Leker e Salomo, 2000). De acordo com Filbeck *et al.* (2013), as empresas apresentam um melhor desempenho antes da mudança, quando o CEO renuncia voluntariamente ou por motivos de saúde ou morte.

Huson *et al.* (2001) argumentam que se tem verificado um crescente aumento de saídas forçadas ao longo do tempo. Apesar de terem verificado mudanças significativas nos mecanismos internos da organização, como o CA, a relação entre a probabilidade da saída forçada e o desempenho da empresa manteve-se estável, continuando o desempenho insatisfatório a ser uma razão para uma substituição forçada dos CEO.

Para o CA é importante saber quais os investidores que detêm as ações da sua empresa, dado que uma mudança da composição acionista é um fator que influencia a decisão de substituir o CEO e a escolha do seu sucessor. Os investidores tendem a pressionar os

diretores quer para substituírem os CEOs com baixo desempenho, quer para identificarem sucessores que restabeleçam a sua confiança.

Neste caso, em que a mudança é afetada pela alteração da composição acionista, é esperada a substituição do CEO atual por um externo, uma vez que a ascensão de um CEO externo tem maior probabilidade de quebrar com as políticas fracassadas do anterior CEO do que um interno (Borokhovich *et al.*, 1996) e que a melhoria no desempenho operacional é mais significativa quando é nomeado um CEO externo (Huson *et al.*, 2001). Neste sentido, poder-se-á constatar que há uma maior frequência de mudanças forçadas associadas a diminuições na propriedade institucional e, consequentemente, uma frequência significativamente maior de sucessão externa (Parrino, Sias e Starks, 2003).

### 3. Estudo empírico: fatores de mudança de CEO

Nesta secção utiliza-se um modelo de escolha binária, o modelo *probit*, com o objetivo de identificar os principais fatores que conduzem à mudança de CEO nas empresas portuguesas cotadas na *Euronext Lisbon*.

A apresentação do estudo empírico inicia-se com a análise da amostra. Na Secção 3.1, explica-se como se procedeu à sua seleção, e é efetuada a descrição da mesma. Na Secção 3.2, apresenta-se a metodologia adotada. A metodologia desta investigação tem por base estudos recentes de Jenter e Kanaan (2015); de Chen *et al.* (2013); de Chen e Hambrick (2012); de Kaplan e Minton (2006); de Cziraki e Xu (2014); de Fee, Hadlock, Huang e Pierce (2015); e de Vieira (2017). Por último, na Secção 3.3 são discutidos os principais resultados obtidos.

#### 3.1. Amostra

Para a presente análise, utilizaram-se dados da atualidade empresarial e foi definido um horizonte temporal de 2002 a 2018. A amostra engloba todas as empresas cotadas na *Euronext Lisbon* – Sociedade Gestora de Mercados Regulamentados, S.A. – à data de dezembro de 2018, sem exclusão daquelas onde não ocorreram mudanças de CEO, contabilizando-se um total de 41 empresas e 82 mudanças de CEO, como se pode verificar na Tabela 1 do Anexo A. Teve-se por base os estudos de Chen *et al.* (2013), Denis, Denis e Sarin (1997), Weisbach (1988) e Vieira (2017).

Para a obtenção da amostra foi necessário a construção de duas bases de dados.

A construção da primeira base de dados foi feita manualmente e com o objetivo de determinar as mudanças de CEO ocorridas ao longo do período selecionado e classificá-las quanto ao tipo de saída – forçada ou voluntária – e quanto ao tipo de sucessão - interna ou externa. Para tal, foi feita uma pesquisa que consistiu em analisar relatórios de *corporate governance* de cada empresa selecionada, em cada ano do período da amostra (dezasseis anos no total), para verificar quais os anos e empresas em que se verificou a mudança do presidente da Comissão Executiva<sup>1</sup>, assim como os nomes dos recém-nomeados e dos que saíram. Como forma de comprovar essa mudança, foi utilizado o *site* da Comissão de Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) obtendo-se os comunicados feitos pelas empresas selecionadas. O certo é que estes documentos oficiais não revelam, na maioria das vezes, o motivo pelo qual se deu a substituição do CEO, limitando a informar-se apenas a mudança ocorrida. De forma a contornar esta situação, utilizou-se o motor de busca *Google*, para uma

---

<sup>1</sup> Note-se que, para empresas em que não existia uma Comissão Executiva, assumia-se como CEO o presidente do CA.

pesquisa *online* de notícias em jornais portugueses sobre cada mudança de CEO, obtendo-se informações mais pormenorizadas sobre o acontecimento, o que permitiu uma melhor classificação quanto ao tipo de mudança de CEO.

Relativamente à classificação quanto ao tipo de partida, foi definida como uma mudança voluntária caso o CEO se demita do cargo de presidente da Comissão Executiva e se mantenha numa posição não executiva no CA. Foram também classificadas como voluntárias as mudanças em que o tempo do mandato esteja a terminar e o presidente decida não se candidatar ao cargo de CEO. Classificou-se como uma saída forçada as saídas em que o CEO não termina o seu mandato, não permanece no conselho com um cargo não executivo ou caso as notícias na imprensa mencionem nitidamente que a sua saída foi forçada. Foram também classificadas como forçadas as saídas que se deveram a conflitos com os membros do CA ou do Conselho de Supervisão, a escândalos nos quais o CEO esteja envolvido e ao mau desempenho ou gestão inadequada do próprio presidente executivo.

Quanto ao tipo de sucessão, definiu-se como sucessão interna os casos em que o CEO nomeado já exercia funções no CA da empresa ou na Comissão Executiva.

É de notar que, a categorização efetuada pode, em alguns casos, ser alvo de subjetividade, sendo influenciada pelo julgamento pessoal, pois as empresas tendem a anunciar a saída de um CEO como despedimento ou por motivos pessoais de forma a que a sua saída pareça menos dramática, sendo que esta falta de transparência pode enviesar os resultados quanto às classificações relativas ao tipo de saída (Chen *et al.*, 2013).

Na grande maioria dos casos, a data das notícias coincidia com a do comunicado à CMVM. Quando tal não se verificava, usava-se a data das notícias para definir o ano em que a mudança ocorria. Todavia, em situações em que nenhuma notícia *online* foi encontrada, considerou-se as informações do comunicado à CMVM. Obteve-se uma amostra de 82 observações, o que se traduz em 82 registos de mudanças de CEO, no período definido, com um total de 35 empresas em que ocorreu esse tipo de mudança. Esta base de dados encontra-se no Anexo B.

As empresas em estudo foram classificadas como familiares e não familiares com o intuito de averiguar se o facto de o CEO pertencer ou não à família tem ou não influência na mudança de CEO. Definiu-se como empresa familiar os casos em que a família fundadora ou o membro da família estava envolvido na administração da empresa e controlava 20% ou mais do património líquido, tendo por base estudos como o de Vieira (2017). Esta classificação foi efetuada através da análise aos relatórios de *corporate governance*.

A recolha de dados sobre as variáveis utilizadas para a construção da segunda base de dados foi também feita manualmente, através da análise dos relatórios de *corporate governance* de cada empresa, para cada ano, com a exceção das variáveis ROA (*return on assets*), Q de Tobin, lucro, tamanho da empresa, alavancagem e o rácio *market-to-book*, cujos dados foram retirados da base de dados *Datastream* para posteriormente se efetuar o cálculo destas mesmas variáveis.

Relativamente às variáveis de desempenho ROA e Q de Tobin, efetuou-se o ajustamento ao setor das mesmas, de forma a obter-se medidas mais precisas e a mitigar-se problemas econométricos, nomeadamente a reversão à média das medidas de desempenho contabilísticas (González, Guzmán, Pombo e Trujillo, 2015; Guo e Masulis, 2015; Huson *et al.*, 2001). Para a obtenção das variáveis ajustadas ao setor, dividiu-se a amostra em 8 setores (Industrial; Construção; Serviços ao Consumidor; Serviços Financeiros; Tecnológico; Utilities, Gás e Petróleo; Telecomunicações e Outros) e calculou-se o ROA (Q de Tobin) médio de cada setor. Posteriormente, subtraiu-se ao ROA (Q de Tobin) individual de cada empresa o ROA (Q de Tobin) médio do setor, para cada ano (Kato e Long, 2006; Lausten, 2002; Weisbach, 1988).

#### *Estatísticas descritivas*

Um total de 82 mudanças de CEO foram identificadas, das quais 24 são saídas forçadas, 53 são saídas voluntárias, 59 são sucessões internas e 22 são externas. Da análise das estatísticas descritivas das Tabelas 2 e 3, constata-se que o CEO em média tem 55 anos, é membro do CA em 99,5% da amostra, o que pode indicar *entrenchement* do CEO nesses casos, dado que pode haver “*back scratching*” no ambiente vivido (Oxelheim e Clarkson, 2015). Além disso, o CEO é presidente do CA em mais de metade das observações, mais concretamente, em 332 observações.

Tabela 2 – Medida descritiva das variáveis binárias

Variável	<i>n</i>	%
Mudança CEO	656	12,50
Mudança forçada	646	3,72
Mudança voluntária	646	8,20
Mudança interna	650	9,08
Mudança externa	650	3,38
Lucro	648	70,22
CEO membro da família	681	36,27
CEO/ <i>Chairman</i> dualidade	581	57,14
CEO membro do CA	593	99,49
Empresa familiar	681	51,10

Cerca de metade das empresas são familiares, tal como no estudo de Vieira (2017) que utiliza uma amostra semelhante, sendo que em aproximadamente um terço o CEO é membro da família, mais concretamente, em 247 observações.

Além disso, em média o CA é composto por 9 membros, com o mínimo de 3 membros e o máximo de 28 membros.

Já relativamente à outra variável independente – o lucro – em cerca de 70% das observações o lucro é positivo, mais concretamente, em 455 observações.

Tabela 3 – Medidas descritivas das variáveis contínuas

Variável	<i>n</i>	Mínimo	Máximo	Média	Mediana	Desvio-Padrão	Assimetria	Curtose
ROA ajustado ao setor	687	-166,87	168,58	1,14	0,27	17,15	3,88	63,31
Q de Tobin	612	-21,94	140,35	2,02	1,18	6,68	15,12	305,61
Q de Tobin ajustado ao setor	691	-35,69	104,39	-0,20	-0,29	5,48	9,37	201,25
Idade do CEO	645	31	91	55,11	54	9,85	0,65	3,82
Tamanho do CA	596	3	28	9,10	8	4,92	1,24	4,17
Tamanho da Empresa	634	4,22	8,00	5,90	5,78	0,84	0,47	2,65
Alavancagem	634	0,06	2,46	0,75	0,72	0,25	1,77	11,24
Rácio <i>market-to-book</i>	600	-89,18	83,33	1,70	1,25	6,08	-1,73	143,80
Percentagem de ações do CEO	343	0	79,39	5,33	0,01	15,64	3,83	17,36

As empresas que compõem a amostra encontram-se distribuídas por setor de atividade na Tabela 4 do Anexo C. A partir da análise dessa tabela, constata-se que o setor industrial é o setor que agrupa a maior percentagem de empresas, com 26,83% (num total de onze empresas). Em contrapartida, o setor dos serviços financeiros e outros, são os setores que registam o menor número de empresas, com apenas 7,32%, que corresponde a três das 41 empresas.

### 3.2. Metodologia

Na A variável dependente em estudo é uma *dummy* que assume o valor 1, no caso em que se verifica uma mudança de CEO e 0, em caso contrário.

O conjunto de dados utilizados são em painel com um horizonte temporal de 16 anos, de 2002 a 2018, que engloba todas as 82 mudanças de CEO ocorridas durante esse período. Para esta análise usou-se o seguinte conjunto de variáveis explicadas.

### *Variáveis dependentes*

A mudança de CEO é designada por *MCEO*. Trata-se de uma variável binária que assume o valor 1, caso haja mudança de CEO num determinado ano e 0, em caso contrário. Seguiu-se estudos como Brunello, Graziano e Parigi (2003) e Chen e Hambrick (2012).

A saída forçada é denotada por *MCEO<sub>F</sub>*, sendo esta variável uma variável *dummy* que assume o valor 1, caso a saída do CEO tenha sido forçada e 0, em caso contrário. A saída do CEO pode ser forçada devido a escândalos, mau desempenho da empresa ou por violação de políticas, leis ou códigos de conduta (Guo e Masulis, 2015; Huson, Malatesta e Parrino, 2004).

A saída voluntária é representada por *MCEO<sub>V</sub>*. Esta variável é também uma *dummy* que assume o valor 1, caso a saída do CEO tenha sido voluntária e 0, em caso contrário (Guo e Masulis, 2015; Jenter e Kanaan, 2015; Parrino 1997; Voussen, Burchard, Schäffer e Schweizer, 2013). O CEO pode sair voluntariamente quando são nomeados para uma posição mais apelativa ou se reforma (Guo e Masulis, 2015; Huson *et al.*, 2004).

A sucessão interna de um CEO é retratada por *MCEO<sub>I</sub>* e trata-se de uma variável *dummy* que assume o valor 1, caso haja uma sucessão de um CEO interno na empresa e 0, em caso contrário (Cziraki e Xu, 2014). A nomeação de um CEO interno conduz a uma maior capacidade de atrair e reter funcionários, podendo ser visto como um sistema de incentivo, assim como acarreta uma série de vantagens, descritas no Subcapítulo 2.5, (Friedman, 1991; Furtado e Rozeff, 1987; Zajac, 1990).

A sucessão externa de um CEO é designada por *MCEO<sub>E</sub>*, sendo esta variável uma variável *dummy* que assume o valor 1, caso haja sucessão de um CEO externo na empresa e 0, em caso contrário (Cziraki e Xu, 2014). A nomeação de um CEO externo, geralmente, está associada à intenção de mudança de estratégia da organização e dos objetivos (Bonnier e Bruner, 1989; Zhu e Shen, 2016).

### *Variáveis independentes*

A rendibilidade dos ativos é uma variável denotada por *ROA* e é usada como uma medida de desempenho, uma vez que o desempenho contabilístico é um dos fatores que pode explicar a mudança de CEO. O *ROA* é a medida mais utilizada quando se pretende avaliar resultados financeiros produzidos por uma empresa, através da eficiência e da capacidade de gestão dos ativos detidos pela mesma. Uma empresa tem interesse em que com um mínimo de ativos seja gerado o maior resultado possível. Assim sendo, o desempenho da empresa é tanto melhor quanto maior o valor deste rácio (Bhagat e Bolton,

2008; Brandão, 2014; Huson *et al.*, 2004; Rhim *et al.*, 2006). Esta variável foi calculada através da divisão do resultado líquido pelo ativo total de uma empresa e, de forma a contornar o problema da dupla causalidade na relação desempenho – mudança de CEO, utilizou-se o valor do *ROA* desfasado um período (Chen *et al.*, 2013; González *et al.*, 2015; Huson *et al.*, 2001; Umans, 2012).

Para esta análise também se utilizou o *IROA*, que representa o *ROA* ajustado ao setor (González *et al.*, 2015; Guo e Masulis, 2015; Huson *et al.*, 2001). Para esta variável usou-se o seu valor desfasado um ano pela mesma razão mencionada no *ROA*.

O *Q* de Tobin é também um indicador de rentabilidade que foi usado para o mesmo efeito e representado por *QTOBIN*. Este indicador foi calculado pelo quociente entre o valor de mercado das ações e o valor contabilístico das ações, ou seja, para obtermos o *Q* de Tobin usou-se como *proxy* o *Price to Book Value (PBV)*. Trata-se de um indicador utilizado para perceber se a empresa vale no mercado mais ou menos o custo de substituir o seu ativo, ou seja, se o valor de mercado é, ou não, superior ao valor contabilístico. O *Q* de Tobin deverá ser igual a 1, porque a empresa deve valer o mesmo que os seus ativos (Bhagat e Bolton, 2008). Se este estiver entre 0 e 1, a empresa vale menos do que o custo de substituir o seu ativo. O *Q* de Tobin é considerado uma das medidas mais relevantes utilizada na medição do desempenho das empresas (Bhagat e Bolton, 2008; Brandão, 2014; Krivogorsky 2006). Utilizou-se também o *IQTOBIN*, que representa o *QTOBIN* ajustado ao setor (González *et al.*, 2015; Guo e Masulis, 2015; Huson *et al.*, 2001). Tal como no *ROA* e no *IROA*, também se usou o valor do *QTOBIN* e do *IQTOBIN* desfasados um ano, pelo mesmo motivo.<sup>2</sup>

O lucro das empresas foi usado como medida de desempenho adicional, simbolizado por *LUC*. Esta variável foi definida como uma *dummy* que assume o valor 1, se a empresa apresenta um lucro positivo e 0, em caso contrário (Dikolli, Mayew e Nanda, 2014; González *et al.*, 2015; Kaplan, 1994; Lausten, 2002). De acordo com Kaplan, (1994), a variável *LUC* tem influência sobre a probabilidade de mudança de CEO na medida em que, do ponto de vista contabilístico, um lucro negativo indica que a empresa não conseguiu gerar receitas superiores às despesas financeiras e operacionais, o que pode indicar dificuldade financeira. Perante esta situação, há uma maior tendência para a mudança de CEO.

O facto do CEO ser membro da família, no caso de uma empresa familiar, é expresso através de uma variável designada por *MFAM*. Trata-se de uma variável *dummy* que assume o valor 1, se o CEO for membro da família em empresas familiares e 0, em caso contrário.

---

<sup>2</sup> Outro indicador possível de ser utilizado para o mesmo efeito é o *ROE*, ou respetivo indicador ajustado ao setor.

Sendo o CEO membro da família, ou não, influencia a probabilidade de este ser substituído. De acordo com Chen *et al.* (2013), essa probabilidade é menor quando o CEO pertence à família.

#### *Variáveis de controlo*

Há situações em que o CEO é também *Chairman* (presidente do CA) e, como tal, definiu-se uma variável *dummy*, designada de *CHARDUAL*, que assume o valor 1, se o CEO for presidente do CA e 0, em caso contrário. Essa dualidade pode ser vista como uma medida de *entrenchment* (Chen *et al.*, 2013). Sendo o CEO também presidente do CA, supõe-se que a probabilidade de este sair é menor (Cziraki e Xu, 2014).

O CEO pode ser membro do CA e, para ter em conta esses casos, criou-se uma variável denominada de *MEMBCA*. Oxelheim e Clarkson (2015) admitem que se o CEO for membro do CA pode haver um ambiente de “*back scratching*” entre este e o presidente do CA, o que, por sua vez, aumenta a probabilidade de *entrenchment* do CEO. Assim sendo, supõe-se que a probabilidade de saída do CEO do cargo diminui. Trata-se de uma variável *dummy* que assume o valor 1, se o CEO pertencer ao CA e 0, em caso contrário.<sup>3</sup>

A idade do CEO foi também alvo de análise, dado que diversos estudos defendem que a idade do CEO é um fator relevante nas decisões de mudança de CEO (Chen *et al.*, 2013; Huson *et al.*, 2001). Para o efeito, usou-se uma variável intitulada de *IDADE*, que foi obtida manualmente e calculada subtraindo ao ano  $t$ <sup>4</sup> o ano de nascimento do CEO (Lausten, 2002). Uma das principais razões para a mudança de CEO tendo em conta a idade é a reforma (Denis e Denis, 1995), podendo também dever-se a problemas de saúde ou outras razões às quais os CEOs mais velhos ficam mais propensos (Chen *et al.*, 2013). Por outro lado, Chevalier e Ellison (1999) mencionam que há uma maior frequência de substituições de CEOs jovens, comparativamente com os CEOs com mais idade, devido à maior experiência e conhecimento dos mais velhos e à maior quantidade informação acerca das suas características. Assim, pode considerar-se que à medida que a idade aumenta, tanto pode haver uma maior, como uma menor, propensão para a mudança de CEO.

Para o tamanho do CA criou-se uma variável designada de *TAMCA* que representa o número total de membros que compõem o CA. Um conselho composto por um pequeno número de membros funciona com mais eficiência e eficácia. Assim sendo, segundo Yermack (1996), uma diminuição do número total de membros no CA pode fortalecer a

---

<sup>3</sup> Esta variável não foi usada no modelo final uma vez que não se revelou estatisticamente significativa.

<sup>4</sup> O ano  $t$  representa o ano em que esta dissertação foi elaborada, 2019.

relação negativa entre o desempenho da empresa e a mudança de CEO, traduzindo-se numa maior probabilidade de mudança de CEO perante uma deterioração do desempenho da empresa.

O tamanho da empresa foi também tido em conta, sendo criada uma variável denominada de *TAMEMP*. Esta variável foi calculada como o logaritmo natural dos ativos totais (Guo e Masulis, 2015; Huson *et al.*, 2001; Vousse *et al.*, 2013; Zhu e Shen, 2016). De acordo com vários autores, a probabilidade de mudança de CEO é menor nas grandes empresas relativamente às pequenas empresas (Denis *et al.*, 1997; Parrino, 1997).

A alavancagem foi alvo de estudo, uma vez que a estrutura de capital da empresa pode estar relacionada com o *managerial entrenchment* (Berger, Ofek e Yermack, 1997; Cronqvist, Heyman, Nilsson, Svaleryd e Vlachos, 2009), um maior valor da alavancagem está associado a uma maior possibilidade de substituição do CEO. No entanto, o peso da dívida da empresa pode estimular ações de melhoria de desempenho por parte dos gestores (Umans, 2012). Definiu-se uma variável designada de *ALAV* que foi obtida dividindo o passivo total pelo ativo total (Cronqvist *et al.*, 2009).

Em termos de valor de mercado do capital, as empresas em que o CEO é demitido tendem a ser menores do que as empresas em que há uma saída voluntária do CEO (Jenter e Kanaan, 2015). Assim sendo, usou-se o rácio *market-to-book* como variável de controlo. Esta variável, designada de *MTB*, foi obtida dividindo o valor de mercado do capital próprio pelo valor contabilístico do mesmo (Guo e Masulis, 2015; Vieira, 2017; Vousse *et al.*, 2013). Quanto maior for o valor deste rácio, menor é a probabilidade de haver mudança de CEO.

A percentagem de ações pode ser entendida como uma forma de alinhar os interesses dos acionistas e da administração, de modo a aumentar o valor da empresa. Neste sentido, designou-se de *PERCACOES* a variável que representa a percentagem de ações detidas pelo CEO. (Denis *et al.*, 1997). Os valores desta variável foram desfasados um ano devido ao risco da possibilidade do CEO vender ações quando a sua saída se estiver a aproximar. Uma maior participação acionária pode conduzir mais facilmente ao *entrenchment* do CEO, havendo uma menor probabilidade de este ser substituído (Brunello *et al.*, 2003; Cheng, Cummins e Lin, 2015; Jenter e Kanaan, 2015).

O número de anos que o CEO ocupou o cargo de presidente executivo é uma variável frequentemente estudada e designada por *CEO tenure*. Segundo Chen *et al.* (2013), Denis *et al.* (1997), Lausten (2002) e González *et al.* (2015), quanto maior for o número de anos ocupados na posição de presidente executivo, maior é o conhecimento e o poder do CEO, logo a probabilidade da sua saída é menor. Esta variável não foi estudada, dada a

complexidade na pesquisa para a obtenção dos seus dados. O mesmo se sucedeu com a média da idade dos membros do CA, uma variável também presente em alguns estudos (Zhu e Chen, 2016). De acordo com Umans (2012), as diferenças de idade entre um CEO e os membros do CA pode suscitar complicações na comunicação e compreensão entre eles, sendo que a probabilidade de haver mudança de CEO pode aumentar nesses casos.<sup>5</sup>

Tendo por base a revisão de literatura efetuada nesta secção sobre o efeito marginal de cada variável independente na probabilidade de mudança de CEO, elaborou-se a Tabela 5 que resume os sinais esperados desses efeitos.

Tabela 5 – Sinais esperados das variáveis independentes

	Probabilidade de <i>MCEO</i>
<i>IROA</i>	-
<i>LUC</i>	-
<i>MFAM</i>	-
<i>CHARDUAL</i>	-
<i>IDADE</i>	+/-
<i>TAMCA</i>	-
<i>TAMEMP</i>	-
<i>ALAV</i>	+
<i>MTB</i>	-
<i>PERCACOES</i>	-

#### *Especificação do Modelo*

O modelo utilizado foi baseado em estudos como os de Chen *et al.* (2013) e Denis *et al.* (1997). Considere o seguinte modelo *probit*:

$$MCEO_{i,t}^* = \beta_1 + \beta_2 IROA_{i,t} + \beta_3 LUC_{i,t} + \beta_4 MFAM_{i,t} + \sum_{j=5}^m \beta_j VC_{j-4,i,t} + u_{i,t}, \quad (1)$$

em que

$$MCEO_{i,t} = \begin{cases} 1, & \text{se } MCEO_{i,t}^* > 0 \\ 0, & \text{se } MCEO_{i,t}^* \leq 0 \end{cases} \quad i = 1, 2, \dots, n \text{ e } t = 1, 2, \dots, T, \quad (2)$$

<sup>5</sup> Para além destas variáveis, foram retiradas outras, mas que não se mostraram relevantes para a análise. Retirou-se dos relatórios de *corporate governance* informações para variáveis como a percentagem de executivos, a percentagem de membros independentes, a percentagem de mulheres no CA, a existência de mulheres no CA, a remuneração variável do CEO, entre outras.

e  $u$  segue uma distribuição normal reduzida, ou seja, com média zero e variância um. A especificação refere uma variável latente contínua não observável,  $MCEO^*$ , que pode ser interpretada como a propensão da mudança de CEO ser substituído.  $IROA$  é uma variável que mede o desempenho da empresa;  $LUC$  é uma variável *dummy* que assume o valor 1, se o lucro for positivo e 0, em caso contrário; e  $MFAM$  é uma variável *dummy* que assume o valor 1, se o CEO for membro da família, no caso de uma empresa familiar, e 0, em caso contrário. Foram utilizadas as seguintes variáveis de controlo designadas por  $VC$  e descritas previamente nesta secção: idade do CEO ( $IDADE$ ), CEO/*Chairman* dualidade ( $CHARDUAL$ ), alavancagem ( $ALAV$ ), tamanho da empresa ( $TAMEMP$ ), tamanho do CA ( $TAMCA$ ), rácio *market-to-book* ( $MTB$ ) e percentagem de ações do CEO ( $PERCACOES$ ).

### 3.3. Estimação e interpretação dos resultados

Diversos modelos *probit* foram estimados pelo método de Máxima Verosimilhança (MV) com diferentes especificações e os resultados constam na Tabela 6 com os quatro melhores ajustamentos obtidos.

Note-se que não é possível efetuar-se comparações entre ajustamentos se o número de observações diferir. A diferença entre os Ajustamentos A e B, deve-se ao facto de terem sido retiradas as variáveis  $TAMEMP$ ,  $MTB$  e  $PERCACOES$ . No entanto, o número de observações é superior no Ajustamento B, impossibilitando a comparação entre eles relativamente à melhoria do ajustamento. Mas reportam-se os resultados com o objetivo de mostrar que, mesmo com menos variáveis, as estimativas dos coeficientes de regressão pouco se alteram. O mesmo acontece ao retirar-se no Ajustamento A essas mesmas variáveis e ainda, adicionalmente, o  $TAMCA$  e a  $ALAV$ . Note-se que a diferença entre o número de observações dos ajustamentos deve-se ao facto de algumas variáveis não terem valores para todos os anos em estudo.

Os Ajustamentos C e D são comparáveis, uma vez que apresentam o mesmo número de observações. Assim, através do teste de Razão de Verosimilhança (RV) para testar a melhoria de ajustamento, obteve-se o valor observado da estatística teste de 0,810, concluindo que o Ajustamento D é preferível ao Ajustamento C, para um nível de significância de 1%. Adicionalmente, para o Ajustamento D, pode concluir-se pela Tabela 6 que todas as variáveis são individualmente estatisticamente significativas entre os níveis de significância de 1% e 5%. Portanto, é um bom ajustamento tendo em conta a inferência estatística. Por tudo isso, a análise centra-se no Ajustamento D.

Tabela 6 – Ajustamentos para a mudança de CEO

	Ajustamento A	Ajustamento B	Ajustamento C	Ajustamento D
<i>IROA</i>	-0,019 (0,014)	-0,020** (0,010)	-0,023** (0,010)	-0,023** (0,010)
<i>LUC</i>	-0,654* (0,243)	-0,451** (0,181)	-0,469* (0,167)	-0,467* (0,166)
<i>MFAM</i>	-0,377 (0,231)	-0,552* (0,188)	-1,319 (0,880)	-0,473** (0,184)
Variáveis de Controlo				
<i>CHARDUAL</i>	-0,546*** (0,290)	-0,564** (0,225)	-0,443** (0,178)	-0,450** (0,176)
<i>IDADE</i>	-0,016 (0,012)	-0,020** (0,009)	-0,031* (0,012)	-0,024* (0,009)
<i>TAMCA</i>	-0,031 (0,036)	-0,018 (0,019)		
<i>TAMEMP</i>	-0,066 (0,195)			
<i>ALAV</i>	-0,220 (0,515)	-0,020 (0,382)		
<i>MTB</i>	-0,015 (0,023)			
<i>PERCACOES</i>	-0,008 (0,010)			
<i>MFAM</i> × <i>IDADE</i>			0,016 (0,016)	
Coeficiente $R^2$				
de <i>McFadden</i>	0,149	0,151	0,148	0,146
$\ln \mathcal{L}$	-99,663	-172,861	-179,237	-179,642
RVMA	34,973 (0,014)	61,338 (0,000)	62,138 (0,000)	61,329 (0,000)
Efeitos fixos para o período*	sim	sim	sim	sim
Nº de observações	309	507	528	528
Nº de observações para <i>MCEO</i> =1	39	70	72	72

Notas: Os valores entre parênteses representam as estimativas dos desvios-padrão dos estimadores de MV que foram calculadas com base no estimador robusto de *Huber-White*. Para captar os efeitos fixos para o período foram utilizadas variáveis *dummy* para cada um dos anos. Os símbolos \*, \*\*, \*\*\* significam que as variáveis são estatisticamente significativas a 1%, 5% e 10%, respetivamente.  $\ln \mathcal{L}$  designa o valor máximo da função logarítmica de verosimilhança para o respetivo ajustamento. RVMA representa o valor observado da estatística da RV para o teste de significância global da regressão. Os valores entre parênteses por baixo do RVMA representam o *p-value*.

Note-se que o Ajustamento D obteve estimativas dos coeficientes com sinais expectáveis com a teoria apresentada na Secção 3.2. Pode concluir-se que quando há uma melhoria na rendibilidade dos ativos numa empresa, estima-se que há uma menor probabilidade do CEO não ser substituído e quando os lucros são positivos o mesmo acontece, *ceteris paribus*. Relativamente à variável *IDADE*, de acordo ao que já foi dito anteriormente, tanto poderia obter-se um sinal positivo como negativo, um valor negativo foi obtido, o que significa que quanto maior for a idade do CEO menor é a propensão à sua saída, havendo uma maior preferência por CEO mais velhos. Tal pode ser justificado pelo facto de a maioria das empresas da amostra ser familiar e, neste caso, sendo o CEO membro da família, há uma menor propensão à sua saída. Assim, no Ajustamento C retira-se a variável *MFAM* e acrescenta-se a variável *MFAM*  $\times$  *IDADE*, concluindo-se que quanto maior for a idade do CEO e sendo este membro da família, no caso de uma empresa familiar, estima-se que há uma menor propensão à sua saída. Quando o CEO é também presidente do CA (*Chairman*) estima-se que existe uma menor probabilidade de este ser substituído.

Visto que não é imediata a interpretação das estimativas dos coeficientes, pretende condensar-se o efeito de uma variável explicativa sobre a probabilidade de mudança de CEO num único valor. Para tal será necessário recorrer a uma média.

No caso das variáveis explicativas contínuas usou-se uma média de efeitos marginais calculados para cada uma das observações da amostra, segundo a fórmula:

$$\frac{\partial \Pr(\widehat{MCEO}=1)}{\partial IROA} = \hat{\beta}_2 \frac{1}{n \times T} \sum_{l=1}^{n \times T} f(\hat{\beta}_1 + \hat{\beta}_2 IROA_l + \hat{\beta}_3 LUC_l + \hat{\beta}_4 MFAM_l + \hat{\beta}_5 CHARDUAL_l + \hat{\beta}_6 IDADE_l)^6 \quad (3)$$

em que *IROA* é a variável contínua que pretende determinar-se o efeito marginal.

De forma análoga, o efeito marginal das variáveis binárias pode também avaliar-se por uma diferença entre médias de efeitos calculados para cada observação da amostra, segundo a seguinte formula adotada para a variável *dummy LUC*:<sup>7</sup>

$$\frac{1}{n \times T} \left[ \frac{\sum_{l=1}^{n \times T} \Pr(MCEO = 1 | \widehat{IROA}_l, LUC_l = 1, MFAM_l, CHARDUAL_l, IDADE_l)}{\sum_{l=1}^{n \times T} \Pr(MCEO = 1 | \widehat{IROA}_l, LUC_l = 0, MFAM_l, CHARDUAL_l, IDADE_l)} \right] \quad (4)$$

<sup>6</sup> A probabilidade é designada por  $\Pr$ . A função de densidade de probabilidade é designada por  $f$ .

<sup>7</sup> Da mesma forma, foi calculada para a variável *MFAM*.

Tabela 7 – Estimativas das médias de efeitos marginais na  $\text{Pr}(MCEO=1)$

Variável	Média de efeitos marginais
<i>IROA</i>	-0,0044
<i>LUC</i>	-0,0991
<i>MFAM</i>	-0,0830

Com referência aos valores observados da amostra das variáveis explicativas, estima-se que a empresa que tenha um *IROA* superior em 1 p.p. (ponto percentual) tenha uma probabilidade de mudança de CEO inferior em cerca de 0,44 p.p.. No mesmo sentido, a empresa que apresente um lucro positivo diminui em 9,91 p.p. a probabilidade de mudança de CEO estimada relativamente ao caso de a empresa ter lucros negativos. Estima-se que a empresa em que o CEO é membro da família relativamente à empresa em que o CEO não o é, tenha uma probabilidade de mudança de CEO inferior em cerca de 8,30 p.p.

Conclui-se que perante um mau desempenho da empresa aumenta a probabilidade de mudança de CEO estimada. No entanto, quando este é membro da família, em empresas familiares, o efeito é maior. A empresa mostra-se resistente à sua substituição, preferindo mantê-lo no exercício das suas funções, mesmo havendo uma deterioração do desempenho da empresa e consequente decréscimo dos seus lucros. Tal situação pode constituir um risco para a prossecução do funcionamento da mesma.

Com o objetivo de se fazer uma análise mais exaustiva, foram também estimados vários modelos *probit* com diferentes variáveis dependentes pelo método de MV, que correspondem aos diferentes tipos de mudança de CEO. Os resultados constam na seguinte Tabela 8.

Tabela 8 – Ajustamentos para os diferentes tipos de mudança de CEO

	MCEO* Ajustamento E1		MCEOV* Ajustamento F1		MCEOI* Ajustamento G1		MCEOE* Ajustamento H1	
	Ajustamento E2	Ajustamento F2	Ajustamento G2	Ajustamento H2				
Medidas alternativas:								
(a) IROA			-0,027** (0,013)	-0,024** (0,012)	-0,026** (0,012)	-0,025** (0,011)		
(b) IQTOBIN	-0,036*** (0,019)	-0,034*** (0,017)						
(c) QTOBIN							-0,050 (0,042)	-0,106 (0,074)
LUC	0,499** (0,252)	0,524** (0,247)	-0,733* (0,233)	-0,695* (0,204)	-0,500** (0,204)	-0,431** (0,177)	-0,295 (0,235)	-0,294 (0,244)
MFAM	-1,079* (0,362)	-1,16* (0,362)	-0,343 (0,236)	-0,230 (0,220)	-0,290 (0,214)	-0,201 (0,191)		
Variáveis de Controlo								
CHARDUAL	0,017 (0,289)	0,020 (0,222)	-0,710* (0,271)	-0,648* (0,232)	-0,455*** (0,245)	-0,335*** (0,183)	-0,630*** (0,371)	-0,639*** (0,347)
IDADE	-0,010 (0,015)	-0,002 (0,013)	-0,030** (0,012)	-0,028* (0,010)	-0,022** (0,011)	-0,020** (0,009)	-0,016** (0,008)	-0,021** (0,008)
TAMCA	0,006 (0,035)		-0,056*** (0,032)		-0,036 (0,034)		0,046 (0,029)	0,050** (0,025)
TAMEMP	0,029 (0,234)		0,280 (0,187)		0,108 (0,186)		-0,009 (0,201)	
ALAV	1,638* (0,549)	1,408* (0,514)	-0,788*** (0,463)	-0,731*** (0,426)	-0,131 (0,418)		0,446 (0,550)	
MTB	-0,014 (0,018)		0,016*** (0,009)		0,009 (0,009)		-0,017 (0,017)	-0,027 (0,020)
Coeficiente $R^2$ de McFadden	0,195	0,185	0,214	0,195	0,144	0,126	0,167	0,172
$\ln \mathcal{L}$	-64,286	-73,798	-115,427	-122,448	-131,718	-146,543	-66,553	-69,344
RVMA	31,219 (0,070)	33,661 (0,014)	62,883 (0,000)	59,323 (0,000)	44,432 (0,007)	42,223 (0,003)	26,766 (0,142)	28,847 (0,050)
Efeitos fixos para o período*	sim	sim	sim	sim	sim	sim	sim	sim
Nº de observações	478	509	478	509	481	528	479	495
Nº de observações para	MCEO=1 19	MCEO=1 22	MCEOV=1 44	MCEOV=1 45	MCEOI=1 47	MCEOI=1 51	MCEOE=1 19	MCEOE=1 20

Notas: Os valores entre parênteses representam as estimativas dos desvios-padrão dos estimadores robustos de *Huber-White*. Para captar os efeitos fixos para o período foram utilizadas variáveis *dummy* para cada um dos anos. \*, \*\* e \*\*\* representam a significância das variáveis explicativas para um nível de significância de 1%, 5% e 10%, respetivamente.  $\ln \mathcal{L}$  designa o valor máximo da função logarítmica de verosimilhança para o respetivo ajustamento. RVMA representa o valor observado da estatística da RV para o teste de significância global da regressão. Os valores entre parênteses por baixo do RVMA representam o *p-value*. A variável PERCACOES não consta na tabela, dado que não existia informação suficiente.

Ao retirar-se nos Ajustamentos E1, F1, G1 e H1 as variáveis em falta nos Ajustamentos E2, F2, G2 e H2, o número de observações aumentou. Por essa razão, não é possível efetuarem-se comparações entre os ajustamentos. Ainda assim, optou-se novamente por se expor os resultados dos mesmos, com o objetivo de mostrar que, mesmo com menos variáveis, as estimativas pouco se alteram.

Independentemente do tipo de mudança de CEO, conclui-se que perante uma diminuição do desempenho, medido pelas variáveis alternativas *IROA*, *IQTOBIN* ou *QTOBIN*, há uma maior probabilidade de mudança de CEO estimada. As estimativas para estas variáveis apresentam sinais expectáveis com a teoria. Note-se que para a sucessão externa a variável *QTOBIN* não é estatisticamente significativa, o que mostra que, para haver uma sucessão externa, o desempenho da empresa é irrelevante.

Relativamente a uma saída forçada, representada pelo Ajustamento E2, obteve-se estimativas com sinais expectáveis, com a exceção da variável *LUC*. Segundo o sinal apresentado por esta variável, quando o lucro de uma empresa é negativo há menor probabilidade de haver uma saída forçada do CEO estimada.

Quanto ao facto de o CEO ser, ou não, membro da família, estima-se que no caso de uma empresa familiar, há uma menor probabilidade de este ser forçado a sair quando pertence à família.

Por outro lado, perante um aumento da alavancagem há uma maior propensão para a existência de uma saída forçada do CEO. A idade ou o facto de o CEO ser, ou não, presidente do CA não é relevante quando há necessidade de haver uma saída forçada.

Tabela 9 – Estimativas das médias de efeitos marginais na  $\text{Pr}(MCEO=1)$

Variável	Média de efeitos marginais
<i>IQTOBIN</i>	-0,0026
<i>LUC</i>	0,0343
<i>MFAM</i>	-0,0615

Com referência aos valores observados da amostra das variáveis explicativas, estima-se que a empresa que tenha um *IQTOBIN* superior em 1 p.p. tenha uma probabilidade de saída forçada do CEO inferior em cerca de 0,26 p.p.. No mesmo sentido, estima-se que a probabilidade de haver uma saída forçada do CEO seja inferior em cerca de 6,15 p.p., numa empresa em que o CEO é membro da família relativamente a uma empresa em que o CEO não o é. Por outro lado, a empresa que apresente um lucro positivo, aumenta em 3,43 p.p. a

probabilidade de saída forçada do CEO estimada, relativamente ao caso de a empresa ter lucros negativos. Este último resultado é contraditório com a literatura existente. Note-se que tende a haver uma falta de transparência por parte das empresas em anunciar as mudanças de CEO, o que pode resultar em enviesamentos dos resultados quanto às classificações como forçadas (Chen *et al.*, 2013).

Conclui-se que o facto do CEO ser membro da família, no caso de uma empresa familiar, tem uma grande influência na sua saída, evitando a ocorrência de uma saída forçada quando necessária, o que pode pôr em risco o desempenho futuro da empresa.

Quanto a uma saída voluntária do CEO, retratada pelo Ajustamento F2, as estimativas obtidas estão em conformidade com os sinais esperados pela teoria. Conclui-se perante um lucro negativo numa empresa, estima-se que há uma maior possibilidade de haver uma saída voluntária do CEO. Relativamente ao facto de o CEO ser, ou não, membro da família não tem importância quando se trata de uma saída voluntária, ao contrário do observado numa saída forçada. No entanto, neste tipo de saída, a idade do CEO e o facto de este ser *Chairman*, ou não, têm influência. Quanto maior for a idade do CEO menor é a propensão à sua saída de forma voluntária, tendem a permanecer na sua posição acabando por sair apenas por motivos de morte ou de saúde. O facto de o CEO ser também presidente do CA está associado a uma menor probabilidade estimada de este abandonar o cargo de CEO voluntariamente. Contrariamente, perante um aumento da alavancagem há uma menor tendência para a existência de uma saída voluntária do CEO, pois nestes casos a tendência é para uma saída forçada.

Tabela 10 – Estimativas das médias de efeitos marginais na  $\Pr(MCEO\dot{V}=1)$

Variável	Média de efeitos marginais
<i>IROA</i>	-0,0032
<i>LUC</i>	0,1108

Com referência aos valores observados da amostra das variáveis explicativas, estima-se que a empresa que tenha um *IROA* superior em 1 p.p. detenha uma probabilidade de saída voluntária do CEO estimada inferior em cerca de 0,32 p.p.. Em sentido contrário, estima-se que a empresa que apresente um lucro positivo, aumenta em 11,08 p.p. a probabilidade de saída voluntária do CEO, relativamente ao caso de a empresa ter lucros negativos. Esta última situação permite concluir que a probabilidade de o CEO deixar voluntariamente o cargo é superior em empresas com lucro positivo, relativamente a empresas com lucro

negativo. Em geral, nestas situações, o CEO sai com sensação de dever cumprido, sendo que após o conseguir, o mais provável é que irá dedicar-se a outras funções, na mesma ou noutra empresa, que o desafie novamente. Não foi calculado o efeito marginal para a variável *dummy MFAM*, dado que esta não é estatisticamente significativa.

No que concerne a uma sucessão interna de CEO, retratada pelo Ajustamento G2, conclui-se que numa empresa com lucro negativo há uma maior probabilidade de haver uma sucessão interna. O facto de o CEO ser, ou não, membro da família não tem importância quando se trata de uma sucessão interna, dado que a variável *MFAM* não se revela estatisticamente significativa, ao contrário do esperado, visto que geralmente há uma maior preferência por membros da família na ascensão ao cargo. Porém, as variáveis *CHARDUAL* e *IDADE* revelam-se estatisticamente significativas, o que nos permite concluir que têm influência neste tipo de sucessão. Se o futuro CEO for presidente do CA há uma menor possibilidade de este ascender internamente ao cargo de CEO, ao contrário do esperado. Os resultados revelam ainda que quanto maior for a idade do futuro CEO menor é a probabilidade estimada de este ascender internamente.

Tabela 11 – Estimativas das médias de efeitos marginais na  $\Pr(MCEOI=1)$

Variável	Média de efeitos marginais
<i>IROA</i>	-0,0037
<i>LUC</i>	0,0742

Com referência aos valores observados da amostra das variáveis explicativas, estima-se que a empresa que tenha um *IROA* superior em 1 p.p. disponha de uma probabilidade de sucessão interna do CEO inferior em cerca de 0,37 p.p.. Em sentido contrário, a probabilidade estimada de haver uma sucessão interna do CEO é superior em 7,42 p.p. numa empresa que apresente lucro positivo, relativamente a uma empresa com lucro negativo. Conclui-se, assim, pela existência de um maior efeito associado ao lucro da empresa, havendo uma maior probabilidade, de numa substituição de CEO, ocorrer uma ascensão interna ao cargo em empresas com lucro positivo.

Relativamente à sucessão externa, representada pelo Ajustamento H2, conclui-se que quando o lucro de uma empresa é negativo, há uma maior propensão para uma ascensão externa ao cargo de CEO. Quanto ao facto de o futuro CEO ser, ou não, presidente do CA, estima-se que há uma menor probabilidade de haver uma ascensão externa à função de CEO quando o futuro CEO é presidente do CA. Relativamente à idade, quanto maior for, menor

é a possibilidade de este ascender externamente ao cargo, tal como acontece numa sucessão interna. Este resultado vai ao encontro das conclusões retiradas na Tabela 6, em que quanto maior a idade do CEO menor a estimativa da probabilidade de haver mudança de CEO, o que se traduz numa menor possibilidade de existir uma ascensão, quer interna quer externamente. Para este tipo de sucessão, o tamanho do CA revela-se estatisticamente significativo e, pela análise do sinal obtido, conclui-se que quanto maior for o número de membros que compõem o CA maior é a estimativa da probabilidade de haver uma sucessão externa do CEO.

A variável *dummy MFAM* não surge neste modelo, uma vez que não se registou ascensões externas à função de CEO em empresas familiares. Neste tipo de empresas apenas ascenderam ao cargo membros internos, o que demonstra uma maior preocupação destas empresas em manter a estratégia de negócio e em motivar os membros da equipa de gestão, podendo ser visto como um sistema de incentivo.

Não se calcularam as estimativas das médias de efeitos marginais na  $\text{Pr}(MCEO=1)$  porque as variáveis independentes *QTOBIN* e *LUC* não são estatisticamente significativas.

## 4. Estudo empírico: impacto económico-financeiro da mudança de CEO

Neste capítulo pretende testar-se a existência de alterações no desempenho económico-financeiro das empresas portuguesas cotadas, após a mudança de CEO. Estuda-se também, de forma mais pormenorizada, a existência de alterações nos indicadores selecionados, de acordo com o tipo de sucessão e saída. Desta forma, efetua-se uma análise a um conjunto de indicadores que medem o desempenho económico-financeiro das empresas em causa.

A apresentação do estudo empírico inicia-se com a apresentação da amostra, na Secção 4.1, explicando como se procedeu à sua seleção, e efetuada a descrição da mesma. Na Secção 4.2 descrevem-se os indicadores utilizados na avaliação de desempenho da empresa. A metodologia adotada para esta análise, que tem por base estudos recentes como o de Jenter e Kanaan (2015), de Huson *et al.* (2001), de Bhagat e Bolton, (2008) e de Huson *et al.* (2004) encontra-se exposta na Secção 4.3. Por último, na Secção 4.4 são discutidos os principais resultados obtidos.

### 4.1. Amostra

Para a construção da amostra nesta análise foram também utilizadas duas bases de dados. Uma delas é comum às duas análises, a base de dados construída com o objetivo de determinar as mudanças de CEO ocorridas ao longo do período selecionado, tendo sido já descrita a sua construção na Secção 3.1. Neste sentido, para esta análise não se teve em conta as empresas que não tiveram mudanças nesta posição de topo, durante o período em análise, assim como os casos pautados pela inexistência de informação suficiente. Obteve-se uma amostra com apenas 35 empresas, tendo-se contabilizado um total de 82 mudanças de CEO.

Para efeitos de cálculo consideraram-se as mudanças ocorridas de 2003 até 2015, assim, das 82 observações iniciais, apenas 65 foram consideradas.

Recorreu-se à base de dados *Datastream* para retirar as informações necessárias referentes aos indicadores económico-financeiros pretendidos, procedendo-se ao cálculo dos mesmos, de forma a construir-se a outra base de dados utilizada nesta análise. Os dados exportados foram de empresas listadas no índice PSI Geral da *Euronext Lisbon*. Este índice agrupa todas as empresas portuguesas cotadas, no entanto, só tem índice de preços a partir do final de 2004. Por isso, usou-se o índice PSI 20 como *proxy* para obter os valores anteriores a 2004 de 6 observações.

### *Estatísticas descritivas*

Durante o período selecionado entre 2002 e 2018, irá ser utilizado um total de 65 mudanças de CEO, ocorridas nas empresas cotadas na bolsa de valores portuguesa.

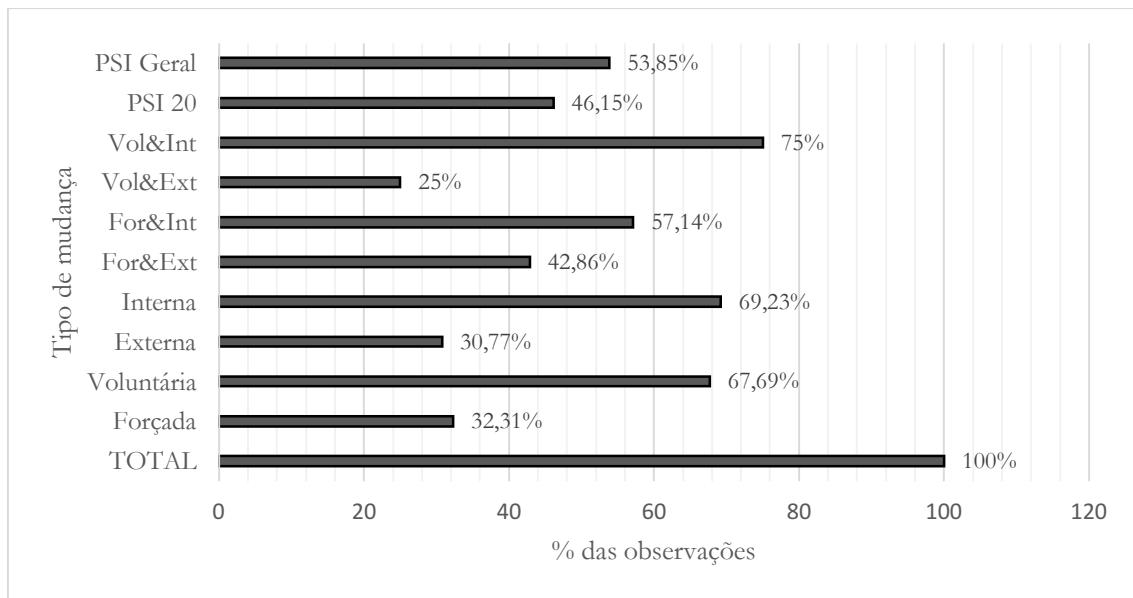
Na seguinte Figura 1, pode verificar-se que 21 mudanças foram classificadas como forçadas, representando 32,31% da amostra, e 44 mudanças como voluntárias, que representam 67,69% da amostra.

Existe uma maior percentagem de demissões voluntárias relativamente às forçadas, o que vai de encontro ao que foi mencionado na revisão de literatura (Jenter e Kanaan, 2015). As saídas forçadas com menor frequência por ser um acontecimento pouco favorável, quer para o próprio CEO, que denota o seu mau desempenho, quer para os acionistas, que sofrem perdas consideráveis.

Um maior número de renúncias voluntárias ao cargo, combinadas com os critérios usados para as classificar como tal, pode sugerir que os antigos CEOs saíram voluntariamente, apoiando-se noutra posição na mesma empresa ou noutra.

Em relação ao tipo de sucessão, encontrou-se 20 sucessões classificadas como externas e 45 internas, o que corresponde a 30,77% e 69,23%, respetivamente. A maior percentagem de sucessões internas, sugere uma maior tendência das empresas em nomearem um executivo que já estava no conselho. Esta maior tendência pode refletir a intenção das empresas em motivar os seus executivos de topo, mostrando que pode surgir a oportunidade de se tornarem CEOs.

Figura 1 – Características das mudanças de CEO



Apesar dos dados estatísticos revelarem diferenças pouco significativas entre uma sucessão interna e uma externa perante uma saída forçada, tendo em conta a literatura, uma empresa tende a eleger mais facilmente um sucessor externo do que um interno quando a saída é forçada, pois um gestor externo tem maior tendência para mudar a política adotada pelo CEO anterior comparativamente com um CEO interno. Neste sentido, seria de esperar um maior número de observações quando a saída é forçada e a sucessão é externa, do que quando a saída é forçada e a sucessão é interna.

Quanto às saídas voluntárias, os dados estatísticos revelam diferenças mais significativas entre uma ascensão interna e uma externa. Um maior número de observações nos casos de ascensões internas quando a saída é voluntária, vai ao encontro da literatura existente.

Os dados revelam ainda um número ligeiramente superior de mudanças ocorridas nas empresas cotadas no PSI Geral relativamente ao PSI 20, o que seria de esperar dado existirem um número menor de empresas cotadas no PSI 20 relativamente ao PSI Geral.

Nos Anexos D e E podem encontrar-se as Tabela 12 e 13 respetivamente, referentes às estatísticas descritivas dos indicadores utilizados.

Para realizar um estudo mais conclusivo sobre o desempenho económico-financeiro das empresas portuguesas cotadas, é relevante confrontar a amostra obtida com outras empresas que desenvolvam a sua atividade no mesmo sector de atividade.

É necessário assegurar que o desempenho da empresa no pós-mudança de CEO depende dessa mudança e não de outros fatores (exógenos), como a alteração significativa da conjuntura económica e entre outros. Como tal, será feita uma comparação do desempenho das empresas em que se verificou a mudança de CEO com um grupo de empresas de controlo, que refletem a evolução geral das empresas do setor em que a empresa pertence. A forma como se efetuou o ajustamento ao setor foi descrita anteriormente na Secção 3.1. Este ajuste permitirá controlar quer os efeitos da indústria, quer o período de tempo.

Na Tabela 14 do Anexo F pode verificar-se a distribuição das 65 mudanças de CEO por setor, ocorridas entre os anos 2003 e 2015. O setor industrial e o setor dos serviços ao consumidor são os setores onde se verifica uma maior percentagem de mudanças de CEO, com 23,08% (15 mudanças) e 16,92% (11 mudanças), respetivamente. Por outro lado, o setor da construção e o setor designado de “outros” são os setores onde se verifica uma menor percentagem, com 6,15% (4 mudanças) e 7,69% (5 mudanças), respetivamente. A

distribuição do número de mudanças é, em certa parte, influenciada pela quantidade de empresas pertencentes a cada setor.

#### 4.2. Indicadores económico-financeiros

Para o presente estudo, como indicadores de desempenho económico e financeiro, e tendo por base estudos já referidos na introdução deste capítulo, são utilizados os indicadores descritos a baixo.

Como indicadores de rendibilidade foram utilizados o *ROA* e o *Q de Tobin*, que já foram descritos anteriormente na Secção 3.2. Um outro indicador de rendibilidade utilizado é a margem do *EBITDA* (*EBITDA*– *Earnings Before Interests, Tax, Depreciation and Amortization* ou, em português, Lucro antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização). Este indicador é representado por *mEBITDA* e é obtido através da divisão do *EBITDA* pelas vendas, ambos referentes ao mesmo período. Pelo facto de não incluir as despesas de depreciação e amortização, pode ser encarado como uma aproximação ao fluxo de caixa associado a cada unidade vendida, antes do desconto de despesas financeiras ou impostos. Sendo que avalia a lucratividade operacional, quanto mais baixo for este indicador menor é a rendibilidade operacional e, por sua vez, o desempenho das empresas (Brandão, 2014; Martynova, Oosting e Renneboog, 2006).

Nesta análise é empregue um indicador de atividade, o Rácio de Rotação do Ativo (*RR\A*), que é obtido pelo quociente entre as vendas e o ativo total, indicando o grau de utilização dos ativos na geração de vendas. Se este indicador for muito elevado, significa que a empresa pode estar a trabalhar perto do seu limite de capacidade. Caso apresente valores muito baixos, pode significar que haja uma subutilização de recursos, havendo uma menor eficiência na aplicação dos ativos, sendo de esperar que a atividade da empresa seja menos eficiente em termos operacionais (Brandão, 2014; Neves, 2006).

O Rácio de Liquidez Geral (*RLG*) é um indicador de liquidez, que é também aplicado nesta análise, e é dado pelo quociente entre o ativo corrente e o passivo corrente de uma empresa. Este indicador é o mais utilizado como medida de curto prazo da liquidez de uma empresa, pois facilita uma relação entre os ativos em dinheiro ou facilmente convertidos em dinheiro e o montante exigível à empresa a curto prazo. O rácio de Liquidez Geral deve ser superior a um, o que demonstra que o valor dos ativos correntes é superior ao dos passivos correntes. Nestas condições, a empresa encontra-se com uma boa situação financeira, todavia, não significa que não hajam problemas de liquidez. Caso seja inferior à unidade é sinal que a empresa poderá estar com dificuldades financeiras no curto prazo, o que pode

traduzir-se numa restrição de liquidez, que se pode refletir na capacidade de efetuar pagamentos no prazo estipulado e levar a empresa a ter dificuldade em aproveitar oportunidades de negócio em que a existência de liquidez seja fundamental (Brandão, 2014; Farinha, 1995; Rhim *et al.*, 2006).

Por fim, é ainda usado um indicador de estrutura ou endividamento, o Rácio de Autonomia Financeira (*RAF*), que é obtido através da divisão do capital próprio pelo ativo total. Este indicador é usado como medida de risco, pois está relacionado com a estrutura financeira das empresas. Permite avaliar em que percentagem o ativo da empresa se encontra a ser financiado por capitais próprios, refletindo a solidez financeira (Jensen, 1986). O rácio da Autonomia Financeira deverá ser superior a um terço, caso seja inferior significa que a empresa pode encontrar-se com dificuldades, dado que depende significativamente de capitais alheios, podendo apresentar uma estrutura de capitais excessivamente endividada, exigindo um esforço financeiro maior. O peso dos capitais alheios no financiamento dos ativos é tanto menor, quanto maior o valor do rácio da Autonomia Financeira (Brandão, 2014).

#### 4.3. Metodologia

Esta investigação empírica tem como objetivo analisar o desempenho económico e financeiro das empresas portuguesas cotadas após uma mudança de CEO. Torna-se necessário estudar a situação em que se encontravam as empresas antes da mudança e verificar qual a evolução de longo prazo após a mesma.

Para tal, recorreu-se a dados relativos ao ano anterior à mudança (ano -1), que serão comparados com os três anos subsequentes à realização da mesma (ano 1, 2 e 3). São utilizados os dados relativos ao ano anterior à mudança, para efeitos de comparação, e não os dados referentes ao ano fiscal em que se deu a mudança (ano 0), pelo facto de estes dados incorporarem contabilisticamente a atividade envolvida pré e pós mudança, o que dificulta a distinção entre o desempenho pré e pós mudança.

A análise dos indicadores económico-financeiros, por si só, não permite retirar conclusões relativamente ao desempenho das empresas. É necessário compreender a sua evolução ao longo do tempo e de acordo com o tipo de mudança de CEO. Neste sentido, efetua-se uma análise da evolução dos rácios em estudo, com base na seguinte fórmula:

$$\Delta y_i^j = y_i^{t+j} - y_i^{t-1}, \quad (5)$$

onde  $y$  representa o rácio,  $i$  a empresa,  $t$  o ano da transação (ano 0) e  $j$  o ano referente ao qual se calcule a evolução da variável (ano 0, 1, 2 ou 3)<sup>8</sup>.

Primeiro efetua-se o cálculo dos indicadores, passando posteriormente para o cálculo das suas variações absolutas através da Expressão (5).

Os resultados obtidos foram segmentados de acordo com as classificações quanto ao tipo de mudança (forçada, voluntária, interna e externa), de forma a obter-se conclusões mais detalhadas.

Para cada indicador foi calculada a média e a mediana. A mediana foi calculada para identificar potenciais distorções que possam ocorrer devido à presença de *outliers*. Esta potencial distorção será mais severa em amostras pequenas, tal como é o caso.

É também feita uma comparação do desempenho das empresas em que se verificou a mudança de CEO com o setor a que pertencem. Os dados do setor foram obtidos agregando as empresas cotadas que constituem a base de dados por setores, calculando a média de cada setor para cada ano. Assim, a obtenção dos valores ajustados foi possível através da subtração da média de cada setor ao valor dos indicadores utilizados, para cada empresa e ano.

Depois de excluídas as empresas com informação insuficiente foram apenas analisadas 30 empresas das 35, o que corresponde num total de 60 mudanças das 65 consideradas.

Por último, é efetuado o teste de *Wilcoxon Mann-Whitnan* ajustado (Martynova *et al.*, 2007) com o objetivo de testar a igualdade das medianas entre as variações dos períodos 0, 1, 2 e 3 relativamente ao período -1, dos indicadores, e do próprio ano -1 relativamente a si mesmo. A mesma inferência estatística foi realizada aos indicadores ajustados ao setor. Este teste não paramétrico não exige como pressuposto que a variável siga uma distribuição normal, tornando-se uma opção razoável dado os resultados preliminares neste estudo (Martynova *et al.*, 2007). É também efetuado o teste *Wilcoxon signed-rank*, que permite aferir se a mediana do indicador é igual ou diferente à mediana do indicador ajustado ao setor, para os anos -1 e 3 (Martynova *et al.*, 2007; Denis e Denis, 1995).

---

<sup>8</sup> Note-se que se  $j=-1$  a  $\Delta y_i^j=0$ , para qualquer  $i$ .

#### 4.4. Discussão de resultados

Com o intuito de medir o impacto das mudanças de CEO nas empresas que constituem a amostra, calculou-se a variação dos principais indicadores:  $ROA$ ,  $Q$  de *Tobin*,  $mEBITDA$ ,  $RR4$ ,  $RLG$  e  $RAF$ . As questões de pesquisa que este estudo pretende responder são: Verifica-se alguma alteração da situação económico-financeira após uma mudança de CEO? Se sim, em que sentido? De que forma o desempenho económico-financeiro varia de acordo com o tipo de saída?

Primeiramente, é fundamental averiguar-se em que situação económico-financeira se encontram as empresas antes da mudança, através da análise dos indicadores selecionados, sem discriminar a amostra por tipo de saída e de sucessão.

Como pode observar-se na Tabela 15, em média [mediana] as empresas nas quais ocorreram mudanças de CEO apresentavam, no ano anterior à mudança, um  $ROA$  de -1,823% [0,619%], um  $Q$  de *Tobin* de 1,809 [1,590], uma  $mEBITDA$  de 14,118% [10,872%], um  $RR4$  de 0,649 [0,569], um  $RLG$  de 0,954 [0,814] e um  $RAF$  de 18,335% [20,816%]. Estes valores amostrais obtidos são sempre superiores aos valores amostrais ajustados ao setor.

As médias do rácio de rendibilidade do ativo são negativas quer na amostra da empresa onde ocorrerá a mudança de CEO quer na amostra ajustada pelo setor, com os valores -1,823% e -1,888%, respetivamente. Para a mediana obteve-se 0,619% para a amostra da empresa e -0,367% para a amostra ajustada. Este rácio permite uma avaliação dos resultados financeiros produzidos por uma empresa, através da eficiência e da capacidade de gestão dos ativos por ela detidos, este resultado reflete uma baixa eficiência e fraca capacidade de gestão dos seus ativos no ano antes da mudança de CEO. Concluindo-se um baixo desempenho das empresas que compõem a amostra no ano anterior à mudança.

Para o indicador  $Q$  de *Tobin* a média obtida para a amostra [mediana] é positiva de 1,809 [1,590] e para a amostra ajustada é negativa de -0,953 [-0,064]. Este indicador é usado para avaliar se a empresa vale no mercado mais ou menos o custo de substituir o seu ativo. Um valor positivo e significativamente superior a um na amostra das empresas sujeitas a mudança de CEO mostra que, no ano antes da mudança, essas empresas valiam mais no mercado do que o custo de substituir o seu ativo, o que por sua vez denota um alto desempenho das empresas nesse mesmo ano. Porém, pode concluir-se exatamente o oposto se se tiver em consideração a amostra ajustada ao setor.

A margem do  $EBITDA$  apresenta um valor positivo de 14,118% para a média na amostra das empresas e um valor negativo de -1,328% para a amostra ajustada. Para a

mediana os valores obtidos são positivos de 10,872% e 0,510%, respectivamente. A *mEBITDA* avalia a lucratividade operacional. Um valor baixo indica uma baixa rendibilidade operacional e, consequentemente, um baixo desempenho das empresas sujeitas à mudança de CEO no ano anterior à mesma.

As médias obtidas para o rácio de rotação do ativo são positivas de 0,649 para a amostra das empresas e de 0,008 para a amostra correspondente à ajustada. No caso da mediana, obteve-se sinais contrários de 0,569 e -0,070, respectivamente. Este indicador permite averiguar o grau de utilização dos ativos para gerar vendas e, portanto, um valor positivo e elevado na amostra das empresas sujeitas a mudança de CEO aponta para uma elevada eficiência na aplicação dos ativos, indicando que a atividade das empresas é mais eficiente em termos operacionais. Assim sendo, a pressão para a mudança de CEO é menor.

O rácio de liquidez geral apresenta um valor positivo na amostra com uma média [mediana] de 0,954 [0,814] e um valor negativo na amostra ajustada ao setor com uma média [mediana] de -0,078 [-0,079]. A situação de equilíbrio financeiro das empresas é dada por este indicador. Um valor positivo e inferior à unidade sugere que, no ano anterior à mudança de CEO, as empresas em estudo poderão estar com dificuldades financeiras, pois o valor dos passivos correntes é superior ao dos ativos correntes. Esta situação pode também originar dificuldades na empresa no aproveitamento de oportunidades de negócio para as quais a existência de liquidez seja fundamental. Por isso, o desempenho da empresa pode ser prejudicado, aumentando a pressão sobre as funções do CEO.

Por último, o rácio de autonomia financeira apresenta um valor positivo na amostra com uma média [mediana] de 18,33% [20,82%] e um valor negativo na amostra ajustada ao setor com uma média [mediana] de -4,09% [-3,73%]. Este indicador é usado para medir o risco, refletindo a solidez financeira, um valor positivo e inferior a um terço significa que as empresas sujeitas à mudança se encontram em dificuldades financeiras, apresentando uma estrutura de capitais com um peso significativo de capitais alheios. Tal situação pode indicar um mau desempenho destas empresas no ano anterior à mudança, havendo uma maior pressão para a substituição do CEO.

Em termos globais, os resultados sugerem que as empresas sujeitas à mudança de CEO apresentavam um baixo desempenho antes da mudança, o que estimula uma maior pressão sobre as funções do CEO. Assim, há uma maior probabilidade deste CEO ser substituído (Huson *et al.*, 2004; Jenter e Kanaan, 2015). Contudo, estas empresas apresentam um melhor desempenho do que as empresas do setor antes da mudança. A questão que se

pretende estudar é se este desempenho se mantém ou é alterado nos 3 anos subsequentes à mudança de CEO.

Tabela 15 – Indicadores de desempenho económico-financeiro no ano anterior à mudança de CEO (ano -1)

Ráculos		Amostra ajustada	
		Amostra	ao setor
<b>ROA</b>	Média	-1,823 %	-1,888 %
	Mediana	0,619 %	-0,367 %
	<i>Wilcoxon signed-rank</i>		2,021**
<b>Q de Tobin</b>	Média	1,809	-0,953
	Mediana	1,590	-0,064
	<i>Wilcoxon signed-rank</i>		6,077*
<b>mEBITDA</b>	Média	14,118 %	-1,328 %
	Mediana	10,872 %	0,510 %
	<i>Wilcoxon signed-rank</i>		4,362*
<b>RRA</b>	Média	0,649	0,008
	Mediana	0,569	-0,070
	<i>Wilcoxon signed-rank</i>		6,254*
<b>RLG</b>	Média	0,954	-0,078
	Mediana	0,814	-0,079
	<i>Wilcoxon signed-rank</i>		6,401*
<b>RAF</b>	Média	18,335 %	-4,092 %
	Mediana	20,816 %	-3,729 %
	<i>Wilcoxon signed-rank</i>		6,210*

\*, \*\*, \*\*\* estatisticamente significativo para um nível de significância de 1%, 5% e 10%, respetivamente.

Os resultados reportados na Tabela 15, permitem concluir que a mediana do indicador e do indicador ajustado ao setor é diferente para todos os indicadores, para um nível de significância de 1%, com a exceção do ROA para um nível de significância de 5%.

Filbeck *et al.* (2013) e Leker e Salomo (2000) consideram que o desempenho de uma empresa varia de acordo com o tipo de mudança de CEO. Assim, nas Tabelas de 16 a 21 presentes nos Anexos G a L, reportam-se os resultados das variações anuais dos seis indicadores em estudo, que permitem verificar a criação ou destruição de valor após a

mudança de CEO. Definiu-se um horizonte temporal de 3 anos após a sua substituição. A mesma análise é realizada de acordo com o tipo de saída (forçada/voluntária) e com o tipo sucessão (interna/externa), de forma a concluir mais detalhadamente quanto às consequências da mudança de CEO no desempenho económico e financeiro das empresas.

#### *Rendibilidade dos ativos (ROA)*

Como pode ser observado na Tabela 16 do Anexo G, a variação da rendibilidade do ativo nas empresas onde ocorreu a mudança de CEO foi em média [mediana] de 1,284 p.p.<sup>9</sup> [-0,190], 2,477 p.p. [-0,130], 2,169 p.p. [0,080] e 1,642 p.p. [0,051], respetivamente no ano 0, 1, 2 e 3, quando se compara a rendibilidade nesses mesmos anos com a do ano anterior ao da mudança de CEO.

Quanto ao tipo de saída, verifica-se que perante uma saída forçada o ROA aumenta mais do que numa saída voluntária, o que significa que há uma acentuada melhoria no desempenho da empresa nos anos seguintes à mudança de CEO quando se trata de uma saída forçada relativamente a uma voluntária, corroborando o analisado na revisão de literatura.

No que respeita ao tipo de sucessão, constata-se que numa sucessão externa ocorre um aumento maior do ROA do que numa interna, o que significa que há uma acentuada melhoria no desempenho da empresa nos anos seguintes à mudança de CEO quando se trata de uma sucessão externa relativamente a uma interna, sustentando a teoria previamente discutida.

Este resultado encontrado no desempenho das empresas nas saídas forçadas e nas sucessões externas pode estar relacionado com o facto de estarem por vezes interligadas, no sentido em que uma empresa tende a eleger um sucessor externo mais facilmente do que um interno quando a sua saída é forçada (Borokhovich *et al.*, 1996).

Para a amostra ajustada ao setor, as variações do ROA foram em média [mediana] de 0,641 p.p. [-0,292], 1,033 p.p. [-0,376], 2,063 p.p. [0,298] e 1,384 p.p. [0,117], respetivamente no ano 0, 1, 2 e 3, quando se compara a rendibilidade nesses mesmos anos com a do ano anterior ao da mudança de CEO.

Os resultados mostram que a variação positiva do ROA das empresas onde ocorreu mudança de CEO, ainda que em parte explicada por um aumento generalizado deste rácio na amostra ajustada ao setor, foi mais acentuada nas empresas onde ocorreram essas

---

<sup>9</sup> p.p.= pontos percentuais.

mudanças durante o período em análise. Estes resultados são consistentes com estudos já referidos, como por exemplo o de Huson *et al.* (2004).

Tratando-se de um indicador que mede o desempenho económico, os valores apresentados sugerem, de um modo geral, uma melhoria no desempenho das empresas após a mudança de CEO, verificando-se uma melhoria um pouco mais acentuada no primeiro ano após mudança, porventura como resultado dessa mesma mudança. Uma melhoria deste indicador significa uma maior capacidade e eficiência na gestão dos ativos da empresa.

No entanto, a amostra apenas apresenta uma variação estatisticamente significativa para um nível de significância de 5%, no ano 3, na sucessão externa. Na amostra ajustada o mesmo acontece para um nível de significância de 10%, no ano 3, na saída forçada.

#### *Q de Tobin*

Na Tabela 17 do Anexo H, a variação do *Q de Tobin* nas empresas onde ocorreu a mudança de CEO foi em média [mediana] de 0,299 pontos (pts.) [0,110], 0,310 pts. [0,205], 0,545 pts. [0,040] e 0,495 pts. [-0,030], respetivamente no ano 0, 1, 2 e 3, quando se compara os valores deste indicador nesses mesmos anos com o valor do ano anterior ao da mudança de CEO.

Relativamente ao tipo de saída, verifica-se que perante uma saída forçada o *Q de Tobin* apresenta um aumento superior numa saída voluntária no segundo e terceiro ano após a mudança, ao contrário do que ocorre no ano da mudança e no ano seguinte à mesma.

Já quanto ao tipo de sucessão, na sucessão externa o *Q de Tobin* diminui, enquanto que numa sucessão interna aumenta e esse aumento é mais acentuado do que a diminuição verificada na sucessão externa.

Para a amostra ajustada ao setor, as variações do *Q de Tobin* foram em média [mediana] de 0,282 pts. [0], 0,024 pts. [0,135], 0,888 pts. [0,013] e 1,444 pts. [0,157], respetivamente no ano 0, 1, 2 e 3, quando se compara com os valores do ano anterior ao da mudança de CEO.

Os resultados mostram uma variação positiva do *Q de Tobin* nos anos seguintes à mudança. Esta variação é em parte explicada por um aumento generalizado deste indicador na amostra ajustada ao setor e foi mais acentuada nas empresas onde ocorreram essas mudanças nos anos 0 e 1, enquanto que nos anos 2 e 3 a variação foi menos expressiva nessas empresas do que na amostra ajustada ao setor.

Tratando-se de um indicador que avalia o desempenho económico, os valores apresentados sugerem, uma melhoria no desempenho das empresas após a mudança de CEO, o que revela que a mudança de CEO numa empresa cria valor para a mesma.

No entanto, a amostra apenas apresenta uma variação estatisticamente significativa para um nível de significância de 10%, para a sucessão interna, no ano 1, e no total das empresas a variação do primeiro e segundo ano revelam-se estatisticamente significativas para um nível de significância de 10% e 5%, respetivamente. A amostra ajustada ao setor apenas apresenta uma variação estatisticamente significativa para um nível de significância de 1%, no ano 3, na saída forçada, e de 5% para a sucessão interna e para o total da amostra ajustada também para o ano 3.

#### *Margem do EBITDA ( $mEBITDA$ )*

A variação da margem do  $EBITDA$  nas empresas onde ocorreu a mudança de CEO, reportada na Tabela 18 no Anexo I, foi em média [mediana] de 0,260 p.p. [-0,549], 4,210 p.p. [0,252], 4,490 p.p. [1,132] e 2,442 p.p. [0,739], respetivamente no ano 0, 1, 2 e 3, quando se compara com os valores do ano anterior ao da mudança de CEO.

No que concerne o tipo de saída, numa saída forçada a  $mEBITDA$  varia mais notoriamente do que numa saída voluntária, sendo que numa saída forçada este indicador aumenta nos anos seguintes à mudança de CEO, enquanto que numa saída voluntária diminui.

Para o tipo de sucessão, numa sucessão externa a  $mEBITDA$  diminui no ano da mudança e no ano seguinte, aumentando apenas nos anos 2 e 3, enquanto que numa sucessão interna aumenta nos anos seguintes à mudança, sendo esse aumento mais evidente no ano seguinte à mudança.

Relativamente à amostra ajustada ao setor, as variações da  $mEBITDA$  foram em média [mediana] de 0,626 p.p. [-0,074], 4,887 p.p. [-0,848], 4,188 p.p. [0,593] e 0,859 p.p. [0,499], respetivamente no ano 0, 1, 2 e 3, quando se compara com os valores do ano anterior ao da mudança de CEO.

Os resultados mostram uma variação positiva deste indicador na amostra das empresas onde ocorreu mudança de CEO. Esta variação é em parte explicada por um aumento generalizado deste rácio na amostra ajustada ao setor e foi menos relevante nas empresas onde ocorreram essas mudanças nos anos 0 e 1, enquanto que nos anos 2 e 3 a variação foi mais acentuada nessas empresas do que na amostra ajustada ao setor.

Como este indicador mede a rendibilidade operacional, os valores apresentados sugerem uma melhoria da lucratividade nas empresas após a mudança de CEO. Portanto, um aumento deste indicador reflete uma melhoria do desempenho das empresas face a uma mudança de CEO.

Para a saída forçada, a amostra apresenta uma variação estatisticamente significativa para um nível de significância de 1% no ano 2. Em relação à sucessão interna, a amostra apresenta uma variação estatisticamente significativa para um nível de significância de 10% e 5%, nos anos 1 e 2 respectivamente. Para a sucessão externa, a amostra apenas apresenta uma variação estatisticamente significativa para um nível de significância de 5% no ano 3. Quanto ao total da amostra, apenas os valores do ano 2 e 3 se revelam estatisticamente significativos para um nível de significância de 5%.

No entanto, nenhuma das variações da amostra ajustada ao setor é estatisticamente significativa.

#### *Rácio de rotação do ativo (RRA)*

A variação do rácio de rotação do ativo nas empresas onde ocorreu a mudança de CEO foi em média [mediana] de 0,009 pts. [0,003], 0,009 pts. [0,001], 0,004 pts. [-0,010] e -0,020 pts. [-0,010], respectivamente no ano 0, 1, 2 e 3, quando se compara com os valores do ano anterior ao da mudança de CEO. Estes valores podem ser confirmados no Anexo J na Tabela 19.

Quanto ao tipo de saída, numa saída forçada o RRA aumenta, em geral, até ao segundo ano após a mudança, diminuindo no último ano, enquanto que na saída voluntária o RRA diminui ao longo dos 3 anos, com a exceção do primeiro ano após a mudança no qual se verifica um pequeno aumento deste indicador.

Relativamente ao tipo de sucessão, o RRA para a sucessão externa apresenta uma variação positiva decrescente ao longo dos anos, chegando mesmo a haver uma variação negativa no último ano em análise. A sucessão interna apresenta uma variação positiva no ano da mudança e nos dois anos seguintes à mudança e, posteriormente, uma variação negativa no terceiro ano.

Na amostra ajustada ao setor, as variações do RRA foram em média [mediana] de 0,003 pts. [0,001], 0,014 pts. [-0,005], 0,011 pts. [0,001] e -0,015 pts. [-0,004], respectivamente no ano 0, 1, 2 e 3, quando se compara com os valores do ano anterior ao da mudança de CEO.

Os resultados mostram uma variação positiva, mas pouquíssimo acentuada, do RRA das empresas onde ocorreu mudança de CEO até ao ano 2 e uma variação negativa no ano 3. Esta variação é em parte explicada por um aumento em geral deste indicador na amostra ajustada ao setor até ao ano 2 e por uma diminuição do mesmo indicador no ano 3. Esta variação foi mais acentuada nas empresas onde ocorreram essas mudanças nos anos 0 e 3, enquanto que nos anos 1 e 2 a variação foi menos notória nessas empresas do que na amostra ajustada ao setor.

Tratando-se de um indicador que mede o grau de eficiência na aplicação dos ativos de uma empresa para gerar vendas, os valores apresentados sugerem, de um modo geral, uma melhoria dessa eficiência operacional nos primeiros dois anos após a mudança. Verifica-se uma melhoria ligeiramente superior no ano da mudança e no primeiro ano após mudança, porventura como resultado desse mesmo acontecimento. Esta eficiência medida pelo RRA reflete-se no desempenho nas empresas onde ocorreu a mudança de CEO.

A amostra apenas apresenta uma variação estatisticamente significativa para um nível de significância de 10%, no ano 3, para a saída forçada e para o total da amostra.

No entanto, nenhuma das variações da amostra ajustada ao setor é estatisticamente significativa.

#### *Rácio de liquidez geral (RLG)*

Na Tabela 20 do Anexo K, a variação do rácio de liquidez geral nas empresas onde ocorreu a mudança de CEO foi em média [mediana] de 0,049 pts. [-0,004], 0,087 pts. [0,001], 0,059 pts. [0,030] e 0,078 pts. [0,042], respetivamente no ano 0, 1, 2 e 3, quando se compara com os valores do ano anterior ao da mudança de CEO.

Quanto ao tipo de saída, numa saída forçada há um aumento mais relevante do RLG no primeiro e segundo ano após a mudança do que numa saída voluntária, enquanto que numa saída voluntária esse aumento é mais acentuado no ano em que ocorreu a mudança (ano 0), porventura, devido a esse mesmo acontecimento, e no último ano de análise (ano 3).

No que concerne ao tipo de sucessão, para este indicador, numa sucessão externa, ocorre um aumento mais evidente ao longo dos anos do que numa sucessão interna, sendo de notar, nesta última, a existência de uma variação negativa no segundo ano após a mudança.

No que se refere à amostra ajustada ao setor, as variações do RLG foram em média [mediana] de -0,040 pts. [0], -0,139 pts. [-0,005], -0,234 pts. [0,009] e -0,210 pts. [-0,001], respetivamente no ano 0, 1, 2 e 3, quando se compara com os valores do ano anterior ao da mudança de CEO.

Em geral, os resultados mostram uma variação positiva, mas pouco notória do *RLG* das empresas onde ocorreu mudança de CEO, que pode ser em parte explicada pela variação negativa deste indicador na amostra ajustada, pois esta apresenta uma variação totalmente oposta à variação das empresas onde ocorre a mudança de CEO.

Tratando-se de um indicador que mede a capacidade da empresa de fazer face às suas responsabilidades de curto prazo, os valores apresentados sugerem, uma melhoria dessa capacidade nos anos seguintes à mudança. Esta melhoria do *RLG* reflete-se de forma positiva no desempenho nas empresas onde ocorreu a mudança de CEO.

No entanto, na amostra nenhuma das variações é estatisticamente significativa. Na amostra ajustada ao setor, apenas a saída forçada apresenta variações estatisticamente significativas para um nível de significância de 10%, para o ano da mudança e para o ano 3, e de 5% para o ano 2.

#### *Rácio de autonomia financeira (RAF)*

A Tabela 21 do Anexo L reporta a variação do rácio de autonomia financeira nas empresas onde ocorreu a mudança de CEO foi em média [mediana] de 2,054 p.p. [0,343], 2,159 p.p. [-0,448], 3,354 p.p. [1,304] e 3,126 p.p. [-0,889], respetivamente no ano 0, 1, 2 e 3, quando se compara com os valores do ano anterior ao da mudança de CEO.

Sobre o tipo de saída, que numa saída forçada, quer numa saída voluntária o *RAF* aumenta, mas o aumento é superior numa saída forçada.

Com relação ao tipo de sucessão, verifica-se que numa sucessão externa o *RAF* aumenta expressivamente nos três anos em análise, enquanto que numa sucessão interna apenas se verifica um pequeno aumento no ano da mudança (ano 0), havendo uma diminuição do indicador nos anos seguintes à mudança.

Para a amostra ajustada ao setor, as variações do *RAF* foram em média [mediana] de 1,136 p.p. [-0,289], 2,295 p.p. [1,543], 2,204 p.p. [0,807] e 1,286 p.p. [0,331], respetivamente no ano 0, 1, 2 e 3, quando se compara com os valores do ano anterior ao da mudança de CEO.

Nas empresas onde ocorreu mudança de CEO ocorre uma variação positiva do *RAF*, explicada por um aumento geral deste rácio na amostra ajustada ao setor, sendo mais acentuada nas empresas onde ocorreram essas mudanças, com a exceção do ano 1.

Este indicador que mede o risco, refletindo o peso dos capitais alheios no financiamento dos ativos, os valores apresentados sugerem um menor risco. Dado verificar-se um maior valor do *RAF*, o peso dos capitais alheios no financiamento dos ativos é menor

após a mudança de CEO, o que retrata uma maior solidez financeira e um menor esforço financeiro. A melhoria verificada neste indicador reflete-se no desempenho nas empresas onde ocorreu a mudança de CEO.

Para a amostra apenas a sucessão externa apresenta uma variação estatisticamente significativa para um nível de significância de 5%, para o ano 2. Quanto à amostra ajustada ao setor, a saída forçada apresenta apenas uma variação estatisticamente significativa para um nível de significância de 5% no ano 2, a sucessão interna apresenta também apenas uma variação estatisticamente significativa para um nível de significância de 1% no ano de mudança de CEO, a sucessão externa apresenta variações estatisticamente significativas para um nível de significância de 1% para o ano 0 e de 5% para os anos 1 e 2, e o total da amostra ajustada apresenta uma variação estatisticamente significativa para um nível de significância de 5%, para o ano 1.

#### *Desempenho económico-financeiro no ano 3 após a mudança*

Por fim, na Tabela 22 apresenta-se os valores dos indicadores económico-financeiros das empresas onde ocorreram mudanças de CEO, como também a sua comparação com o setor, no terceiro ano após a mudança. Pela análise dos valores, pode concluir-se que, apesar de haver uma ligeira melhoria dos resultados para o ano 3 quando comparados com os valores no ano anterior à mudança (apresentados na Tabela 15), com a exceção do RR4 (que diminui ligeiramente), as alterações verificadas nestes mesmos indicadores são muito pouco relevantes. Tal apreciação leva a inferir que as alterações são mais acentuadas nos primeiros dois anos após a mudança e que este efeito se atenua no terceiro ano em análise.

No ano anterior à mudança, os valores dos indicadores que constituem a amostra permanecem superiores aos valores da amostra ajustada ao setor. Todos os indicadores apresentam valores estatisticamente significativos para um nível de significância de 1%.

Tabela 22 – Indicadores de desempenho económico-financeiro das empresas no ano 3 após a mudança de CEO

Rácios		Amostra	Amostra ajustada ao setor
<b>ROA</b>	Média	-0,180%	-0,504%
	Mediana	0,812%	0,075%
	<i>Wilcoxon signed-rank</i>		2,779*
<b>Q de Tobin</b>	Média	2,238	0,492
	Mediana	1,150	0,093
	<i>Wilcoxon signed-rank</i>		3,177*
<b>mEBITDA</b>	Média	16,560%	-0,469%
	Mediana	12,537%	0,312%
	<i>Wilcoxon signed-rank</i>		4,811*
<b>RRA</b>	Média	0,629	-0,007
	Mediana	0,530	-0,067
	<i>Wilcoxon signed-rank</i>		5,981*
<b>RLG</b>	Média	1,031	-0,289
	Mediana	0,979	-0,086
	<i>Wilcoxon signed-rank</i>		6,688*
<b>RAF</b>	Média	21,461%	-2,806%
	Mediana	20,847%	-5,962%
	<i>Wilcoxon signed-rank</i>		6,254*

\*, \*\*, \*\*\* a variação é estatisticamente significativa para um nível de significância de 1%, 5% e 10%, respetivamente.

A Tabela 23, presente no Anexo M, mostra a comparação entre as amostras nos anos -1 e 3. Como pode constatar-se, estes indicadores variam muito pouco no ano 3 em relação ao ano -1, quando comparados com as variações verificadas nos anos 1 e 2 após a mudança.

De acordo com Bernard *et al.* (2018), verifica-se um aumento mais acentuado no desempenho da empresa quando o novo CEO expressa um bom desempenho das suas funções. Os autores evidenciam ainda que, o novo CEO apesar de ter que lidar com um possível nível de desorganização na empresa, concentra-se na promoção do desempenho da mesma. Esse entusiasmo inicial em mostrar as suas capacidades e eficiência ao exercer a sua nova função, pode explicar a melhoria inicial mais relevante do desempenho e posterior atenuação.

## 5. Conclusão

A mudança de um CEO é considerada um acontecimento importante na vida de uma empresa e influencia a direção estratégica e o desempenho futuro da mesma, dada a posição com elevada responsabilidade que um CEO ocupa.

Conclui-se que o desempenho da empresa, o lucro, o facto de o CEO pertencer, ou não, à família, no caso de empresas familiares, assim como de ser, ou não, *Chairman* e a sua idade são os principais fatores que levam à mudança de um CEO numa empresa.

Os resultados revelam que perante um mau desempenho da empresa, aumenta a estimativa da probabilidade de mudança de CEO. Neste estudo, a variável *IDADE* permite obter conclusões peculiares relativamente às empresas portuguesas. A idade da reforma não é tida em conta pelos CEOs para se ausentarem das suas funções, uma vez que à medida que aumenta a idade há uma menor propensão para a sua saída. O facto é que a maioria das empresas que compõem a amostra é familiar e, neste caso, sendo o CEO membro da família o efeito é maior. A empresa mostra-se mais resistente à sua substituição, preferindo mantê-lo no exercício das suas funções, mesmo perante uma deterioração do desempenho da empresa e consequente decréscimo dos seus lucros. Conclui-se também que há uma menor probabilidade de o CEO ser forçado a sair em circunstâncias como estas, se for membro da família, constituindo um risco quanto à prossecução do funcionamento da empresa. Para além disso, se o CEO é também presidente do CA, dificulta ainda mais a sua substituição.

Os resultados mostram uma maior preferência do CA por sucessores internos, relativamente a externos. Verifica-se também um maior número de saídas voluntárias do cargo, relativamente às forçadas, sendo que, na maioria dos casos, os antigos CEOs saíram voluntariamente, apoiando-se noutra posição na mesma empresa ou noutra.

Verifica-se que há uma maior propensão para se nomear um CEO externo no caso das empresas com lucro negativo. O mesmo pode constatar-se quanto maior for o número de membros que compõem o CA. Não se apuraram sucessões externas de CEOs nas empresas portuguesas familiares durante o período estudado, ascendendo apenas a esta posição membros internos, cujas características idiossincráticas já são conhecidas pela empresa. Tal facto demonstra uma maior preocupação, neste tipo de empresas, em manter a sua estratégia de negócio e em motivar os membros da equipa de gestão, o que pode ser visto como uma forma de incentivo.

Na análise da evolução dos indicadores, concluiu-se a existência de uma melhoria no desempenho após a mudança, refletida na variação positiva dos indicadores. Desta forma, confirma-se a existência de uma relação inversa entre o desempenho da empresa e a

substituição do CEO. Conclui-se também que esta melhoria é mais acentuada nos dois primeiros anos após a mudança de CEO, notando-se uma atenuação ao longo dos três anos, o que pode ser o reflexo de um maior empenho do CEO numa fase inicial e posterior enfraquecimento da sua motivação.

Observa-se um especial destaque para saídas forçadas, nas quais se verifica melhorias mais expressivas em todos os indicadores usados. Apura-se uma melhoria no desempenho operacional, medido pelo *ROA*, mais notória quando é nomeado um CEO externo. É importante mencionar que, nessa análise mais detalhada, nem todos os indicadores apresentam melhorias com a mudança. Uma saída voluntária faz diminuir a *mEBITDA* e o *RR4*, uma sucessão interna faz diminuir o *RAF* e uma sucessão externa faz diminuir o *Q de Tobin* e o *RR4*. Contudo, a maioria das variações não se revelaram estatisticamente significativas, ao contrário do esperado, não se podendo tirar conclusões robustas.

No presente estudo, podem ser apontadas várias limitações. Uma das limitações que pode ser referida é relativa à dimensão da amostra. Quanto à análise sobre os fatores de mudança de CEO não se conseguiu obter os valores para todos os anos em algumas variáveis, dificultando a obtenção de modelos com o mesmo número de observações, o que impediu a sua comparação. Para a análise sobre o impacto da mudança de CEO a amostra obtida foi pequena, o que poderá ter limitado, de alguma forma, os resultados, estes podem refletir o efeito contágio de mudanças ocorridas num período inferior a três anos, como de outras mudanças internas. A endogeneidade é também uma limitação, pois relação de causalidade entre a mudança de CEO e o desempenho da empresa pode ser revertida. No entanto, num futuro estudo, esta limitação pode ser resolvida usando variáveis instrumentais ou o Modelo de Equações Simultâneas (SEM).

Tendo em conta que em Portugal não existem estudos semelhantes ao que aqui é apresentado, portanto, existem vários tópicos possíveis de investigação futura. Uma investigação possível seria averiguar o impacto da mudança de CEO no desempenho económico-financeiro nas pequenas e médias empresas portuguesas e comparar com o impacto nas grandes. Uma outra possibilidade seria centrar a análise sobre empresas familiares, alargando a amostra às empresas familiares europeias e estudar o impacto da mudança de CEO neste tipo de empresas, assim como os principais fatores que conduzem a este tipo de mudança, averiguando a questão da controvérsia relativa à idade do CEO.



## Referências bibliográficas

- Adams, R. B., Almeida, H., e Ferreira, D. (2005). Powerful CEOs and their impact on corporate performance. *Review of Financial Studies*, 18(4), 1403-1432.
- Alpert, M., e Raiffa, H. (1982). A progress report on the training of probability assessors. In D. Kahneman, P. Slovic, e A. Tversky (Eds.), *Judgment Under Uncertainty: Heuristics and Biases* (pp. 294-305): Cambridge University Press.
- Ansari, I. F., Goergen, M., e Mira, S. (2014). The determinants of the CEO successor choice in family firms. *Journal of Corporate Finance*, 28, 6-25.
- Asch, S. E. (1956). Studies of independence and conformity: I. A minority of one against a unanimous majority. *Psychological monographs: General and Applied*, 70(9), 1-70.
- Augier, M. (2013). The early evolution of the foundations for behavioral organization theory and strategy. *European Management Journal*, 31(1), 72-81.
- Augier, M., e March, J. G. (2008). Realism and comprehension in economics: A footnote to an exchange between Oliver Williamson and Herbert Simon. *Journal of Economic Behavior and Organization*, 66(1), 95-105.
- Barro, J. R., e Barro, R. J. (1990). Pay, performance and turnover of bank CEO's. *Journal of Labor Economics*, 8(4), 448-481.
- Berger, P. G., Ofek, E., e Yermack, D. L. (1997). Managerial entrenchment and capital structure decisions. *The Journal of Finance*, 52(4), 1411-1438.
- Bernard, Y., Godard, L., e Zouaoui, M. (2018). The effect of CEOs' turnover on the corporate sustainability performance of French firms. *Journal of Business Ethics*, 150(4), 1049-1069.
- Bertrand, M., e Schoar, A. (2003). Managing with style: The effect of managers on firm policies. *Quarterly Journal of Economics*, 118(4), 1169-1208.
- Bhagat, S., e Bolton, B. (2008). Corporate governance and firm performance. *Journal of Corporate Finance*, 14(3), 257-273.
- Bonnier, K., e Bruner, R. F. (1989). An analysis of stock price reaction to management change in distressed firms. *Journal of Accounting and Economics*, 11(1), 95-106.
- Borokhovich, K. A., Parrino, R., e Trapani, T. (1996). Outside directors and CEO selection. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31(3), 337-355.
- Boyd, B. K. (1995). CEO duality and firm performance: A contingency model. *Strategic Management Journal*, 16(4), 301-312.
- Brandão, E. (2014). *Finanças* (8<sup>a</sup> Edição.). Lisboa: Publidisa.

Brunello, G., Graziano, C., e Parigi, B. M. (2003). CEO turnover in insider-dominated boards: The Italian case. *Journal of Banking and Finance*, 27(6), 1027-1051.

Camerer, C. F., e Lovallo, D. (1999). Overconfidence and excess entry: An experimental approach. *The American Economic Review*, 89(1), 306-318.

Carpenter, M. A., e Fredrickson, J. W. (2001). Top management teams, global strategic posture, and the moderating role of uncertainty. *Academy of Management Journal*, 44(3), 533-546.

Chen, G., e Hambrick, D. C. (2012). CEO replacement in turnaround situations: Executive (mis)fit and its performance implications. *Organization Science*, 23(1), 225-243.

Chen, X., Cheng, Q., e Dai, Z. (2013). Family ownership and CEO turnovers. *Contemporary Accounting Research*, 30(3), 1166-1190.

Cheng, J., Cummins, J. D., e Lin, T. (2015). Organizational form, ownership structure, and CEO turnover: Evidence from the property-casualty insurance industry. *The Journal of Risk and Insurance*, 84(1), 95-126.

Chevalier, J., e Ellison, G. (1999). Are some mutual fund managers better than others? Cross-sectional patterns in behavior and performance. *The Journal of Finance*, 54(3), 875-899.

Cools, K., e Van Praag, C. M. (2007). The value relevance of top executive departures: Evidence from the Netherlands. *Journal of Corporate Finance*, 13(5), 721-742.

Cronqvist, H., Heyman, F., Nilsson, M., Svaleryd, H., e Vlachos, J. (2009). Do entrenched managers pay their workers more?. *The Journal of Finance*, 64(1), 309-339.

Cronqvist, H., Makhija, A.K., e Yonker, S.E. (2012). Behavioral consistency in corporate finance: CEO personal and corporate leverage. *Journal of Financial Economics*, 103(1), 20-40.

Cyert, R. M., e March, J. G. (1963). *A behavioral theory of the firm*. Englewood Cliffs, N.J: Prentice-Hall.

Cziraki, P., e Xu, M. (2014). *CEO job security and risk-taking*. Retirado de <https://EconPapers.repec.org/RePEc:fmf:fmgdps:dp729>

Daily, C. M., e Dalton, D. R. (1995). CEO and director turnover in failing firms: An illusion of change?. *Strategic Management Journal*, 16(5), 393-400.

Denis, D. J., e Denis, D. K. (1995). Performance changes following top management dismissals. *The Journal of Finance*, 50(4), 1029-1057.

Denis, D. J., Denis, D. K., e Sarin, A. (1997). Ownership structure and top executive turnover. *Journal of Financial Economics*, 45(2), 193-221.

Diamond, D. W., e Verrecchia, R. E. (1982). Optimal managerial contracts and equilibrium security prices. *The Journal of Finance*, 37(2), 275-287.

Dikolli, S. S., Mayew, W. J., e Nanda, D. (2014). CEO tenure and the performance-turnover relation. *Review of Accounting Studies*, 19(1), 281-327.

Donaldson, L., e Davis, J. H. (1991). Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholder returns. *Australian Journal of Management*, 16(1), 49-64.

Drucker, P. F. (2004). What makes an effective executive?. *Harvard Business Review*, 82(6), 58-63.

Eisenhardt, K. M. (1989). Agency theory: An assessment and review. *The Academy of Management Review*, 14(1), 57-74.

Epley, N., e Gilovich, T. (1999). Just going along: Nonconscious priming and conformity to social pressure. *Journal of Experimental Social Psychology*, 35(6), 578-589.

Euronext. (2019). Ações Portuguesas. Disponível em: <https://www.bolsadelisboa.com.pt/COTACOES/ACCOES-LISBOA>. Acedido a 6 de março de 2019.

Fama, E., e Jensen, M. (1983a). Agency problems and residual claims. *The Journal of Law and Economics*, 26(2), 327-349.

Fama, E., e Jensen, M. (1983b). Separation of ownership and control. *The Journal of Law and Economics*, 26(2), 301-325.

Farinha, J. (1995). *Análise de rácios financeiros: Uma perspectiva crítica*. (1<sup>a</sup> Edição). Lisboa: Edições ASA.

Fee, C. E., Hadlock, C. J., Huang, J., e Pierce, J. R. (2017). Robust models of CEO turnover: New evidence on relative performance evaluation. *The Review of Corporate Finance Studies*, 7(1), 70-100.

Filbeck, G., Parente, D. H., e Zhao, X. (2013). Barrons best CEOs: How did their firms fare?. *Global Journal of Management and Business Research Finance*, 13(7), 34-40.

Finkelstein, S., e Hambrick, D. C. (1990). Top management team tenure and organizational outcomes: The moderating role of managerial discretion. *Administrative Science Quarterly*, 35(3), 484-503.

Finkelstein, S., Hambrick, D. C., e Cannella, A. A. (2009). *Strategic leadership: theory and research on executives, top management teams, and boards*. New York: Oxford University Press.

Fischhoff, B., Slovic, P., e Lichtenstein, S. (1977). Knowing with certainty: The appropriateness of extreme confidence. *Journal of Experimental Psychology: Human Perception and Performance*, 3(4), 552-564.

Frank, M. Z., e Goyal, V. K. (2007). Corporate Leverage: How Much Do Managers Really Matter? *SSRN Electronic Journal*.

Friedman, S. D. (1991). Why hire from within? Causes and consequences of internal promotion systems. *Academy of Management Proceedings*, 1991(1), 272-276.

Furtado, E. P. H., e Karan, V. (1990). Causes, consequences, and shareholder wealth effects of management turnover: A review of the empirical evidence. *Financial Management*, 19(2), 60-75.

Furtado, E. P. H., e Rozeff, M. S. (1987). The wealth effects of company initiated management changes. *Journal of Financial Economics*, 18(1), 147-160.

Gigone, D., e Hastie, R. (1997). The impact of information on small group choice. *Journal of Personality and Social Psychology*, 72(1), 132-140.

Goel, A. M., e Thakor, A. V. (2008). Overconfidence, CEO selection, and corporate governance. *The Journal of Finance*, 63(6), 2737-2784.

González, M., Guzmán, A., Pombo, C., e Trujillo, M. (2015). The role of family involvement on CEO turnover: Evidence from Colombian family firms. *Corporate Governance: An International Review*, 23(3), 266-284.

Griffin, D. P., e Tversky, A. (1992). The weighing of evidence and the determinants of confidence. *Cognitive Psychology*, 24(3), 411-435.

Guo, L., e Masulis, R. (2015). Board structure and monitoring: New evidence from CEO turnovers. *Review of Financial Studies*, 28(10), 2770-2811.

Hambrick, D. C. (1987). The top management team: Key to strategic success. *California Management Review*, 30(1), 88-108.

Hambrick, D. C. (2007). Upper echelons theory: An update. *The Academy of Management Review*, 32(2), 334-343.

Hambrick, D. C., e Mason, P. (1984). Upper echelons: The organization as a reflection of its top managers. *The Academy of Management Review*, 9(2), 193-206.

Hambrick, D. C., Cho, T., e Chen, M. (1996). The influence of top management team heterogeneity on firms' competitive moves. *Administrative Science Quarterly*, 41(4), 659-684.

Holmstrom, B. (1979). Moral hazard and observability. *The Bell Journal of Economics*, 10(1), 74-91.

Holmstrom, B. (1982). Moral hazard in teams. *The Bell Journal of Economics*, 13(2), 324-340.

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

Huson, M. R., Parrino, R., e Starks, L. T. (2001). Internal monitoring mechanisms and CEO turnover: A long-term perspective. *The Journal of Finance*, 56(6), 2265-2297.

Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flows, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323-329.

Jensen, M. C., e Murphy, K. J. (1990). Performance pay and top-management incentives. *Journal of Political Economy*, 98(2), 225-264.

Jenter, D., e Kanaan, F. (2015). CEO turnover and relative performance evaluation. *The Journal of Finance*, 70(5), 2155-2184.

Jenter, D., e Lewellen, K. (2014). *Performance-induced CEO turnover*. Retirado de <https://EconPapers.repec.org/RePEc:ecl:stabus:3054>

Kaplan, S. (1994). Top executive rewards and firm performance: A comparison of Japan and the U.S. *Journal of Political Economy*, 102(3), 510-546.

Kaplan, S., e Minton, B. (2006). *How has CEO turnover changed? Increasingly performance sensitive boards and increasingly uneasy CEOs*. Retirado de <https://EconPapers.repec.org/RePEc:nbr:nberwo:12465>

Kato, T., e Long, C. (2006). CEO turnover, firm performance, and enterprise reform in China: Evidence from micro data. *Journal of Comparative Economics*, 34(4), 796-817.

Kerr, N. L., MacCoun, R. J., e Kramer, G. P. (1996). Bias in judgment: Comparing individuals and groups. *Psychological Review*, 103, 687-719.

Khanna, N., e Poulsen, A. (1995). Managers of financially distressed firms: Villains or scapegoats?. *The Journal of Finance*, 50(3), 919-940.

Kraemer, C., Noth, M., e Weber, M. (2006). Information aggregation with costly information and random ordering: Experimental evidence. *Journal of Economic Behavior and Organization*, 59(3), 423-432.

Krause, R., Semadeni, M., e Canella, A. A. (2014). CEO duality: A review and research agenda. *Journal of Management*, 40(1), 256-286.

Krivogorsky, V. (2006). Ownership, board structure, and performance in continental Europe. *The International Journal of Accounting*, 41(2), 176-197.

Lausten, M. (2002). CEO turnover, firm performance and corporate governance: Empirical evidence on Danish firms. *International Journal of Industrial Organization*, 20(3), 391-414.

Leker, J., e Salomo, S. (2000). CEO turnover and corporate performance. *Scandinavian Journal of Management*, 16(3), 287-303.

Lobão, J. (2013). *O factor humano na decisão empresarial: Conhecer o gestor para compreender a empresa*. (1<sup>a</sup> Edição). Lisboa: Editora Atual.

Malmendier, U., e Tate, G. (2009). Superstar CEOs. *The Quarterly Journal of Economics*, 124(4), 1593-1638.

March, J. G., e Simon, H. A. (1958). *Organizations*. New York: Wiley.

Martynova, M., Oosting, S., e Renneboog, L. (2007). The long-term operating performance in European mergers and acquisitions. *International Mergers and Acquisitions Activity Since 1990* (pp. 79-116).

Meng, X., Zeng, S., Tam, C., e Xu, X. (2013). Whether top executives' turnover influences environmental responsibility: From the perspective of environmental information disclosure. *Journal of Business Ethics*, 114(2), 341-353.

Menkhoff, L., Schmeling, M., e Schmidt, U. (2013). Overconfidence, experience, and professionalism: An experimental study. *Journal of Economic Behavior and Organization*, 86, 92-101.

Morck, R., Shleifer, A., e Vishny, R. (1989). Alternative mechanisms for corporate control. *The American Economic Review*, 79(4), 842-852.

Neumann, R., e Strack, F. (2000). "Mood contagion": The automatic transfer of mood between persons. *Journal of Personality and Social Psychology*, 79(2), 211-223.

Neves, J. C. (2006). *Análise financeira: Técnicas fundamentais*. Texto Editores.

Oxelheim, L., e Clarkson, K. (2015). Cronyism and the determinants of chairman compensation. *Journal of Business Ethics*, 131(1), 69-87.

Parks, C. D., e Cowlin, R. A. (1996). Acceptance of uncommon information into group discussion when that information is or is not demonstrable. *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 66(3), 307-315.

Parrino, R. (1997). CEO turnover and outside succession: A cross-sectional analysis. *Journal of Financial Economics*, 46(2), 165-197.

Parrino, R., Sias, R. W., e Starks, L. T. (2003). Voting with their feet: Institutional ownership changes around forced CEO turnover. *Journal of Financial Economics*, 68(1), 3-46.

Rhim, J., Peluchette, J., e Song, I. (2006). Stock market reactions and firm performance surrounding CEO succession: Antecedents of succession and successor origin. *American Journal of Business*, 21(1), 21-30.

Shen, W., e Cannella, A. A. (2003). Will succession planning increase shareholder wealth? Evidence from investor reactions to relay CEO successions. *Strategic Management Journal*, 24(2), 191-198.

Simon, H. A. (1956). Rational choice and the structure of the environment. *Psychological Review*, 63(2), 129-138.

Simon, H. A. (1979). Rational decision making in business organizations. *The American Economic Review*, 69(4), 493-513.

Stasser, G., Taylor, L. A., e Hanna, C. (1989). Information sampling in structured and unstructured discussions of three- and six-person groups. *Journal of Personality and Social Psychology*, 57(1), 67-78.

Tavares, J. (2019). “Um PSI20 com 18 empresas diz tudo sobre Portugal”. Disponível em: <https://www.publico.pt/2019/01/03/politica/opiniao/psi20-18-empresas-portugal-1856433>. Acedido a 16 de abril de 2019.

Umans, T. (2012). *The bottom line of cultural diversity at the top: The top management team's cultural diversity and its influence on organizational outcomes* (Unpublished master's thesis). Lund Business Press.

Vieira, E. (2017). Debt policy and firm performance of family firms: The impact of economic adversity. *International Journal of Managerial Finance*, 13(3), 267-286.

Villalobos, L., e Soares, R. (2019). “Bolsa de Lisboa perdeu seis empresas em 2018 e três ficaram à porta”. Disponível em: <https://www.publico.pt/2019/01/02/economia/noticia/bolsa-lisboa-perdeu-seis-empresas-2018-tres-ficaram-porta-1856346>. Acedido a 16 de abril de 2019.

Youssem, B., Burchard, C., Schäffer, U., e Schweizer, D. (2013). Sudden top management turnovers and their effects on capital markets: Evidence from a country with low managerial discretion. In Welge M., Witt P. (Eds.), *Corporate Governance in Mittelständischen Unternehmen* (pp.149-184). Vallendar: Springer Fachmedien Wiesbaden.

Warner, J. B., Watts, R. L., e Wruck, K. H. (1988). Stock prices and top management changes. *Journal of Financial Economics*, 20, 461-492.

Weinstein, N. D. (1980). Unrealistic optimism about future life events. *Journal of Personality and Social Psychology*, 39(5), 806-820.

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

Westerberg, M., Singh, J., e Hackner, E. (1997). Does the CEO matter? An empirical study of small Swedish firms operating in turbulent environments. *Scandinavian Journal of Management*, 13(3), 251-270.

Yermack, D. (1996). Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics*, 40(2), 185-211.

Yuan, C. S. (2009). *A study of the effect of managerial entrenchment on CEO turnover in chinese listed companies*. Paper presented at the 2009 International Conference on Management Science and Engineering - 16th Annual Conference Proceedings, ICMSE 2009.

Zajac, E. J. (1990). CEO selection, succession, compensation and firm performance: A theoretical integration and empirical analysis. *Strategic Management Journal*, 11(3), 217-230.

Zajac, E. J., e Westphal, J. D. (1996). Who shall succeed? How CEO/Board preferences and power affect the choice of new CEOs. *Academy of Management Journal*, 39(1), 64-90.

Zhang, Y. (2008). Information asymmetry and the dismissal of newly appointed CEOs: An empirical investigation. *Strategic Management Journal*, 29(8), 859-872.

Zhu, D. H., e Shen, W. (2016). Why do some outside successions fare better than others? The role of outside CEOs' prior experience with board diversity. *Strategic Management Journal*, 37(13), 2695-2708.



## Anexos

Anexo A. Tabela 1 – Lista de Empresas Portuguesas Cotadas na *Euronext Lisbon*.\*

<i>i</i>	Designação Social	Símbolo ( <i>Euronext</i> )	Psi 20
1	Altri, SGPS, SA	ALTR	x
2	Banco Comercial Português, SA	BCP	x
3	Banco Português de Investimento	BPI	
4	Cofina, SGPS, SA	CFN	
5	Compta – Equipamentos e Serviços de Informática, SA	COMAE	
6	Corticeira Amorim, SGPS, SA	COR	x
7	CTT – Correios de Portugal, SA	CTT	x
8	EDP – Energias de Portugal, SA	EDR	x
9	EDP Renováveis, SA	EDPR	x
10	Estoril-Sol, SGPS, SA	ESO	
11	Futebol Clube do Porto - Futebol	FCP	
12	F. Ramada Investimentos, SGPS, SA	RAM	x
13	Galp Energia, SGPS, SA	GALP	x
14	Glintt – Global Intelligent Technologies, SA	GLINT	
15	Ibersol, SGPS, SA	IBS	x
16	Imobiliária Construtora Grão Pará, SA	GPA	
17	Impresa, SGPS, SA	IPR	
18	Inapa – Investimentos, Participações e Gestão, SA	INA	
19	Jerónimo Martins, SGPS, SA	JMT	x
20	Lisgráfica – Impressões e Artes Gráficas, SA	LIG	
21	Martifer, SGPS, SA	MAR	
22	Grupo Média Capital, SGPS, SA	MCP	
23	Mota-Engil, SGPS, SA	EGL	x
24	The Navigator Comp	NVG	x
25	Nos, SGPS, SA	NOS	x
26	Nova Base, SGPS, SA	NBA	
27	Sociedade Comercial Orey Antunes, SA	ORE	
28	Pharol, SGPS, SA	PHR	x
29	Reditus – Sociedade Gestora de Participações Sociais, SA	RED	
30	REN – Redes Energéticas Nacionais, SGPS, SA	RENE	x
31	Sag Gest – Soluções Automóvel Globais, SGPS, SA	SVA	
32	Semapa – Sociedade de Investimento e Gestão, SGPS, SA	SEM	x
33	Sonae, SGPS, SA	SON	x
34	Sonae Capital, SGPS, SA	SONC	x
35	Sonae Indústria, SGPS, SA	SONI	
36	Sonaecom, SGPS, SA	SNC	
37	Sport Lisboa e Benfica - Futebol	SLBEN	
38	Sporting Clube de Portugal - Futebol	SCP	
39	Teixeira Duarte, SA	TDSA	
40	Toyota Caetano Portugal, SA	SCT	

41	VAA – Vista Alegre Atlantis, SGPS, SA	VAF
<b>TOTAL</b>		18

<sup>10</sup>

Fonte: Elaboração própria com base na informação disponível em *Euronext Lisbon* (2018, 2019).

---

<sup>10</sup> Note-se que apenas 18 empresas constam no índice PSI 20 e não as supostas 20. A principal razão apontada para a inclusão apenas da existência das 18 empresas é a falta de requisitos para integrar o índice, uma vez que o valor das ações para negociação em bolsa das empresas cotadas no PSI 20 deve ser superior a 100 milhões de euros.

Anexo B. – Base de dados relativamente à mudança de CEO e classificação quanto ao tipo de mudança.

Obs.	Antigo CEO	Novo CEO	Empresa	Índice	Ano	Mês	Sucessão	Saída
1	Jorge J. Gonçalves	Paulo T. Pinto	BCP	PSI 20	2005	Janeiro	Interna	Voluntaria
2	Paulo T. Pinto	Filipe Pinhal	BCP	PSI 20	2007	Agosto	Interna	Forçada
3	Filipe Pinhal	Carlos S. Ferreira	BCP	PSI 20	2008	Janeiro	Externa	Forçada
4	Carlos S. Ferreira	Nuno Amado	BCP	PSI 20	2012	Janeiro	Externa	Voluntaria
5	Nuno Amado	Miguel Maya	BCP	PSI 20	2018	Março	Interna	Forçada
6	Artur S. Silva	Fernando Ulrich	BPI	PSI 20	2004		Interna	Voluntaria
7	Fernando Ulrich	Pablo Forero	BPI	PSI 20	2017	Fevereiro	Interna	Voluntaria
8	Francisco Fuente Sanchez	João Talone	EDP	PSI 20	2003	Maio	Externa	Voluntaria
9	João Talone	António Mexia	EDP	PSI 20	2006	Janeiro	Externa	Forçada
10	Ana M. Fernandes	João M. Neto	EDP R	PSI 20	2012	Fevereiro	Interna	Voluntaria
11	Luís Nazaré	Estanislau Costa	CTT	PSI 20	2008	Março	Interna	Voluntaria
12	Estanislau Costa	Francisco Lacerda	CTT	PSI 20	2011		Interna	Forçada
13	António Mexia	José M. Gonçalves	GALP	PSI 20	2005	Maio		
14	José M. Gonçalves	Manuel F. Oliveira	GALP	PSI 20	2006	Novembro	Externa	Forçada
15	Manuel F. Oliveira	Carlos G. Da Silva	GALP	PSI 20	2015	Março	Interna	Voluntaria
16	Alexandre S. Dos Santos	Luis P. Da Silva	JM	PSI 20	2004	Abril	Interna	Voluntaria
17	Luis P. Da Silva	Pedro S. Dos Santos	JM	PSI 20	2010	Abril	Interna	Voluntaria
18	António Mota	Jorge Coelho	MOTA ENGIL	PSI 20	2008	Abril	Externa	Voluntaria
19	Jorge Coelho	Gonçalo M. Martins	MOTA ENGIL	PSI 20	2013	Janeiro	Interna	Voluntaria
20	Jorge Armindo	José Honório	NAVIGATOR COMPANY	PSI 20	2004	Junho	Externa	Forçada
21	José Honório	Diogo Silveira	NAVIGATOR COMPANY	PSI 20	2014	Fevereiro	Externa	Forçada
22	Pedro Queiroz Pereira	João N. S.P. Castello Branco	SEMAPA	PSI 20	2015	Junho	Interna	Voluntaria
23	Murteira Nabo	Miguel Horta e Costa	PT/PHAROL	PSI 20	2002	Maio	Interna	Voluntaria
24	Miguel Horta e Costa	Henrique Granadeiro	PT/PHAROL	PSI 20	2006	Abril	Interna	Forçada
25	Henrique Granadeiro	Zeinal Bava	PT/PHAROL	PSI 20	2007	Setembro	Interna	Voluntaria
26	José Penedos	Rui Cartaxo	REN	PSI 20	2009	Novembro	Interna	Forçada
27	Rui Cartaxo	Rodrigo Costa	REN	PSI 20	2014	Março	Externa	Forçada
28	Belmiro de Azevedo	Carlos Moreira da Silva	SONAE IND	PSI GERAL	2003	Março	Externa	Voluntaria
29	Carlos Moreira da Silva	Carlos B. De Aguiar	SONAE IND	PSI GERAL	2005	Janeiro	Interna	Voluntaria
30	Carlos B. De Aguiar	Rui Correia e João Paulo Pinto	SONAE IND	PSI GERAL	2011	Julho	Interna	Voluntaria
31	Rui Correia e João Paulo Pinto	Belmiro de Azevedo	SONAE IND	PSI GERAL	2012	Março	Interna	Voluntaria
32	Belmiro de Azevedo	Rui Correia	SONAE IND	PSI GERAL	2013	Fevereiro	Interna	Voluntaria
33	Rui Correia	Christopher Lawrie (e Louis Brassard)	SONAE IND	PSI GERAL	2016	Junho	Interna	Voluntaria
34	Belmiro de Azevedo	Paulo de Azevedo	SONAE	PSI 20	2007	Março	Interna	Voluntaria
35	Paulo Azevedo	Cláudia Azevedo	SONAE	PSI 20	2018	Julho	Interna	Voluntaria
36	Paulo Azevedo	Ângelo Paupério	SONAE COM	PSI GERAL	2007	Março	Externa	Voluntaria
37	Manuel Lencastre	Zeinal Bava	PT MULTIM/ NOS	PSI 20	2003		Interna	
38	Zeinal Bava	Rodrigo Costa	PT MULTIM/ NOS	PSI 20	2007	Setembro	Externa	Voluntaria
39	Rodrigo Costa	Miguel N. S. Almeida	PT MULTIM/ NOS	PSI 20	2013	Agosto	Externa	Voluntaria
40	Francisco P. Balsemão	Pedro Norton	IMPRESA	PSI GERAL	2012	Julho	Interna	Voluntaria

41	Pedro Norton	Francisco Pedro Balsemão	IMPRESA	PSI GERAL	2016	Janeiro	Interna	Voluntaria
42	Vitor Assunção	Armindo Monteiro	COMPTA	PSI GERAL	2006	Março	Externa	Forçada
43	Armindo Monteiro	Jorge Delgado	COMPTA	PSI GERAL	2014	Dezembro	Interna	Voluntaria
44	Pedro Rebelo Pinto	Fernando Costa Freire	GLINTT	PSI GERAL	2008	Julho	Interna	Forçada
45	Fernando Costa Freire	Manuel Godinho	GLINTT	PSI GERAL	2010	Dezembro	Interna	Forçada
46	Manuel Godinho	Nuno V. Lopes	GLINTT	PSI GERAL	2015	Abril	Interna	Forçada
47	Alberto Teixeira	António Sousa	IBERSOL	PSI 20	2009	Abril	Interna	Voluntaria
48	António Sousa	Alberto Teixeira	IBERSOL	PSI 20	2013	Maio	Interna	Voluntaria
49	Alberto Teixeira	António Sousa	IBERSOL	PSI 20	2017	Maio	Interna	Voluntaria
50	Vasco Pessanha	José Félix Morgado	INAPA	PSI GERAL	2007	Março	Externa	Voluntaria
51	José Félix Morgado	Diogo Rezende	INAPA	PSI GERAL	2015	Junho	Externa	Voluntaria
52	Fernanda P. Silva	Abel Saturnino S.M. Pinheiro	IMOBILIÁRIA GRÃO-PARA	PSI GERAL	2011		Interna	
53	Stanley Hun Sun Ho	Pansy Catilina Chiu King Ho	ESTORIL-SOL	PSI GERAL	2013	Janeiro	Interna	Voluntaria
54	António Monteiro	António Patrocínio	LISGRAFICA	PSI GERAL	2004		Interna	
55	Carlos Martins	Jorge Martins	MARTIFER	PSI GERAL	2009	Outubro	Interna	Voluntaria
56	Jorge Martins	Carlos Martins	MARTIFER	PSI GERAL	2012		Interna	Voluntaria
57	Carlos Martins	Pedro Duarte	MARTIFER	PSI GERAL	2018	Abril	Externa	Voluntaria
58	Miguel Pais do Amaral	Manuel Polanco	MEDIA CAPITAL	PSI GERAL	2005	Novembro	Externa	Voluntaria
59	Manuel Polanco	Bernardo Bairrão	MEDIA CAPITAL	PSI GERAL	2009	Fevereiro	Interna	Forçada
60	Bernardo Bairrão	Rosa Culell	MEDIA CAPITAL	PSI GERAL	2011	Julho	Externa	Forçada
61	Rogério Carapuça	Luís Salvado	NOVABASE	PSI GERAL	2009		Interna	Voluntaria
62	Luís Salvado	João Nuno da Silva Bento	NOVABASE	PSI GERAL	2018	Maio	Externa	Voluntaria
63	Rui d'Orey	Duarte d'Orey	OREY ANTUNES	PSI GERAL	2002	Setembro	Interna	
64	José Rato	Frederico Rato	REDITUS	PSI GERAL	2005	Abril	Interna	Forçada
65	Frederico Rato	Carlos Romão	REDITUS	PSI GERAL	2011	Junho	Interna	Voluntaria
66	Carlos Romão	Francisco Santana Ramos	REDITUS	PSI GERAL	2012	Dezembro	Interna	Voluntaria
67	António Dias da Cunha	Filipe Soares Franco	SPORTING SAD	PSI GERAL	2005	Outubro	Interna	Forçada
68	Filipe Soares Franco	José Eduardo Bettencourt	SPORTING SAD	PSI GERAL	2009	Junho	Interna	Voluntaria
69	José Eduardo Bettencourt	Luis Godinho Lopes	SPORTING SAD	PSI GERAL	2011	Março	Interna	Forçada
70	Luis Godinho Lopes	Bruno de Carvalho	SPORTING SAD	PSI GERAL	2013	Março	Interna	Forçada
71	Bruno de Carvalho	Frederico Varandas	SPORTING SAD	PSI GERAL	2018	Setembro	Interna	Forçada
72	Salvador Caetano	José Ramos	TOYOTA CAETANO	PSI GERAL	2010	Fevereiro	Interna	Voluntaria
73	Esmeralda Dourado	João Percira Coutinho	SAG	PSI GERAL	2010	Maio	Interna	Voluntaria
74	Bernardo de Vasconcellos e Souza	Álvaro Tavares	VAA	PSI GERAL	2009	Julho	Externa	Forçada
75	Álvaro Tavares	Luís Paiva	VAA	PSI GERAL	2010	Janeiro	Externa	Voluntaria
76	Luís Paiva	Paulo Varela	VAA	PSI GERAL	2011	Fevereiro	Interna	Voluntaria
77	Paulo Varela	Lázaro Ferreira de Sousa	VAA	PSI GERAL	2013	Maio	Interna	Voluntaria
78	Lázaro Ferreira de Sousa	João M. Pisco de Castro	VAA	PSI GERAL	2016	Agosto	Interna	Forçada
79	João M. Pisco de Castro	Paulo Pires	VAA	PSI GERAL	2017	Abril	Interna	Voluntaria
80	Belmiro de Azevedo	Cláudia Azevedo	SONAE CAPITAL	PSI 20	2013	Março	Interna	Voluntaria
81	Cláudia Azevedo	Miguel Gill Mata	SONAE CAPITAL	PSI 20	2018	Julho	Interna	Voluntaria
82	Manuel Vilarinho	Luis Filipe Vieira	SPORT LISBOA E BENFICA	PSI GERAL	2003	Novembro	Interna	Voluntaria

Anexo C. Tabela 4 – Distribuição das empresas por setor de atividade na amostra principal: identificação e números (absolutos e relativos)

Setor	Identificação	Número	%
Industrial	ALTR, SEM, COR, INA, NVG, SONI, LIG, ORE, SCT, RAM, VAF	11	26,83
Construção	EGL, TDSA, MAR, GPA	4	9,76
Serviços ao Consumidor	CFN, IBS, IPR, JMT, MCP, ESO, SON, SVA	8	19,51
Serviços Financeiros	BCP, SONC, BPI	3	7,32
Tecnológico	COMAE, GLINT, NBA, RED	4	9,76
<i>Utilities</i> , Gás e Petróleo	EDP, EDPR, GALP, RENE	4	9,76
Telecomunicações	PHR, SNC, NOS, CTT	4	9,76
Outros	FCP, SLBEN, SCP	3	7,32
Total		41	100

Fonte: Elaboração própria com base na informação disponível em *Euronext* (2019)

Anexo D. Tabela 12 – Amostra total – 60 observações<sup>11</sup>

		-1	0	1	2	3
<b>ROA</b>	Mínimo	-45,588	-34,975	-45,588	-34,975	-45,588
	Máximo	12,603	42,268	60,201	12,091	12,562
	Média	-1,823	-0,539	0,655	0,346	-0,180
	Mediana	0,619	0,764	1,153	1,249	0,812
	Desvio-padrão	10,197	9,520	11,550	6,355	7,724
	Assimetria	-2,282	0,380	1,080	-3,046	-3,635
	Curtose	9,224	11,062	16,966	17,406	21,365
	<i>Jarque-Bera</i>	148,896	163,912	499,293	611,642	975,373
<b>Q de Tobin</b>	Mínimo	-2,600	-0,640	-21,940	-15,700	-1,790
	Máximo	13,050	12,100	22,570	34,080	25,130
	Média	1,809	2,063	2,013	2,316	2,238
	Mediana	1,590	1,420	1,360	1,230	1,150
	Desvio-padrão	2,285	2,375	4,735	6,143	3,611
	Assimetria	2,307	2,150	-0,661	2,696	4,653
	Curtose	12,057	8,198	18,714	16,726	29,568
	<i>Jarque-Bera</i>	245,380	108,101	590,633	516,453	1 882,059
<b>mEBITDA</b>	Mínimo	-87,965	-84,382	-87,965	-84,382	-87,965
	Máximo	79,727	71,089	271,298	164,561	77,270
	Média	14,118	14,379	18,328	18,608	16,560
	Mediana	10,872	11,987	12,723	13,466	12,537
	Desvio-padrão	24,879	22,756	39,797	28,475	22,744
	Assimetria	-0,422	-0,617	4,086	1,821	-0,719
	Curtose	7,597	8,592	29,156	15,599	10,250
	<i>Jarque-Bera</i>	54,621	81,985	1 877,238	429,995	136,570
<b>RRA</b>	Mínimo	0,058	0,057	0,049	0,050	0,050
	Máximo	1,948	2,396	2,236	2,349	2,343
	Média	0,649	0,658	0,657	0,653	0,629
	Mediana	0,569	0,557	0,559	0,521	0,530
	Desvio-padrão	0,458	0,475	0,462	0,477	0,453
	Assimetria	1,151	1,435	1,432	1,510	1,442
	Curtose	4,037	5,670	5,702	5,979	5,558
	<i>Jarque-Bera</i>	15,934	38,413	38,775	44,995	37,137
<b>RLG</b>	Mínimo	0,117	0,139	0,138	0,142	0,138
	Máximo	3,037	3,038	3,106	3,038	3,300
	Média	0,954	1,003	1,040	1,012	1,031
	Mediana	0,814	0,909	0,901	0,889	0,979
	Desvio-padrão	0,593	0,599	0,684	0,588	0,591

<sup>11</sup> Segundo os valores amostrais obtidos para a estatística de teste de *Jarque-Bera*, conclui-se que nenhuma das variáveis segue distribuição normal para um nível de significância de 1%.

	Assimetria	1,551	1,404	1,413	1,404	1,276
	Curtose	5,883	5,659	5,031	5,506	5,763
	<i>Jarque-Bera</i>	43,351	36,142	29,283	34,245	34,202
<b>RAF</b>	Mínimo	-63,028	-85,620	-80,428	-85,620	-80,428
	Máximo	61,526	56,386	57,867	60,997	65,631
	Média	18,335	20,389	20,494	21,688	21,461
	Mediana	20,816	23,060	23,947	21,266	20,847
	Desvio-padrão	27,108	26,618	26,206	22,984	24,024
	Assimetria	-1,129	-1,819	-1,625	-1,471	-1,419
	Curtose	4,408	7,798	6,794	9,141	7,964
	<i>Jarque-Bera</i>	17,694	90,648	62,399	115,935	81,739

Anexo E. Tabela 13 – Amostra total ajustada – 60 observações<sup>12</sup>

		<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>
<b><i>IROA</i></b>	Mínimo	-32,465	-20,378	-28,055	-24,774	-28,055
	Máximo	8,229	35,684	41,324	23,937	67,192
	Média	-1,888	-1,247	-0,855	0,175	-0,504
	Mediana	-0,367	-0,899	-0,637	0,296	0,075
	Desvio-padrão	7,583	7,401	9,249	6,352	10,943
	Assimetria	-1,970	1,606	0,772	-0,747	3,454
	Curtose	7,862	12,274	10,294	9,815	26,592
	<i>Jarque-Bera</i>	97,912	240,820	138,947	121,705	1 510,745
<b><i>IQ de Tobin</i></b>	Mínimo	-33,680	-35,690	-35,020	-35,690	-9,193
	Máximo	9,374	8,765	12,920	25,088	17,543
	Média	-0,953	-0,670	-0,928	-0,065	0,492
	Mediana	-0,064	0,000	-0,056	0,005	0,093
	Desvio-padrão	4,899	5,113	5,857	6,432	3,058
	Assimetria	-5,000	-5,365	-3,360	-1,817	2,439
	Curtose	34,806	38,228	20,978	20,791	18,706
	<i>Jarque-Bera</i>	2 778,968	3 390,358	920,926	824,331	676,213
<b><i>ImEBITDA</i></b>	Mínimo	-93,358	-84,982	-93,358	-84,982	-93,358
	Máximo	58,571	89,994	159,230	87,010	51,301
	Média	-1,328	-0,703	3,559	2,860	-0,469
	Mediana	0,510	-0,187	0,268	2,799	0,312
	Desvio-padrão	22,181	25,667	35,132	25,565	21,305
	Assimetria	-0,910	0,270	1,678	-0,135	-1,198
	Curtose	7,516	6,478	9,449	7,015	8,465
	<i>Jarque-Bera</i>	59,268	30,971	132,110	40,477	89,016
<b><i>IRRA</i></b>	Mínimo	-0,602	-0,551	-0,424	-0,443	-0,551
	Máximo	1,110	1,423	1,541	1,616	1,396
	Média	0,008	0,010	0,022	0,019	-0,007
	Mediana	-0,070	-0,068	-0,067	-0,062	-0,067
	Desvio-padrão	0,382	0,376	0,385	0,402	0,388
	Assimetria	1,224	1,597	1,800	1,878	1,484
	Curtose	4,253	6,227	7,120	7,286	5,679
	<i>Jarque-Bera</i>	18,919	51,537	74,828	81,178	39,983
<b><i>IRLG</i></b>	Mínimo	-1,736	-4,270	-5,146	-6,062	-6,062
	Máximo	1,779	1,779	1,779	1,743	1,424
	Média	-0,078	-0,118	-0,218	-0,312	-0,289
	Mediana	-0,079	-0,034	-0,045	-0,045	-0,086

<sup>12</sup> Segundo os valores amostrais obtidos para a estatística de teste de *Jarque-Bera*, conclui-se que nenhuma das variáveis segue distribuição normal para um nível de significância de 1%, com a exceção da variável *IRAF* que segue uma distribuição normal nos anos 2 e 3 e nos anos -1 e 1 não segue uma distribuição normal para um nível de significância de 5%.

	Desvio-padrão	0,519	0,831	1,242	1,346	1,238
	Assimetria	0,555	-2,308	-2,465	-2,872	-3,332
	Curtose	7,204	13,640	10,378	11,883	14,602
	<i>Jarque-Bera</i>	47,261	336,253	196,880	279,753	447,535
<b><i>IRAF</i></b>	Mínimo	-68,568	-79,391	-67,948	-56,318	-47,513
	Máximo	48,326	30,811	29,931	43,888	39,459
	Média	-4,092	-2,956	-1,797	-1,888	-2,806
	Mediana	-3,729	-4,089	-3,738	-5,781	-5,962
	Desvio-padrão	21,921	20,737	19,120	18,026	17,659
	Assimetria	-0,683	-1,325	-0,602	0,160	0,231
	Curtose	4,239	6,378	4,255	3,575	3,205
	<i>Jarque-Bera</i>	8,502	46,082	7,562	1,082	0,637

Anexo F. Tabela 14 – Distribuição do número de mudanças por setor

Setor	Identificação	Número	%
Industrial	ALTR, SEM, COR, INA, NVG, SONI, LIG, ORE, SCT, RAM, VAF	15	23,08
Construção	EGL, TDSA, MAR, GPA	4	6,15
Serviços ao Consumidor	CFN, IBS, IPR, JMT, MCP, ESO, SON, SVA	11	16,92
Serviços Financeiros	BCP, SONC, BPI	6	9,23
Tecnológico	COMAE, GLINT, NBA, RED	9	13,85
<i>Utilities</i> , Gás e Petróleo	EDP, EDPR, GALP, RENE	7	10,77
Telecomunicações	PHR, SNC, NOS, CTT	8	12,31
Outros	FCP, SLBEN, SCP	5	7,69
Total		65	100

Anexo G. Tabela 16 – Variação do ROA das empresas após a mudança de CEO

			Ano 0	Ano 1	Ano 2	Ano 3
<b>Amostra</b> <b>(p.p.)</b>	<b>Forçada</b>	Média	4,612	6,057	5,736	5,946
		Mediana	0,133	-0,055	0,392	0,894
		<i>Wilcoxon Mann-Whitnan</i>	0,564	-0,014	0,564	0,564
	<b>Voluntária</b>	Média	-0,380	0,687	0,385	-0,509
		Mediana	-0,734	-0,214	0,045	0,019
		<i>Wilcoxon Mann-Whitnan</i>	1,229	0,818	0,406	-0,005
	<b>Interna</b>	Média	1,720	3,006	1,305	0,732
		Mediana	-0,066	-0,001	-0,453	-0,318
		<i>Wilcoxon Mann-Whitnan</i>	0,198	0,198	0,198	1,011
	<b>Externa</b>	Média	0,342	1,335	4,032	3,607
		Mediana	-0,362	-0,679	0,429	0,699
		<i>Wilcoxon Mann-Whitnan</i>	0,874	0,874	1,467	2,060**
	<b>Total</b>	Média	1,284	2,477	2,169	1,642
		Mediana	-0,190	-0,130	0,080	0,051
		<i>Wilcoxon Mann-Whitnan</i>	0,671	0,671	0,671	0,334
<b>Ajustada</b> <b>(p.p.)</b>	<b>Forçada</b>	Média	2,349	3,740	3,708	1,564
		Mediana	1,602	-0,117	-0,282	0,578
		<i>Wilcoxon Mann-Whitnan</i>	1,142	0,564	-0,014	1,720***
	<b>Voluntária</b>	Média	-0,077	-0,437	1,139	1,354
		Mediana	-0,550	-0,679	0,298	0,030
		<i>Wilcoxon Mann-Whitnan</i>	1,641	0,818	0,818	-0,005
	<b>Interna</b>	Média	0,897	0,928	0,394	-1,545
		Mediana	-0,446	-0,317	-0,075	-0,914
		<i>Wilcoxon Mann-Whitnan</i>	0,605	0,605	0,198	1,011
	<b>Externa</b>	Média	-0,139	0,823	5,487	7,241
		Mediana	-0,542	-0,563	0,748	1,639
		<i>Wilcoxon Mann-Whitnan</i>	1,467	1,467	1,467	2,652
	<b>Total</b>	Média	0,641	1,033	2,063	1,384
		Mediana	-0,292	-0,376	0,298	0,117
		<i>Wilcoxon Mann-Whitnan</i>	1,007	1,007	0,671	1,007

\*, \*\*, \*\*\* a variação é estatisticamente significativa para um nível de significância de 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Anexo H. Tabela 17 – Variação do  $Q$  de Tobin das empresas após a mudança de CEO

			<b>Ano 0</b>	<b>Ano 1</b>	<b>Ano 2</b>	<b>Ano 3</b>
<b><math>\Delta Q</math> de Tobin</b> <b>Amostra</b> <b>(pts.)</b>	<b>Forçada</b>	Média	0,204	-0,373	1,023	1,717
		Mediana	0,020	0,280	-0,430	0,000
		<i>Wilcoxon Mann-Whitnan</i>	1,505	1,184	1,184	-0,016
	<b>Voluntária</b>	Média	0,272	0,480	0,243	-0,209
		Mediana	0,120	0,140	0,130	-0,080
		<i>Wilcoxon Mann-Whitnan</i>	1,036	1,453	1,036	0,203
	<b>Interna</b>	Média	0,452	0,323	0,967	0,125
		Mediana	0,120	0,150	0,050	-0,080
		<i>Wilcoxon Mann-Whitnan</i>	1,252	1,870***	0,620	0,203
	<b>Externa</b>	Média	-0,175	-0,052	-0,489	1,088
		Mediana	0,050	0,225	-0,290	-0,185
		<i>Wilcoxon Mann-Whitnan</i>	1,201	0,592	0,592	-0,017
<b><math>\Delta Q</math> de Tobin</b> <b>Ajustada</b> <b>(pts.)</b>	<b>Total</b>	Média	0,299	0,310	0,545	0,495
		Mediana	0,110	0,205	0,040	-0,030
		<i>Wilcoxon Mann-Whitnan</i>	1,887***	2,051**	0,339	-0,003
	<b>Forçada</b>	Média	-0,816	-0,131	0,501	2,533
		Mediana	-0,126	0,146	-0,025	0,585
		<i>Wilcoxon Mann-Whitnan</i>	0,863	1,142	-0,014	2,877*
	<b>Voluntária</b>	Média	0,831	0,102	1,081	0,900
		Mediana	0,003	0,109	0,027	0,081
		<i>Wilcoxon Mann-Whitnan</i>	0,411	0,827	0,411	0,818
	<b>Interna</b>	Média	0,422	0,324	1,305	1,422
		Mediana	0,000	0,183	0,070	0,355
		<i>Wilcoxon Mann-Whitnan</i>	0,200	1,221	0,812	2,231**
	<b>Externa</b>	Média	-0,020	-0,622	-0,012	1,492
		Mediana	-0,082	0,025	-0,011	0,075
		<i>Wilcoxon Mann-Whitnan</i>	0,584	0,584	0,584	0,874
	<b>Total</b>	Média	0,282	0,024	0,888	1,444
		Mediana	0,000	0,135	0,013	0,157
		<i>Wilcoxon Mann-Whitnan</i>	0,167	1,354	0,336	2,354**

\*, \*\*, \*\*\* a variação é estatisticamente significativa para um nível de significância de 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Anexo I. Tabela 18 – Variação da *mEBITDA* das empresas após a mudança de CEO

			Ano 0	Ano 1	Ano 2	Ano 3
$\Delta mEBITDA$ Amostra (p.p.)	<b>Forçada</b>	Média	6,875	17,299	14,473	11,117
		Mediana	1,508	0,415	1,891	0,799
		<i>Wilcoxon Mann-Whitnan</i>	0,564	1,142	2,299*	1,142
	<b>Voluntária</b>	Média	-3,047	-2,334	-0,502	-1,896
		Mediana	-1,084	0,248	0,754	0,530
		<i>Wilcoxon Mann-Whitnan</i>	1,229	0,818	1,229	1,641
	<b>Interna</b>	Média	1,380	7,446	5,528	2,586
		Mediana	-0,268	0,597	1,117	0,778
		<i>Wilcoxon Mann-Whitnan</i>	0,198	1,824***	2,231**	1,011
	<b>Externa</b>	Média	-2,156	-2,773	2,250	2,130
		Mediana	-0,664	-1,214	1,469	0,419
		<i>Wilcoxon Mann-Whitnan</i>	0,874	0,281	0,874	2,060**
	<b>Total</b>	Média	0,260	4,210	4,490	2,442
		Mediana	-0,549	0,252	1,132	0,739
		<i>Wilcoxon Mann-Whitnan</i>	0,671	1,344	2,354**	2,017**
$\Delta mEBITDA$ Ajustada (p.p.)	<b>Forçada</b>	Média	1,432	9,088	4,151	4,591
		Mediana	0,208	-0,184	-1,096	0,833
		<i>Wilcoxon Mann-Whitnan</i>	-0,014	-0,014	-0,014	1,142
	<b>Voluntária</b>	Média	-0,310	2,674	4,130	-1,224
		Mediana	-0,849	-1,337	0,626	0,028
		<i>Wilcoxon Mann-Whitnan</i>	0,818	1,229	0,818	0,406
	<b>Interna</b>	Média	1,622	6,579	2,154	-2,069
		Mediana	-0,108	-0,591	0,667	0,049
		<i>Wilcoxon Mann-Whitnan</i>	0,198	0,605	1,011	0,605
	<b>Externa</b>	Média	-2,646	1,000	8,417	6,720
		Mediana	-0,252	-1,758	-0,299	1,433
		<i>Wilcoxon Mann-Whitnan</i>	0,874	0,874	0,281	0,874
	<b>Total</b>	Média	0,626	4,887	4,188	0,859
		Mediana	-0,074	-0,848	0,593	0,499
		<i>Wilcoxon Mann-Whitnan</i>	0,334	1,007	1,007	1,344

\*, \*\*, \*\*\* a variação é estatisticamente significativa para um nível de significância de 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Anexo J. Tabela 19 – Variação do RRA das empresas após a mudança de CEO

			Ano 0	Ano 1	Ano 2	Ano 3
<b>△ RRA Amostra (pts.)</b>	<b>Forçada</b>	Média	0,047	0,019	0,040	-0,004
		Mediana	-0,001	-0,006	-0,010	-0,011
		<i>Wilcoxon Mann-Whitman</i>	0,564	-0,014	1,142	1,720***
	<b>Voluntária</b>	Média	-0,009	0,004	-0,014	-0,028
		Mediana	0,010	0,011	-0,008	-0,007
		<i>Wilcoxon Mann-Whitman</i>	0,818	-0,005	0,818	0,818
	<b>Interna</b>	Média	0,016	0,015	0,000	-0,027
		Mediana	-0,001	0,006	-0,013	-0,009
		<i>Wilcoxon Mann-Whitman</i>	0,198	0,605	1,418	1,011
	<b>Externa</b>	Média	-0,006	-0,005	0,013	-0,006
		Mediana	0,011	-0,015	-0,004	-0,011
		<i>Wilcoxon Mann-Whitman</i>	0,874	0,874	0,281	1,467
	<b>Total</b>	Média	0,009	0,009	0,004	-0,020
		Mediana	0,003	0,001	-0,010	-0,010
		<i>Wilcoxon Mann-Whitman</i>	0,334	-0,003	1,344	1,680***
<b>△ RRA Ajustada (pts.)</b>	<b>Forçada</b>	Média	0,049	0,037	0,080	0,047
		Mediana	0,031	-0,007	0,051	0,041
		<i>Wilcoxon Mann-Whitman</i>	-0,014	-0,014	-0,014	1,142
	<b>Voluntária</b>	Média	-0,021	0,003	-0,023	-0,045
		Mediana	-0,006	-0,005	-0,024	-0,027
		<i>Wilcoxon Mann-Whitman</i>	1,229	0,406	1,229	1,229
	<b>Interna</b>	Média	0,007	0,001	-0,005	-0,035
		Mediana	-0,003	-0,012	-0,022	-0,024
		<i>Wilcoxon Mann-Whitman</i>	0,198	1,011	0,605	1,011
	<b>Externa</b>	Média	-0,008	0,043	0,047	0,030
		Mediana	0,008	0,063	0,007	0,035
		<i>Wilcoxon Mann-Whitman</i>	0,281	0,874	1,467	1,467
	<b>Total</b>	Média	0,003	0,014	0,011	-0,015
		Mediana	0,001	-0,005	0,001	-0,004
		<i>Wilcoxon Mann-Whitman</i>	-0,003	0,334	0,334	-0,003

\*, \*\*, \*\*\* a variação é estatisticamente significativa para um nível de significância de 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Anexo K. Tabela 20 – Variação do RLG das empresas após a mudança de CEO

			<b>Ano 0</b>	<b>Ano 1</b>	<b>Ano 2</b>	<b>Ano 3</b>
<b>△ RLG Amostra (pts.)</b>	<b>Forçada</b>	Média	0,024	0,177	0,113	0,018
		Mediana	-0,052	-0,009	0,008	-0,121
		<i>Wilcoxon Mann-Whitnan</i>	0,564	0,564	-0,014	1,142
	<b>Voluntária</b>	Média	0,062	0,039	0,030	0,109
		Mediana	0,002	0,016	0,040	0,095
		<i>Wilcoxon Mann-Whitnan</i>	0,416	0,416	1,260	2,527
	<b>Interna</b>	Média	0,057	0,052	-0,027	0,022
		Mediana	0,012	0,028	0,044	0,010
		<i>Wilcoxon Mann-Whitnan</i>	1,036	0,620	1,036	1,036
	<b>Externa</b>	Média	0,033	0,157	0,234	0,192
		Mediana	-0,118	-0,042	0,024	0,136
		<i>Wilcoxon Mann-Whitnan</i>	1,467	0,874	0,281	0,874
<b>△ RLG Ajustada (pts.)</b>	<b>Total</b>	Média	0,049	0,087	0,059	0,078
		Mediana	-0,004	0,001	0,030	0,042
		<i>Wilcoxon Mann-Whitnan</i>	-0,003	-0,003	1,024	1,367
	<b>Forçada</b>	Média	-0,085	0,013	0,194	0,115
		Mediana	0,010	0,007	0,026	-0,038
		<i>Wilcoxon Mann-Whitnan</i>	1,720***	-0,014	2,299**	1,720***
	<b>Voluntária</b>	Média	-0,017	-0,216	-0,448	-0,373
		Mediana	-0,002	-0,019	-0,004	-0,001
		<i>Wilcoxon Mann-Whitnan</i>	0,202	1,029	-0,005	-0,005
	<b>Interna</b>	Média	-0,016	-0,202	-0,469	-0,359
		Mediana	0,005	-0,010	0,005	-0,004
		<i>Wilcoxon Mann-Whitnan</i>	0,404	0,404	0,605	0,198
	<b>Externa</b>	Média	-0,091	-0,004	0,273	0,110
		Mediana	-0,013	0,006	0,020	0,010
		<i>Wilcoxon Mann-Whitnan</i>	0,281	0,281	1,467	0,281
	<b>Total</b>	Média	-0,040	-0,139	-0,234	-0,210
		Mediana	0,000	-0,005	0,009	-0,001
		<i>Wilcoxon Mann-Whitnan</i>	0,166	0,166	1,344	-0,003

\*, \*\*, \*\*\* a variação é estatisticamente significativa para um nível de significância de 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Anexo L. Tabela 21 – Variação do *RAF* das empresas após a mudança de CEO

			<b>Ano 0</b>	<b>Ano 1</b>	<b>Ano 2</b>	<b>Ano 3</b>
<b>△ <i>RAF</i> Amostra (p.p.)</b>	<b>Forçada</b>	Média	0,398	3,132	5,448	5,965
		Mediana	0,710	-0,152	1,304	-0,914
		<i>Wilcoxon Mann-Whitnan</i>	0,869	-0,014	0,564	0,564
	<b>Voluntária</b>	Média	2,883	1,673	2,306	1,706
		Mediana	0,202	-0,448	0,889	-0,797
		<i>Wilcoxon Mann-Whitnan</i>	0,818	0,406	0,406	0,406
	<b>Interna</b>	Média	1,161	-0,765	-0,126	-0,112
		Mediana	0,080	-0,634	-0,484	-1,703
		<i>Wilcoxon Mann-Whitnan</i>	0,605	1,011	0,605	1,418
	<b>Externa</b>	Média	3,983	8,469	10,863	10,115
		Mediana	1,076	1,965	4,216	2,229
		<i>Wilcoxon Mann-Whitnan</i>	0,874	0,874	2,060**	0,874
	<b>Total</b>	Média	2,054	2,159	3,354	3,126
		Mediana	0,343	-0,448	1,304	-0,889
		<i>Wilcoxon Mann-Whitnan</i>	1,007	0,334	0,671	0,671
<b>△ <i>RAF</i> Ajustada (p.p.)</b>	<b>Forçada</b>	Média	0,264	4,249	4,269	3,722
		Mediana	0,393	1,767	1,195	0,593
		<i>Wilcoxon Mann-Whitnan</i>	0,564	1,142	2,299**	-0,014
	<b>Voluntária</b>	Média	1,572	1,318	1,171	0,068
		Mediana	-0,375	1,479	0,553	0,082
		<i>Wilcoxon Mann-Whitnan</i>	0,818	1,641	0,818	-0,005
	<b>Interna</b>	Média	-0,660	-0,929	-1,468	-2,222
		Mediana	-0,939	0,459	-0,878	-1,357
		<i>Wilcoxon Mann-Whitnan</i>	2,637*	0,605	0,605	1,011
	<b>Externa</b>	Média	4,796	8,526	9,225	8,241
		Mediana	3,376	4,063	3,735	4,479
		<i>Wilcoxon Mann-Whitnan</i>	2,652*	2,060**	2,060**	1,467
	<b>Total</b>	Média	1,136	2,295	2,204	1,286
		Mediana	-0,289	1,543	0,807	0,331
		<i>Wilcoxon Mann-Whitnan</i>	0,671	2,017**	1,007	0,334

\*, \*\*, \*\*\* a variação é estatisticamente significativa para um nível de significância de 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Anexo M. Tabela 23 – Comparação entre as amostras nos anos -1 e 3

Rácios	Amostra:		Amostra: Ano 3 - Ano -1
	Ano -1	Ano 3	
<b>ROA</b>	Média	-1,823%	-0,180% 1,642p.p.
	Mediana	0,619%	0,812% 0,192p.p.
<b>Q de Tobin</b>	Média	1,809	2,238 0,429pts.
	Mediana	1,590	1,150 -0,440ppts.
<b>mEBITDA</b>	Média	14,118%	16,560% 2,442p.p.
	Mediana	10,872%	12,537% 1,665p.p.
<b>RRA</b>	Média	0,649	0,629 -0,020pts.
	Mediana	0,569	0,530 -0,039pts.
<b>RLG</b>	Média	0,954	1,031 0,078pts.
	Mediana	0,814	0,979 0,166pts.
<b>RAF</b>	Média	18,335%	21,461% 3,126p.p.
	Mediana	20,816%	20,847% 0,031p.p.

Anexo N. Tabela 24 – Descrição das variáveis em estudo

Definição	Descrição	Alguns autores que usaram variáveis similares	Base de dados
<i>MCEO</i>	Mudança de CEO: variável <i>dummy</i> que assume o valor 1 caso haja mudança de CEO num determinado ano e 0 em caso contrário.	Brunello <i>et al.</i> (2003); Chen e Hambrick (2012).	Relatórios de <i>corporate governance</i> , notícias de jornais e comunicados no <i>site</i> da CMVM
<i>MCEO<sub>F</sub></i>	Saída forçada: variável <i>dummy</i> que assume o valor 1 caso a saída do CEO tenha sido forçada e 0 em caso contrário.	Guo e Masulis (2015); Huson <i>et al.</i> (2004).	Relatórios de <i>corporate governance</i> , notícias de jornais e comunicados no <i>site</i> da CMVM
<i>MCEO<sub>V</sub></i>	Saída voluntária: variável <i>dummy</i> que assume o valor 1 caso a saída do CEO tenha sido voluntária e 0 em caso contrário.	Guo e Masulis (2015); Huson <i>et al.</i> (2004); Jenter e Kanaan (2015); Parrino (1997); Voussen <i>et al.</i> (2013).	Relatórios de <i>corporate governance</i> , notícias de jornais e comunicados no <i>site</i> da CMVM
<i>MCEO<sub>I</sub></i>	Sucessão interna: variável <i>dummy</i> que assume o valor 1 caso haja uma sucessão de um CEO interno e 0 em caso contrário.	Cziraki e Xu (2014); Friedman (1991); Furtado e Rozeff (1987); Zajac (1990).	Relatórios de <i>corporate governance</i> , notícias de jornais e comunicados no <i>site</i> da CMVM
<i>MCEO<sub>E</sub></i>	Sucessão externa: variável <i>dummy</i> que assume o valor 1 caso haja sucessão de um CEO externo na empresa e 0 em caso contrário.	Bonnier e Bruner (1989); Cziraki e Xu (2014); Zhu e Shen (2016).	Relatórios de <i>corporate governance</i> , notícias de jornais e comunicados no <i>site</i> da CMVM
<i>IROA</i>	ROA ajustado ao setor: variável contínua com valores desfasados um ano e usada como medida de desempenho.	Chen <i>et al.</i> (2013); González <i>et al.</i> (2015); Guo e Masulis (2015); Huson <i>et al.</i> (2001); Kato e Long (2006); Lausten (2002); Umans (2012); Weisbach (1988).	<i>Datastream</i>
<i>LUC</i>	Lucro das empresas: variável <i>dummy</i> que assume o valor 1 caso a empresa apresente um lucro positivo e 0 em caso contrário. Usada como medida de desempenho adicional.	Dikolli <i>et al.</i> (2014); González <i>et al.</i> (2015); Kaplan (1994); Lausten (2002).	<i>Datastream</i>
<i>MFAM</i>	CEO membro da família, no caso de uma empresa familiar: variável <i>dummy</i> que assume o valor 1 se o CEO for membro da família e 0 em caso contrário.	Chen <i>et al.</i> (2013).	Notícias de jornais e Relatórios de <i>corporate governance</i>

<i>CHARDUAL</i>	CEO ser também Chairman: variável <i>dummy</i> que assume o valor 1 se o CEO for presidente do CA e 0 em caso contrário.	Chen <i>et al.</i> (2013); Cziraki e Xu (2014).	Relatórios de <i>corporate governance</i>
<i>MEMBCA</i>	CEO ser membro do CA: variável <i>dummy</i> que assume o valor 1 se o CEO pertencer ao CA e 0 em caso contrário.	Oxelheim e Clarkson (2015).	Relatórios de <i>corporate governance</i>
<i>IDADE</i>	Idade do CEO: variável contínua obtida subtraindo ao presente ano o ano de nascimento do CEO.	Chen <i>et al.</i> (2013); Denis e Denis (1995); Huson <i>et al.</i> (2001); Lausten (2002).	Pesquisa <i>online e relatórios de corporate governance</i>
<i>TAMCA</i>	Tamanho do CA: variável contínua que representa o número total de membros que compõem o CA.	Yermack (1996).	Relatórios de <i>corporate governance</i>
<i>TAMEMP</i>	Tamanho da empresa: variável contínua calculada como o logaritmo dos ativos totais.	Denis <i>et al.</i> (1997); Guo e Masulis (2015); Huson <i>et al.</i> (2001); Parrino (1997); Vousse <i>et al.</i> (2013); Zhu e Shen (2016).	Relatórios de <i>corporate governance</i>
<i>ALAV</i>	Alavancagem: variável contínua obtida dividindo o passivo total pelo ativo total.	Berger <i>et al.</i> (1997); Cronqvist <i>et al.</i> (2009); Umans (2012).	<i>Datastream</i>
<i>MTB</i>	Rácio <i>market-to-book</i> : variável contínua obtida dividindo o valor de mercado do capital próprio pelo seu valor contabilístico.	Guo e Masulis (2015); Jenter e Kanaan (2015); Vousse <i>et al.</i> (2013).	<i>Datastream</i>
<i>PERCACOES</i>	Percentagem de ações do CEO: variável contínua e com valores desfasados um ano. Representa a percentagem de ações detidas pelo CEO na empresa.	Brunello <i>et al.</i> (2003); Cheng <i>et al.</i> (2015); Denis <i>et al.</i> (1997); Jenter e Kanaan (2015).	Relatórios de <i>corporate governance</i>