

A ROTAÇÃO DOS GESTORES NAS EMPRESAS COTADAS PORTUGUESAS

JORGE FARINHA* E LÚCIA BESSA COSTA**

RESUMO

Neste trabalho estudamos a rotação dos gestores das empresas portuguesas, com base numa amostra de 41 empresas cotadas na Euronext Lisboa, durante o período 2003-2007, com o objectivo de analisar a sensibilidade da rotação dos gestores ao desempenho e investigar em que medida diferentes características de *corporate governance* influenciam a incidência de rotação e a sua sensibilidade ao desempenho. Encontramos significativa evidência de uma relação negativa entre a rotação dos gestores e o desempenho anterior da empresa, resultado que é consistente com a hipótese de a rotação funcionar como um mecanismo de disciplina dos gestores. Por outro lado, os resultados apontam para que a estrutura accionista possa ter uma influência significativa sobre a forma como é exercida a monitorização dos gestores, sendo que, por um lado, algum grau de concentração

da estrutura accionista parece favorecer a monitorização dos gestores, e, por outro, o tipo de *blockholder* presente na estrutura accionista parece influenciar a forma como é exercida a monitorização. Os *blockholders* institucionais tendem a exercer uma monitorização mais determinada pelo desempenho bolsista das empresas, enquanto outros grandes accionistas (accionistas dominantes ou maioritários) parecem dispor de uma maior capacidade de influenciar a actuação dos gestores de forma mais contínua, embora estejam também associados a algum potencial de divergência de interesses face aos accionistas minoritários. Finalmente, a evidência encontrada favorece a hipótese de o compromisso de distribuição de dividendos funcionar como um mecanismo de alinhamento de interesses que substitui outras formas de monitorização.

* CEF.UP e Faculdade de Economia, Universidade do Porto

** Caixa Geral de Depósitos, Direcção de Gestão de Risco

1. INTRODUÇÃO

Nas empresas de capital aberto, em que existe uma separação entre a propriedade do capital e a gestão da empresa, há o risco de as decisões dos gestores divergirem das decisões que seriam ótimas do ponto de vista dos interesses dos accionistas (Jensen and Meckling, 1976).

Nestas empresas, os accionistas baseiam-se quer na disciplina dos mercados (e.g. mercado de produtos e factores, mercado de capitais, mercado de trabalho dos gestores, mercado de controlo de empresas) quer em mecanismos internos de controlo de gestão e de alinhamento de interesses (como sistemas de incentivos, composição do conselho de administração, estrutura de propriedade do capital, estrutura financeira ou políticas de distribuição), para monitorizar o comportamento dos gestores e criar incentivos para que estes actuem de forma a maximizar o valor da empresa para os accionistas.

A questão da eficácia destes instrumentos de disciplina dos gestores (habitualmente designados por sistemas de *corporate governance*) tem merecido atenção crescente por parte de académicos, reguladores dos mercados e investidores em geral.

Os episódios de rotação dos gestores proporcionam um contexto especialmente propício ao estudo da eficácia dos sistemas de *corporate governance*. De facto, a competência para nomeação e demissão dos gestores de topo da empresa pode ser vista como um instrumento importante de disciplina da gestão. Por um lado, o facto de os gestores com mau desempenho serem substituídos é um indicador visível de que existe uma efectiva monitorização dos gestores. Por outro lado, a simples ameaça de despedimento deverá proporcionar fortes incenti-

vos aos gestores para que actuem de acordo com os interesses dos accionistas.

Neste trabalho, estudamos a rotação dos gestores das empresas portuguesas, com base numa amostra de 41 empresas cotadas na Euronext Lisboa, durante o período 2003-2007. O objectivo é analisar a sensibilidade da rotação dos gestores ao desempenho e investigar em que medida diferentes características de *corporate governance* influenciam a incidência de rotação e a sua sensibilidade ao desempenho. Tanto quanto é do nosso conhecimento, este é o primeiro estudo sobre rotação dos gestores em empresas portuguesas.

Antecipando os principais resultados, o estudo produz significativa evidência de uma relação negativa entre a rotação dos gestores e o desempenho anterior da empresa, resultado que é consistente com a hipótese de a rotação funcionar como um mecanismo de disciplina dos gestores.

Em segundo lugar, o estudo aponta para que a estrutura accionista possa ter uma influência significativa sobre a forma como é exercida a monitorização dos gestores. Por um lado, algum grau de concentração da estrutura accionista parece favorecer a monitorização dos gestores em Portugal. Por outro lado, o tipo de *blockholder* presente na estrutura accionista parece influenciar a forma como é exercida a monitorização. Os *blockholders* institucionais tendem a exercer uma monitorização mais determinada pelo desempenho bolsista das empresas, enquanto outros grandes accionistas (accionistas dominantes ou maioritários) parecem dispor de uma maior capacidade de influenciar a actuação dos gestores de forma mais contínua, embora estejam também associados a algum potencial de divergência de interesses face aos accionistas minoritários.

Finalmente, o estudo permitiu-nos testar uma hipótese inovadora, que relaciona a rotação dos gestores com o pagamento de dividendos. Os resultados obtidos sugerem que o pagamento de dividendos tenderá a estar associado a uma menor sensibilidade da rotação dos gestores ao desempenho, evidência que é compatível com a visão de que o facto de haver pagamento de dividendos pode levar a uma menor preocupação com outras medidas de desempenho e de que o compromisso de distribuição de dividendos poderá funcionar como um mecanismo de alinhamento de interesses que substitui outras formas de monitorização.

O restante trabalho está organizado da seguinte forma: o ponto 2 contém uma revisão da literatura sobre rotação dos gestores. No ponto 3, desenvolvem-se as hipóteses em investigação. O ponto 4 descreve a amostra utilizada e o ponto 5 expõe os resultados empíricos obtidos. As conclusões são apresentadas no ponto 6.

2. REVISÃO DE LITERATURA

Existe uma relação de agência entre duas partes quando uma das partes, designada o agente, actua em nome ou em representação da outra, designada o principal, num determinado conjunto de processos de decisão (Ross, 1973). Se ambas as partes na relação agirem de forma a maximizar a sua utilidade esperada e se os interesses do agente e os interesses do principal não estiverem perfeitamente alinhados, as acções do agente podem produzir significativos custos privados e sociais, os chamados custos de agência (Jensen and Meckling, 1976).

Em empresas de capital aberto, em que há uma separação entre accionistas e gestores (separação entre as funções de assunção do risco e as funções de decisão), a relação que se estabelece entre accionistas e gestores é uma

relação que se conforma à estrutura de uma relação de agência. Os gestores estão mandatados pelos accionistas para actuarem em sua representação e as decisões dos gestores têm impacto sobre a riqueza dos accionistas. Admitindo-se a racionalidade económica dos indivíduos, os gestores da empresa, os agentes, irão actuar no seu próprio interesse, maximizando a sua utilidade. Por isso, as suas decisões poderão divergir das decisões que seriam óptimas do ponto de vista da maximização do valor da empresa para os accionistas.

Em consequência, a teoria da agência prevê que a separação entre accionistas e gestores seja acompanhada de mecanismos de monitorização dos gestores, que visam assegurar o alinhamento entre o comportamento dos gestores e os interesses dos accionistas. Uma das consequências dessa previsão é de que, em situações em que a actuação dos gestores não esteja a proporcionar a maximização do valor da empresa para os accionistas, os mecanismos de monitorização deverão despoletar a substituição dos gestores.

Em consistência com esta hipótese, diversos estudos empíricos têm suportado a existência de uma relação negativa entre a rotação dos gestores e o desempenho anterior da empresa. Em amostras de empresas americanas, Coughlan e Schmidt (1985), Warner, Watts e Wruck (1988), Weisbach (1988), Morck, Shleifer e Vishny (1989), Martin e McConnell (1991), Denis, Denis e Sarin (1997), Huson, Parrino e Starks (2001), Huson, Malatesta e Parrino (2004) encontram evidência dessa relação negativa. Dahya e Powell (1998), Franks, Mayer e Renneboog (2001), Dahya, McConnell e Travlos (2002) reportam a mesma relação em amostras de empresas do Reino Unido. Uma relação negativa entre a rotação dos gestores e o desempenho anterior da empresa é encontrada também por Brunello, Graziano et al. (2003) e

Volpin (2002) em empresas italianas; por Renneboog (2000) em empresas belgas; por Kaplan (1993) em empresas da Alemanha; por Kang e Shivdasani (1995) em empresas japonesas e por Lausten (2002) em empresas dinamarquesas.

Outro aspecto interessante para o qual vários estudos apontam tem a ver como facto da rotação forçada dos gestores parecer ser um acontecimento relativamente raro e que tende a reagir a níveis de desempenho particularmente maus (Warner et al., 1988; Kaplan, 1993; Franks et al., 2001; Lausten, 2002).

Sobre a velocidade de reacção dos monitores na sua decisão de substituir os gestores perante desempenhos desfavoráveis, existe evidência mista. Weisbach (1988) conclui que os conselhos de administração reagem relativamente depressa ao mau desempenho na sua decisão de substituir o CEO. Em sentido contrário, Warner, Watts e Wruck (1988), Franks, Mayer e Renneboog (2001) e Denis, Denis e Sarin (1997) encontram relevância para o desempenho desfasado até dois anos de calendário.

Uma questão de especial interesse no âmbito do estudo da rotação dos gestores é a de saber em que medida a intensidade da relação negativa entre a incidência de rotação dos gestores e o desempenho da empresa (i.e. a sensibilidade da rotação dos gestores ao desempenho) é afectada por características do governo das empresas, designadamente pela estrutura e composição do conselho de administração.

Os conselhos de administração geralmente incluem membros independentes, que não são gestores internos e que actuam como árbitros em conflitos entre gestores internos e levam a cabo tarefas que envolvem sérios problemas de agência entre gestores internos e accionistas. Os

membros independentes do conselho de administração têm, portanto, uma função de monitores e, por isso, para valorizarem o seu capital humano, têm incentivos para desenvolver uma reputação como bons monitores (Fama and Jensen, 1983). Por isso, seria de esperar que uma maior presença de independentes no conselho de administração das empresas se traduzisse numa melhor monitorização dos gestores e, portanto, numa maior sensibilidade da rotação dos gestores ao desempenho.

Há alguma evidência de que os conselhos de administração com maior presença de independentes estão associados a uma maior sensibilidade da rotação dos gestores ao desempenho (Weisbach, 1988; Renneboog, 2000; Dahya et al., 2002). No entanto, este não é um resultado uniforme, existindo vários estudos que não encontram relação significativa entre a presença de independentes no conselho de administração e a sensibilidade da rotação ao desempenho (Kang and Shivdasani, 1995; Denis et al., 1997; Mikkelsen and Partch, 1997; Franks et al., 2001).

A investigação sobre rotação dos gestores também se tem debruçado sobre a relevância da estrutura accionista das empresas, enquanto geradora de potenciais mecanismos de alinhamento entre a actuação dos gestores e os interesses dos accionistas.

Em empresas de capital disperso, em que o capital social está distribuído por um elevado número de indivíduos e a gestão está entregue a um gestor ou uma equipa de gestores cuja participação no capital social da empresa é nula, a atribuição aos gestores de uma participação no capital da empresa é vista como uma forma de criar incentivos que levam ao alinhamento de interesses (Jensen and Meckling, 1976). No entanto, a concentração accionista nos gestores

pode gerar um problema de entrenchamento dos gestores (*entrenchment*). Gestores incompetentes que possuam uma posição importante no capital da empresa podem ser difíceis de afastar. Por isso, uma das questões interessantes ao nível da estrutura accionista é a de saber que influência a participação accionista dos gestores (*managerial ownership*) tem sobre a sensibilidade da rotação dos gestores ao desempenho.

Por outro lado, interessa também perceber se o próprio grau de concentração/dispersão do capital, ao proporcionar diferentes estruturas de controlo da empresa, influencia o nível de monitorização exercido sobre os gestores. Na verdade, a concentração accionista pode proporcionar efeitos opostos sobre a eficácia da monitorização dos gestores. Por um lado, pode ajudar a resolver conflitos de agência entre accionistas e gestores. A concentração accionista proporciona aos grandes accionistas poder de voto e incentivos correctos (Becht, 1999) e, portanto, os accionistas com participações mais concentradas têm os incentivos e o poder para disciplinar os gestores. Mas, por outro lado, a concentração accionista cria um potencial conflito de interesses entre os accionistas dominantes e os accionistas minoritários, uma vez que os primeiros, tendo o controlo sobre a gestão, podem expropriar os segundos de uma parte do valor da empresa, por exemplo, através da prática de preços preferenciais em relações comerciais com empresas por si detidas privadamente (Shleifer and Vishny, 1997). Este último efeito, associado aos designados benefícios privados de controlo, pode também levar ao entrenchamento dos gestores.

De acordo com a evidência existente, a probabilidade de rotação dos gestores e a sensibilidade da rotação ao desempenho parecem ser influenciadas pela posição accionista dos gestores. A

managerial ownership tende a estar negativamente relacionada com a rotação (Franks et al., 2001; Dahya et al., 2002) e a relacionar-se de forma não linear com a sensibilidade da rotação ao desempenho (Denis et al., 1997). Por outro lado, a rotação dos gestores tende também a ser influenciada por características individuais dos gestores. Por exemplo, o facto de serem accionistas fundadores (Morck et al., 1989) ou pertencerem à família do accionista dominante (Volpin, 2002; Brunello et al., 2003) tende a reduzir a sensibilidade da rotação ao desempenho.

Uma outra questão que tem merecido estudo é a influência dos detentores de grandes blocos (minoritários) de acções sobre a disciplina dos gestores. A acumulação de acções em grandes blocos, poderá ter um efeito positivo sobre a monitorização ao facilitar a internalização dos benefícios dessa monitorização (Shleifer and Vishny, 1986).

Sobre a influência dos *blockholders* na sensibilidade da rotação dos gestores ao desempenho existe evidência mista. Alguns *blockholders* podem ter influência sobre a mudança da gestão (por exemplo, através da facilitação de um *takeover* futuro), mas *blockholders* afiliados com a gestão tendem a entrenchar os gestores (Banerjee, Leleux and Vermaelen, 1997). Por sua vez, há alguma evidência de que os *blockholders* institucionais tendem a reagir a maus desempenhos vendendo as acções (Parrino, Sias and Starks, 2003).

Outra questão interessante de analisar no âmbito do estudo da rotação dos gestores é a da relevância da actividade de monitorização desempenhada pelo mercado de controlo de empresas (*takeovers*), enquanto mecanismo disciplinador do comportamento dos gestores (Jensen, 1986; , 1988).

Na verdade, a evidência produzida sobre este assunto é diversa e, de alguma forma, controversa. Existe clara evidência de que os *takeovers* estão associados a um aumento da rotação dos gestores (Denis and Denis, 1995; Denis et al., 1997; Franks et al., 2001), mas a evidência não é pacífica quanto à questão de a rotação que decorre de *takeovers* estar especificamente associada a fenómenos disciplinadores de má gestão. Há estudos que encontram alguma evidência em favor do papel disciplinador dos *takeovers* hostis (Martin and McConnell, 1991; Dahya and Powell, 1998). No entanto, outros concluem que os *takeovers* não são particularmente focados em empresas com má performance, (Franks and Mayer, 1996; Franks et al., 2001).

Os eventos de rotação dos gestores também têm sido utilizados para estudar a relevância da situação financeira da empresa enquanto mecanismo disciplinador da gestão.

A dívida tem um efeito disciplinador, quer pelo comprometimento de *cash flows* quer pela monitorização que implica. O endividamento elevado leva à necessidade de tornar a empresa eficiente no sentido de assegurar o cumprimento do serviço de dívida. Como consequência, há uma menor discricionariedade dos gestores na utilização dos *cash flows* (Jensen, 1986). Contudo, o aumento de dívida também tem custos, incluindo custos de agência (designadamente para os credores) e custos de falência¹ (Jensen and Meckling, 1976). Estes custos limitam o nível de endividamento desejável.

Uma hipótese plausível é a de que os gestores das empresas sejam sujeitos a um maior nível de monitorização quando as empresas possuem situações financeiras mais precárias.

Diversos estudos têm encontrado evidência empírica em favor da hipótese de a rotação dos gestores ser mais intensa e mais sensível ao desempenho em empresas em situação de dificuldades financeiras (Gilson, 1989; Renneboog, 2000; Franks et al., 2001).

3. HIPÓTESES EM INVESTIGAÇÃO

3.1 Rotação dos gestores e desempenho

O presente trabalho consiste em estudar a rotação dos executivos de topo das empresas cotadas portuguesas, analisando a sensibilidade da rotação ao desempenho e os efeitos que diferentes características do governo das empresas têm sobre a incidência de rotação e sobre a sua sensibilidade ao desempenho.

De acordo com a literatura anterior e tendo em conta que bons mecanismos de monitorização devem assegurar a substituição dos gestores com mau desempenho, a primeira hipótese a testar prevê o seguinte:

H1: A rotação dos executivos de topo é negativamente correlacionada com o desempenho anterior da empresa.

Como medida da rotação dos gestores, construímos a variável *TURNOVER*, definida como a fracção de executivos que saíram do conselho de administração num determinado ano:

$$TURNOVER_t = \frac{n.^{\circ} \text{ executivos que saíram no ano } t}{n.^{\circ} \text{ total executivos no conselho administração no início ano } t}$$

1- A falência envolve um processo de adjudicação que consome, ele próprio, uma parte do valor dos activos da empresa.

Esta medida de rotação dos gestores é utilizada também por Kaplan (1993), Renneboog (2000), Franks, Mayer e Renneboog (2001) e Volpin (2002).

Os executivos que saíram foram identificados por comparação entre os executivos que pertenciam ao conselho de administração no final dos anos $t-1$ e t .

Apenas foram classificados como objecto de rotação os executivos que efectivamente deixaram de pertencer ao conselho de administração. Membros que eram executivos num ano e deixaram de o ser no ano seguinte, mas permaneceram no conselho de administração como não-executivos não foram considerados como objecto de rotação. O objectivo desta classificação é, tanto quanto possível, excluir da medida de rotação as “saídas” de executivos que não sejam determinadas por razões ligadas ao desempenho, mas por outras razões, tentando aproximar a medida de rotação de uma medida de rotação “forçada” ou mais ligada ao desempenho. É

evidente que existem outros eventos de rotação que provavelmente não estarão ligados ao desempenho e que não foi possível isolar da presente medida de rotação, por indisponibilidade de informação sobre as características pessoais dos executivos. É o caso, por exemplo, das saídas de executivos por questões de reforma natural. Este aspecto introduz algum ruído na medida de rotação utilizada.

Quanto às medidas de desempenho, construímos três medidas de desempenho, duas de base contabilística e uma baseada no mercado de acções. A utilização complementar de medidas de desempenho de base contabilística e de base bolsista decorre da visão de que, quer as medidas contabilísticas quer as bolsistas são medidas imperfeitas do desempenho dos gestores, mas ambas proporcionam informação relevante e complementar sobre esse desempenho.

A primeira medida de natureza contabilística, ROA_SECT, é uma medida de rendibilidade do activo ajustada pelo sector, definida como:

$$ROA_SECT_{i,t} = \left[ROA \text{ da empresa } i \text{ no ano } t - \frac{ROA \text{ mediano empresas do mesmo sector no ano } t}{\text{sector no ano } t} \right]$$

onde:

$$ROA_{i,t} = \frac{EBITDA_{i,t}}{Activo\ Total_{i,t}}$$

e

“empresas do mesmo sector” são as empresas da amostra que possuem a mesma classificação sectorial SIC a um dígito.

A utilização do EBITDA (*Earnings Before Interest, Taxes and Depreciation*) permite expurgar a medida de desempenho de diferenças nas estruturas de capitais e nas políticas de amortização das empresas. Adicionalmente, a medida é ajustada pela mediana do sector, com vista a aproximá-la do desempenho específico

da equipa de gestão (isolando-a de factores económicos e sectoriais que estão para além do seu controlo).

A dimensão da amostra não permitiu utilizar um ajustamento sectorial mais detalhado do que o ajustamento com base numa classificação SIC

a um dígito. Uma análise a mais dígitos teria a dificuldade de obtenção de número suficiente de empresas por sector.

A segunda medida de base contabilística é uma variável binária que assume o valor 1 caso a empresa tenha registado resultados operacionais negativos:

$$RO_NEG_{i,t} = \begin{cases} 1 & \text{se a empresa } i \text{ registou resultado operacional negativo no ano } t \\ 0 & \text{caso contrário} \end{cases}$$

Esta medida tem como objectivo captar desempenhos particularmente desfavoráveis, uma vez que se espera (e a evidência empírica anterior sugere) que a rotação dos gestores seja particularmente sensível a níveis de desempenho muito baixos.

A medida de desempenho baseada no mercado de acções são os retornos semanais acumulados ajustados pelo mercado (PERF), assim definidos:

$$PERF_{i,t} = \sum_{\text{ano } t} (\text{Retorno semanal empresa } i - \text{retorno semanal índice PSIGeral})$$

onde:

$$\text{Retorno semanal}_i = \text{Ln} \left(\frac{P_{i,d+7}}{P_{i,d}} \right); P_{i,d} = \text{cotação da acção da empresa } i \text{ no dia } d$$

Todas as variáveis de desempenho são incluídas nas regressões com um desfasamento de um ano de calendário.

mais forte para empresas com maior presença de independentes no conselho de administração. Assim, é colocada a seguinte hipótese:

3.2 Rotação dos gestores e composição do conselho de administração

Considerando as previsões teóricas de Fama e Jensen (1983) e de Hermalin e Weisbach (1998) de que os conselhos de administração mais independentes devem proporcionar uma maior monitorização dos gestores, espera-se que a sensibilidade da rotação ao desempenho seja

H2: A rotação dos executivos de topo é mais sensível ao desempenho quando existe uma maior presença de membros independentes no conselho de administração.

A presença de membros independentes é captada por uma variável (INDEP) que mede a fracção de independentes no conselho de administração:

$$INDEP = \frac{n.^{\circ} \text{ membros independentes}}{n.^{\circ} \text{ total membros do conselho administração}}$$

3.3 Rotação dos gestores e estrutura accionista

Face às características da estrutura accionista das empresas portuguesas, em que prevalece uma forte concentração² e em que a presença de *blockholders* institucionais é relevante³, estudamos também a influência destas duas características da estrutura accionista (nível de concentração e presença de *blockholders* institucionais) sobre a rotação dos gestores e sua sensibilidade ao desempenho.

A concentração accionista tem impacto sobre a estrutura de controlo da empresa e, portanto, espera-se que influencie o nível de monitorização dos gestores. No entanto, a concentração accionista pode proporcionar efeitos opostos sobre a monitorização dos gestores. Por um lado, pode ajudar a resolver conflitos de agência entre accionistas e gestores. A concentração accionista proporciona aos grandes accionistas poder de voto e incentivos correctos (Becht, 1999) e, portanto, os accionistas com participações mais concentradas têm os incentivos e o poder para disciplinar os gestores. Mas, por outro lado, a concentração accionista cria um potencial conflito de interesses entre os accionistas dominantes e os accionistas minoritários, uma vez que os primeiros, tendo o controlo sobre a gestão, podem expropriar os segundos

de uma parte do valor da empresa, através da apropriação de benefícios privados de controlo (Shleifer and Vishny, 1997), o que pode levar ao entrincheiramento dos gestores. Assim, é mantido em aberto o sinal da influência da concentração accionista sobre a sensibilidade da rotação dos gestores ao desempenho.

Quanto à presença de grandes accionistas institucionais, a acumulação de acções em grandes blocos (minoritários e “outsiders”) poderá ter um efeito positivo sobre a monitorização, ao facilitar a internalização dos benefícios dessa monitorização (Shleifer and Vishny, 1986), pelo que se espera que a presença de *blockholders* institucionais leve a uma maior sensibilidade da rotação dos gestores ao desempenho.

Assim, propomos as seguintes hipóteses sobre a influência da estrutura accionista sobre a rotação dos gestores:

H3: A sensibilidade da rotação dos executivos de topo ao desempenho é influenciada pelo grau de concentração da estrutura accionista da empresa e essa influência pode ser positiva ou negativa.

H4: A rotação dos executivos de topo é mais sensível ao desempenho em empresas com um grande accionista institucional.

2- De acordo com um estudo levado a cabo pela Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM), que reuniu respostas a um questionário sobre o governo das sociedades cotadas realizado em Julho/Agosto de 2006, o capital accionista das empresas cotadas portuguesas encontra-se bastante concentrado. Em média, o maior accionista detém 44,2% do capital social. Em 23 das 48 empresas que responderam ao inquérito, o maior accionista detém directa e indirectamente mais de 50% do capital social com direito a voto. [CMVM (2007). O Governo das Sociedades Cotadas em Portugal - Situação em Dezembro de 2005, CMVM Comissão do Mercado de Valores Mobiliários. <http://www.cmvm.pt/NR/exeres/04C43480-330D-4DAF-ACE1-1D3EB4FDA1A4.htm>.]

3- De acordo com o mesmo estudo da CMVM, os investidores institucionais estavam presentes no capital de 32 das 48 sociedades analisadas. Em 8 das 15 sociedades onde há institucionais com posições individuais superiores a 5%, essas posições são detidas ininterruptamente há mais de três anos.

As variáveis utilizadas para estudar os efeitos da estrutura accionista são: (i) um índice de concentração accionista (OWN_CONC), (ii)

uma variável binária que detecta a presença de grandes accionistas institucionais (INST_BLOCK), com as seguintes definições:

OWN_CONC = Índice de Herfindhal das participações dos 3 maiores accionistas com participação qualificada

$$INST_BLOCK = \begin{cases} 1 & \text{se a empresa tem pelo menos um accionista institucional com pelo} \\ & \text{menos 5\% dos direitos de voto} \\ 0 & \text{caso contrário} \end{cases}$$

Adicionalmente, foi incluída uma variável binária que detecta a ocorrência de uma “grande

alteração accionista” – *ownership change* (OWN_CHANGE), definida como:

$$OWN_CHANGE_{it} = \begin{cases} 1 & \text{se no ano } t \text{ pelo menos 50\% dos direitos de voto da} \\ & \text{empresa } i \text{ mudaram de titular ou houve} \\ & \text{uma alteração do accionista dominante} \\ 0 & \text{caso contrário} \end{cases}$$

A variável de *ownership change* é incluída para isolar o efeito sobre a rotação que decorra de alterações de relevo na estrutura accionista da empresa⁴.

3.4 Rotação dos gestores e situação financeira

Pese embora o endividamento das empresas possa ter um efeito disciplinador sobre a gestão, na medida em que reduz o grau de discricionariedade na utilização de *cash flows* (Jensen, 1986), mas considerando também que elevados níveis de endividamento podem gerar importantes custos de agência para os credores e acenar a probabilidade de perda de valor da

empresa em virtude de custos de falência (Jensen and Meckling, 1976), espera-se que os gestores de empresas com situações financeiras precárias sejam sujeitos a um maior nível de monitorização por parte de credores e/ou accionistas. Assim, propomos a seguinte hipótese sobre a relação entre rotação dos gestores e situação financeira:

H5: A rotação dos executivos de topo é mais sensível ao desempenho em empresas com situação financeira mais precária.

Como indicador da situação financeira da empresa, foi utilizado um rácio de cobertura de juros (INTCOV).

4- Na prática, esta variável assume o valor 1 quando se registou uma alteração decisiva na estrutura de controlo da empresa, isto é, (i) para empresas que tinham um accionista dominante e esse accionista dominante mudou (por exemplo, via aquisição amigável); (ii) para empresas que não tinham nenhum accionista dominante e passaram a ter (por exemplo, via takeover); (iii) para empresas que tinham um accionista dominante e deixaram de ter (por exemplo, por dispersão do capital em bolsa). A variável não capta alterações na estrutura accionista que não impliquem uma mudança decisiva no controlo, como é o caso de aquisições ou alienações de *blockholdings* minoritários. Não obstante se considere que este último tipo de mudança na estrutura accionista também poderá ter alguma influência sobre a rotação dos gestores, a dificuldade e morosidade de obtenção de dados sobre as entradas e saídas de *blockholders* e, principalmente, sobre a sua natureza de “outsiders” ou “insiders” inibiu a inclusão de uma variável que captasse este tipo de alterações na estrutura accionista.

$$INTCOV = \frac{EBITDA}{Interest\ Expense\ on\ Debt}$$

3.5 Rotação dos gestores e dividendos

O pagamento de dividendos tem sido considerado na teoria financeira como um mecanismo disciplinador da gestão. Por um lado, porque obriga à distribuição de *free cash flow* (Jensen, 1986) e a uma maior frequência de recurso ao mercado de capitais (Easterbrook, 1984). Por outro lado, porque as empresas são relutantes a fazer reduções nos dividendos e normalmente têm como objectivo um crescimento gradual dos dividendos (Lintner, 1956), o que confere ao pagamento de dividendos um carácter de forte compromisso de distribuição de *cash*. Em consequência, o facto da empresa pagar dividendos pode ser um substituto de outros mecanismos de alinhamento de interesses (Farinha, 2003). Nesse sentido, o pagamento de dividendos poderá atenuar a sensibilidade da rotação dos gestores ao desempenho.

Por outro lado, o pagamento de dividendos pode sinalizar que existe na empresa um melhor

sistema de *governance*. Os dividendos podem, por exemplo, ser um indicador do grau de severidade do conflito de interesses entre accionistas dominantes e accionistas minoritários (Gugler and Yurtoglu, 2003). Nesta perspectiva, o facto da empresa pagar dividendos poderá estar associado a uma melhor qualidade da monitorização e a uma maior sensibilidade da rotação ao desempenho.

Assim, propomo-nos investigar a relação entre rotação dos gestores e dividendos com base na seguinte hipótese:

H6: A sensibilidade da rotação dos executivos de topo ao desempenho é influenciada pelo facto de a empresa pagar dividendos e essa influência pode ser positiva ou negativa.

Para estudar a influência do pagamento de dividendos sobre a sensibilidade da rotação dos gestores ao desempenho foi utilizada uma variável binária (DIV), definida como:

$$DIV = \begin{cases} 1 & \text{se a empresa paga dividendos} \\ 0 & \text{caso contrário} \end{cases}$$

3.6 Variáveis de controlo

Para controlar pela dimensão da empresa, utilizou-se o logaritmo natural do Activo Total contabilístico (ASSET). Adicionalmente, foi usada a variável MAND para controlar pela duração do mandato do conselho de administração (considerando que mandatos mais longos

podem ter alguma influência negativa sobre o nível de rotação dos gestores). Foram ainda incluídas em todas as regressões variáveis binárias sectoriais (para uma classificação SIC a um dígito) e variáveis binárias anuais.

O Quadro 1 sintetiza a construção das variáveis, os sinais esperados e respectiva fundamentação teórica.

Quadro 1

		Definição da variável	Sinal esperado	Fundamentação teórica
	Rotação dos executivos	TURNOVER $TURNOVER_t = \frac{n.^{\circ} \text{ executivos que saíram no ano } t}{n.^{\circ} \text{ total executivos no conselho ad min istração no início ano } t}$		
D e s e m p e n h o	Desempenho bolsista	PERF $PERF_{it} = \sum_{ano} (\text{Retorno semanal empresa } i - \text{retorno semanal índice PSI Geral})$	(-)	Mecanismos eficazes de disciplina dos gestores deverão assegurar a remoção dos gestores com fraco desempenho. Por isso, espera-se uma maior incidência de rotação dos gestores em empresas com fraca performance.
	Resultados contabilísticos	ROA_SECT $ROA_SECT_{i,t} = \left[\text{ROA da empresa } i \text{ no ano } t - \text{ROA mediano empresas do mesmo sector no ano } t \right]$	(-)	
	Ocorrência RO negativos	RO_NEG $RO_NEG_{i,t} = \begin{cases} 1 & \text{se a empresa } i \text{ registou resultado operacional negativo no ano } t \\ 0 & \text{caso contrário} \end{cases}$	(+)	A rotação dos gestores poderá ser especialmente prevalente quando as empresas têm desempenhos particularmente maus. Resultados operacionais negativos são sintomas de desempenhos particularmente negativos, pelo que se espera que estejam associados a maior rotação dos gestores.
G o v e r n a n c e	Fracção de independentes	INDEP $INDEP = \frac{n.^{\circ} \text{ membros independentes}}{n.^{\circ} \text{ total membros do conselho ad min istração}}$	(-) [em interação com o desempenho]	Administradores independentes têm incentivos para desenvolver uma reputação como especialistas no controlo de decisões. Espera-se que os administradores independentes exerçam maior monitorização sobre os gestores e que, portanto, a relação entre rotação e desempenho seja mais forte para empresas com maior presença de administradores independentes.
	Pagamento de dividendos	DIV $DIV = \begin{cases} 1 & \text{se a empresa paga dividendos} \\ 0 & \text{caso contrário} \end{cases}$	(+) ou (-) [em interação com o desempenho]	O pagamento de dividendos funciona como um mecanismo disciplinador da gestão, porque obriga à distribuição de free cash flow e a uma maior frequência de recurso ao mercado de capitais. O facto da empresa pagar dividendos pode ser um substituto de outros mecanismos de monitorização e, por isso, atenuar a sensibilidade da rotação dos gestores ao desempenho. Por outro lado, o pagamento de dividendos pode ser um indicador de que existe na empresa um melhor sistema de governance e isso estar associado a uma maior sensibilidade da rotação ao desempenho.
E s t r u t u r a a c c i o n i s t a	Concentração accionista	OWN_CONC Índice de Herfindhal das participações dos 3 maiores accionistas (em 2002)	(+) ou (-) [em interação com o desempenho]	A concentração accionista pode ter efeitos opostos sobre a eficácia da monitorização dos gestores. Por um lado, ajuda a resolver os problemas de agência entre accionistas e gestores, porque o accionista dominante tem os incentivos e o poder para disciplinar os gestores. Por outro, cria um potencial conflito de interesses entre o accionista dominante e os minoritários, uma vez que o accionista dominante, tendo o controlo sobre a gestão, pode expropriar os minoritários de uma parte do valor da empresa, podendo levar ao "entrenchment" da gestão.
	Institutional blockholder	INST_BLOCK $INST_BLOCK = \begin{cases} 1 & \text{se a empresa tem pelo menos um accionista institucional com pelo menos 5\% dos direitos de voto} \\ 0 & \text{caso contrário} \end{cases}$	(-) [em interação com o desempenho]	A acumulação de acções em grandes blocos (minoritários e outsiders) facilita a internalização dos benefícios da monitorização (Shleifer e Vishny 1986), pelo que se espera que a presença de blockholders institucionais leve a uma maior sensibilidade da rotação dos gestores ao desempenho
	Ownership change	OWN_CHANGE $OWN_CHANGE_{i,t} = \begin{cases} 1 & \text{se no ano } t \text{ pelo menos 50\% dos direitos de voto da empresa } i \text{ mudaram de titular ou houve uma alteração do accionista do min ante} \\ 0 & \text{caso contrário} \end{cases}$	(+)	Alterações na estrutura accionista tendem a levar a alterações nas equipas de gestão
D i v i d a	Interest coverage	INTCOV $INTCOV = \frac{EBITDA}{\text{Interest Expense on Debt}}$	(+) [em interação com o desempenho]	Gestores de empresas com elevada dívida/baixa cobertura de juros podem estar sujeitos a maior monitorização por parte de credores e accionistas.
C o n t r o l o	Dimensão	ASSET Logaritmo natural do Activo Total 31/12/2002 (lf Total Assets)		
	Duração do mandato do CA	MAND Duração do mandato do conselho de administração		
	Sector	D_SIC1, D_SIC2, D_SIC3, D_SIC4, D_SIC5, D_SIC6 Variáveis binárias sectoriais (classificação SIC a 1 dígito)		
	Ano	D_2003, D_2004, D_2005, D_2006 Variáveis binárias anuais		

4. AMOSTRA

4.1 Dados

A amostra é constituída por todas as empresas portuguesas que permaneceram cotadas na Euronext Lisboa durante o período de 01/01/2001 a 31/12/2007⁵ e para as quais foram divulgados no sítio da *internet* da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) os Relatórios de Corporate Governance relativos aos anos de 2002 a 2006.

Assim, o estudo incide sobre a rotação de executivos ocorrida entre 2003 e 2007. O cálculo de variáveis de desempenho desfasado exigiu, entretanto, a disponibilidade de dados sobre desempenho bolsista desde 2001. Assim, a amostra de partida inclui 205 observações empresa-ano, correspondentes a 41 empresas.

Os dados sobre a composição dos conselhos de administração (nome de cada um dos membros, cargo desempenhado, qualidade de executivo ou não-executivo e, dentro destes, classificação ou não como independente), assim como a informação sobre a duração dos mandatos, foram recolhidos manualmente para cada empresa e para cada um dos cinco anos de 2002 a 2006, a partir dos Relatórios de Corporate Governance emitidos pelas empresas e disponibilizados no sítio da *internet* da CMVM.

A informação sobre a composição da estrutura accionista das empresas foi obtida por consulta manual dos Relatórios e Contas das empresas relativos ao ano 2002, onde é feita a divulgação dos accionistas com participações qualificadas

em 31/12/2002. Adicionalmente, por consulta da base de dados Thomson One e confirmação através dos sítios das empresas na *internet* e das comunicações ao mercado sobre participações qualificadas publicadas no sítio da *internet* da CMVM, obteve-se a composição da estrutura accionista de cada empresa em 31/12/2007.

Por comparação entre a estrutura accionista de cada empresa em 31/12/2002 e em 31/12/2007 foram identificadas as empresas que sofreram uma alteração na titularidade de pelo menos 50% dos direitos de voto ou uma alteração no accionista dominante (empresas que foram classificadas como tendo sofrido uma “grande alteração accionista” – *ownership change*). Para estas empresas, por consulta dos Relatórios e Contas relativos aos exercícios de 2002 a 2006 e das comunicações ao mercado sobre participações qualificadas, foi identificado o ano da alteração accionista e actualizados os dados relativos à estrutura accionista. Para as restantes empresas, as variáveis de estrutura accionista foram mantidas conforme a situação em 31/12/2002.

Os dados financeiros (informação relativa a resultados, activos, capitais próprios, dívida, capitalização bolsista, dividendos) foram recolhidos da base de dados *Thomson One* e as séries de cotações semanais das acções e índices foram obtidas da *Datastream*.

Por indisponibilidade de dados financeiros foram eliminadas 6 observações e por indisponibilidade de dados bolsistas foi eliminada mais uma observação, pelo que a amostra final inclui 198 observações empresa-ano, referentes a 41 empresas.

5- Com a excepção da Modelo Continente SGPS, SA, que deixou de ser cotada durante 2006, mas que foi incluída na amostra até essa data.

4.2 Estatísticas descritivas

O Quadro 2 apresenta algumas estatísticas descritivas. Na amostra, a taxa de rotação média

dos executivos de topo das empresas é de 8,9%, registando-se que em 149 das 198 observações a taxa de rotação dos executivos é nula.

Quadro 2

Estatística Descritiva

	Rotação dos executivos	Desempenho bolsista ajustado pelo mercado	Resultados contabilísticos ajustados pelo sector	Ocorrência RO negativo (S/N)	Ln Activo Total	Dimensão do Cons. Admin.	Fracção de independentes	N.º de independentes	Pagamento de Dividendos (S/N)	Cobertura de juros	Concentração accionista	Blockholder Institutional (5%) (S/N)	Ownership change
	<i>TURNOVER</i>	<i>PERF</i>	<i>ROA_SECT</i>	<i>RO_NEG</i>	<i>ASSET</i>		<i>INDEP</i>		<i>DIV</i>	<i>INTCOV</i>	<i>OWN_CONC</i>	<i>INST_BLOCK</i>	<i>OWN_CHANGE</i>
Média	0,0890	-0,0351	-0,0076		6,5616	8,4293	0,1246	1,3788		5,5318	0,3067		
Mediana	0,0000	-0,0550	0,0000		6,4973	7	0,0000	0		4,5780	0,2970		
Máximo	1,0000	1,1262	0,1399		11,2735	31	0,6000	12		48,2014	0,9163		
Mínimo	0,0000	-1,2602	-0,5457		3,0126	3	0,0000	0		-25,1365	0,0140		
Desvio padrão	0,1997	0,3297	0,0700		1,9696	4,7775	0,1635	2,2828		6,9573	0,2323		
N.º observações =1				34					118			91	6
% observações =1				17,17%					59,60%			45,96%	3,03%

Quanto às características dos conselhos de administração, o número médio de membros do conselho de administração é de 8,4, com uma mediana de 7. Em média, 34,6% dos membros do conselho de administração são não-executivos. A fracção média de membros independentes é de 12,5%, sendo que o número médio de independentes é de 1,4. Em 114 das 198 observações o conselho de administração não integra qualquer membro independente.

61% das empresas incluídas na amostra pagam dividendos.

Relativamente às estruturas accionistas, em média, o maior accionista detém 45,9% do capital e em cerca de 56% das empresas da amostra existe um accionista maioritário que detém mais de 50% do capital. Em 46% das observações, a estrutura accionista inclui um accionista institucional com pelo menos 5% do capital.

Das 41 empresas incluídas na amostra, 6 sofreram uma “grande alteração accionista” durante o período em análise (2003-2007).

Testes univariados não permitem detectar diferenças entre os valores médios das variáveis de desempenho para diferentes quartis da variável

de rotação que sejam significativas aos níveis de significância estatística habitualmente utilizados. No entanto, a repartição da amostra com base na variável binária RO_NEG permite observar que a taxa de rotação dos executivos é, em média, de 16,9% para empresas que registaram resultados operacionais negativos no ano anterior (34 observações) e, em média, de 7,2% para empresas que não registaram resultados operacionais negativos no ano anterior. Esta diferença é significativa com um *p-value* de 5,8%.

Dividindo a amostra entre empresas que pagam e empresas que não pagam dividendos, verifica-se que nas empresas que pagam dividendos a taxa de rotação dos executivos é, em média, de 7,0%, sendo de 11,7% nas empresas que não pagam dividendos. Esta diferença é marginalmente significativa, com um *p-value* de 11%.

As empresas que sofreram uma grande alteração accionista (OWN_CHANGE) também registam taxas de rotação dos executivos significativamente superiores. A taxa de rotação média nestas empresas (6) é de 74%, sendo que as restantes empresas têm, em média, uma taxa de rotação de 6,9%. A diferença é significativa a 1%.

5. RESULTADOS

5.1 Análise em painel

Com o objectivo de testar as hipóteses em estudo, realizámos uma análise de regressão que tem por base uma especificação econométrica que relaciona linearmente a variável de rotação dos gestores (TURNOVER) [variável dependente] com:

- Uma medida de desempenho desfasado [utilizando-se, em regressões separadas, diferentes medidas de desempenho];
- A fracção de membros independentes no conselho de administração (INDEP);
- Um conjunto de características da estrutura accionista: concentração accionista, (medida pela variável OWN_CONC), presença de *blockholder* institucional (INST_BLOCK) e ocorrência de alguma “grande alteração accionista” (OWN_CHANGE);

- Uma medida de situação financeira (aproximada pela variável de cobertura de juros – INTCOV);
- Uma variável binária que detecta se a empresa paga dividendos;
- Um conjunto de variáveis de controlo, incluindo a dimensão da empresa, a duração dos mandatos do conselho de administração, variáveis binárias sectoriais e variáveis binárias anuais.

Adicionalmente, foram utilizados termos de interacção entre as medidas de desempenho e as restantes variáveis explicativas, no sentido de testar os efeitos destas variáveis sobre a sensibilidade da rotação dos gestores ao desempenho.

Os Quadros 3 e 4 apresentam os resultados para as variáveis de desempenho de natureza contabilística, designadamente o ROA ajustado pelo sector (ROA_SECT) e a ocorrência de resultados operacionais negativos (RO_NEG). O Quadro 5 mostra os resultados para a variável de desempenho de carácter bolsista, os retornos bolsistas ajustados pelo mercado (PERF).

Quadro 3

Resultados de Regressão OLS
Variável dependente: TURNOVER
Variável de desempenho: ROA_SECT

(p-values em itálico)

Variável explicativa	EQ 1	EQ 2	EQ 3	EQ 4	EQ 5	EQ 6
Termo independente	-0.004018 <i>0.9594</i>	0.005889 <i>0.9410</i>	-0.003196 <i>0.9676</i>	-0.009154 <i>0.9044</i>	0.003508 <i>0.9647</i>	-0.031343 <i>0.6850</i>
Variável de performance						
ROA_SECT	-0.858661 <i>0.0003</i>	-1,242381 <i>0.0000</i>	-0.683792 <i>0.0777</i>	-0.924538 <i>0.0029</i>	-0.966624 <i>0.0001</i>	-0.830500 <i>0.0001</i>
Variáveis de governance						
INDEP	-0.001079 <i>0.9899</i>	-0.000645 <i>0.9937</i>	-0.001555 <i>0.9855</i>	-0.004030 <i>0.9622</i>	-0.029740 <i>0.7371</i>	-0.015065 <i>0.8583</i>
DIV					-0.012118 <i>0.6762</i>	
Variáveis de estrutura accionista						
OWN_CONC	0.051342 <i>0.3861</i>	0.061660 <i>0.2659</i>	0.045862 <i>0.4278</i>	0.051802 <i>0.3793</i>	0.064745 <i>0.2889</i>	0.050183 <i>0.3876</i>
INST_BLOCK	0.019815 <i>0.3812</i>	0.020236 <i>0.3545</i>	0.017416 <i>0.4349</i>	0.020242 <i>0.3661</i>	0.015533 <i>0.4984</i>	0.010703 <i>0.6296</i>
OWN_CHANGE	0.639449 <i>0.0000</i>	0.645176 <i>0.0000</i>	0.647428 <i>0.0000</i>	0.640065 <i>0.0000</i>	0.620443 <i>0.0000</i>	0.591414 <i>0.0000</i>
Variável de estrutura financeira						
INTCOV	0.002938 <i>0.1731</i>	0.002662 <i>0.1758</i>	0.002909 <i>0.1766</i>	0.002995 <i>0.1689</i>	0.002618 <i>0.1900</i>	0.002166 <i>0.3090</i>
Variáveis de interacção						
ROA_SECT * INDEP				0.469324 <i>0.7846</i>		
ROA_SECT * DIV					0.691169 <i>0.1440</i>	
ROA_SECT * OWN_CONC		1,776802 <i>0.0163</i>				
ROA_SECT * INST_BLOCK			-0.238265 <i>0.5683</i>			
ROA_SECT * INTCOV						0.050519 <i>0.0024</i>
Variáveis de controlo						
MAND	-0.024383 <i>0.3207</i>	-0.024549 <i>0.3099</i>	-0.024183 <i>0.3265</i>	-0.022695 <i>0.3307</i>	-0.027440 <i>0.2634</i>	-0.018092 <i>0.4570</i>
ASSET	0.023455 <i>0.0314</i>	0.021679 <i>0.0480</i>	0.022630 <i>0.0435</i>	0.023612 <i>0.0304</i>	0.023836 <i>0.0326</i>	0.022601 <i>0.0398</i>
[Incluídas também dummies sectoriais SIC 1 dígito]						
[Incluídas também dummies anuais (2003, 2004, 2005, 2006)]						
N.º de observações	198	198	198	198	198	198
R ² ajustado	0.403411	0.414381	0.401344	0.400442	0.403856	0.424051

Definições:

TURNOVER=número de executivos que saíram do conselho de administração a dividir pelo número total de executivos que integravam o conselho de administração no início do ano; ROA_SECT=ROA da empresa subtraído do ROA mediano das empresas do mesmo sector SIC 1 dígito; ROA=EBITDA a dividir por Activo Total;

INDEP=fracção de membros independentes no conselho de administração; DIV=variável binária que assume o valor 1 se a empresa paga dividendos, e o valor 0 caso contrário; OWN_CONC=Índice de Herfindhal das participações dos 3 maiores accionistas com participação qualificada; INST_BLOCK=variável binária que assume o valor 1 se a empresa tem pelo menos um accionista institucional com pelo menos 5% dos direitos de voto, e o valor 0 caso contrário; OWN_CHANGE=variável binária que assume o valor 1 se houve uma alteração na titularidade de pelo menos 50% dos direitos de voto ou uma alteração do accionista dominante, e o valor 0 caso contrário; INTCOV=índice de cobertura de juros definido como o EBITDA a dividir pelos juros suportados; MAND=duração do mandato do conselho de administração; ASSET=logaritmo natural do Activo Total em 31/12/2002.

Quadro 4

Resultados de Regressão OLS

Variável dependente: TURNOVER

Variável de desempenho: RO_NEG

(p-values em itálico)

Variável explicativa	EQ 1	EQ 2	EQ 3	EQ 4	EQ 5	EQ 6
Termo independente	0.045921 <i>0.5854</i>	0.008268 <i>0.9167</i>	0.042601 <i>0.6106</i>	0.063200 <i>0.4490</i>	0.043929 <i>0.6037</i>	-0.001939 <i>0.9814</i>
Variável de performance						
RO_NEG	0.084854 <i>0.0318</i>	0.145964 <i>0.0140</i>	0.050480 <i>0.3373</i>	0.066042 <i>0.1827</i>	0.098701 <i>0.0333</i>	0.097830 <i>0.0111</i>
(Efeito marginal)			0,120879 <i>0.0466</i>	0,085298 <i>0.0300</i>		
Variáveis de governance						
INDEP	-0.040180 <i>0.6397</i>	-0.030561 <i>0.7221</i>	-0.036448 <i>0.6717</i>	-0.064184 <i>0.4767</i>	-0.045844 <i>0.6054</i>	-0.031575 <i>0.7132</i>
DIV					0.002156 <i>0.9413</i>	
Variáveis de estrutura accionista						
OWN_CONC	0.049422 <i>0.3839</i>	0.094701 <i>0.1464</i>	0.037548 <i>0.5132</i>	0.046860 <i>0.4221</i>	0.052006 <i>0.3697</i>	0.036277 <i>0.5180</i>
INST_BLOCK	0.028028 <i>0.2397</i>	0.032745 <i>0.1879</i>	0.012649 <i>0.5829</i>	0.027330 <i>0.2516</i>	0.026549 <i>0.2684</i>	0.018197 <i>0.4257</i>
OWN_CHANGE	0.666458 <i>0.0000</i>	0.669574 <i>0.0000</i>	0.664100 <i>0.0000</i>	0.664212 <i>0.0000</i>	0.664702 <i>0.0000</i>	0.635925 <i>0.0000</i>
Variável de estrutura financeira						
INTCOV	0.000362 <i>0.8289</i>	0.000265 <i>0.8725</i>	0.000606 <i>0.7268</i>	0.000370 <i>0.8262</i>	0.000437 <i>0.7979</i>	0.002529 <i>0.1950</i>
Variáveis de interacção						
RO_NEG * INDEP				0.154553 <i>0.5151</i>		
RO_NEG * DIV					-0.081421 <i>0.4111</i>	
RO_NEG * OWN_CONC		-0.204449 <i>0.1343</i>				
RO_NEG * INST_BLOCK			0.070399 <i>0.3910</i>			
RO_NEG * INTCOV						-0.016668 <i>0.0168</i>
Variáveis de controlo						
MAND	-0.032013 <i>0.2120</i>	-0.028452 <i>0.2584</i>	-0.030620 <i>0.2306</i>	-0.035920 <i>0.1575</i>	-0.034407 <i>0.1872</i>	-0.023503 <i>0.3517</i>
ASSET	0.017576 <i>0.1025</i>	0.019809 <i>0.0623</i>	0.018519 <i>0.0808</i>	0.017893 <i>0.0976</i>	0.018789 <i>0.0948</i>	0.018616 <i>0.0846</i>
[Incluídas também dummies sectoriais SIC 1 dígito]						
[Incluídas também dummies anuais (2003, 2004, 2005, 2006)]						
N.º de observações	198	198	198	198	198	198
R ² ajustado	0.359958	0.364292	0.360584	0.358190	0.355605	0.384926

Definições:

TURNOVER=número de executivos que saíram do conselho de administração a dividir pelo número total de executivos que integravam o conselho de administração no início do ano; RO_NEG=variável binária que assume o valor 1 se a empresa registou um resultado operacional negativo, e o valor 0 caso contrário; Efeito Marginal=derivada de TURNOVER em ordem a RO_NEG;

INDEP=fracção de membros independentes no conselho de administração; DIV=variável binária que assume o valor 1 se a empresa paga dividendos, e o valor 0 caso contrário; OWN_CONC=Índice de Herfindhal das participações dos 3 maiores accionistas com participação qualificada; INST_BLOCK=variável binária que assume o valor 1 se a empresa tem pelo menos um accionista institucional com pelo menos 5% dos direitos de voto, e o valor 0 caso contrário; OWN_CHANGE=variável binária que assume o valor 1 se houve uma alteração na titularidade de pelo menos 50% dos direitos de voto ou uma alteração do accionista dominante, e o valor 0 caso contrário; INTCOV=índice de cobertura de juros definido como o EBITDA a dividir pelos juros suportados; MAND=duração do mandato do conselho de administração; ASSET=logaritmo natural do Activo Total em 31/12/2002.

Os resultados do Quadro 3 suportam a hipótese de uma relação negativa entre a rotação dos gestores e o desempenho da empresa, medido pela rentabilidade do activo ajustada pelo sector, observando-se que o coeficiente da variável ROA_SECT é negativo e estatisticamente significativo em todas as regressões, sendo que em quatro das seis regressões é significativo a um nível de significância de 1%⁶.

Os resultados no Quadro 4 produzem evidência de que a rotação dos gestores é também sensível à ocorrência de níveis de desempenho contabilístico particularmente maus, verificando-se que a ocorrência de resultados operacionais negativos num ano tende a aumentar o nível de rotação dos gestores no ano seguinte⁷. O coeficiente da variável RO_NEG (ou o efeito

marginal⁸ da variável RO_NEG) é sempre positivo e estatisticamente significativo em todas as regressões. Estes resultados vão no mesmo sentido dos encontrados por Franks et al (2001) no Reino Unido, Kaplan (1993) na Alemanha e Lausten (2002) na Dinamarca.

Quanto aos resultados quando são utilizadas medidas de desempenho de natureza bolsista, a evidência no Quadro 5 sugere que a rotação dos gestores das empresas portuguesas é pouco sensível ao desempenho bolsista e, claramente, menos sensível ao desempenho bolsista do que às medidas de desempenho de natureza contabilística. Os coeficientes associados aos retornos bolsistas ajustados pelo mercado (PERF) apenas aparecem significativos em duas regressões.⁹

6- A utilização do ROA não ajustado produz resultados semelhantes aos obtidos com o ROA ajustado pelo sector (ROA_SECT).

7- O mesmo resultado foi obtido utilizando uma variável binária que assume o valor 1 caso a empresa tenha registado resultados líquidos negativos.

8- Para todas as regressões em que são incluídos termos de interacção entre a variável de desempenho e outras variáveis explicativas foi calculado o efeito marginal da variável de desempenho sobre a variável dependente [c.f. Greene (1997) p. 391]. Esse efeito marginal é reproduzido nos quadros sempre que seja estatisticamente significativo.

9- Adicionalmente, foram repetidas todas as regressões utilizando como medidas alternativas de desempenho os retornos bolsistas ajustados pelo sector e o *market-to-book value* dos capitais próprios, verificando-se que estas medidas de desempenho não eram significativas em nenhuma das regressões.

Quadro 5

Resultados de Regressão OLS
Variável dependente: TURNOVER
Variável de desempenho: PERF

(p-values em itálico)

Variável explicativa	EQ 1	EQ 2	EQ 3	EQ 4	EQ 5	EQ 6
Termo independente	0.098802 <i>0.2447</i>	0.072790 <i>0.3712</i>	0.077536 <i>0.3432</i>	0.097849 <i>0.2503</i>	0.082114 <i>0.3286</i>	0.073653 <i>0.3679</i>
Variável de performance						
PERF	-0.018484 <i>0.6492</i>	-0.119548 <i>0.0537</i>	0.054294 <i>0.2461</i>	-0.015668 <i>0.7211</i>	-0.041709 <i>0.4346</i>	-0.051294 <i>0.2771</i>
(Efeito marginal)			-0,10929 <i>0.1019</i>			
Variáveis de governance						
INDEP	-0.007781 <i>0.9282</i>	-0.024045 <i>0.7661</i>	-0.018384 <i>0.8244</i>	-0.010314 <i>0.9057</i>	-0.024009 <i>0.7967</i>	-0.020376 <i>0.8134</i>
DIV					-0.012635 <i>0.6592</i>	
Variáveis de estrutura accionista						
OWN_CONC	0.064264 <i>0.2606</i>	0.082120 <i>0.1299</i>	0.061161 <i>0.2811</i>	0.064492 <i>0.2591</i>	0.061702 <i>0.2884</i>	0.050781 <i>0.3912</i>
INST_BLOCK	0.034541 <i>0.1644</i>	0.037756 <i>0.1248</i>	0.028158 <i>0.2611</i>	0.034456 <i>0.1683</i>	0.035274 <i>0.1553</i>	0.034081 <i>0.1696</i>
OWN_CHANGE	0.684554 <i>0.0000</i>	0.689184 <i>0.0000</i>	0.678814 <i>0.0000</i>	0.684095 <i>0.0000</i>	0.687649 <i>0.0000</i>	0.681014 <i>0.0000</i>
Variável de estrutura financeira						
INTCOV	-0.001336 <i>0.4328</i>	-0.001935 <i>0.2582</i>	-0.001520 <i>0.3609</i>	-0.001333 <i>0.4367</i>	-0.001122 <i>0.5219</i>	-0.001346 <i>0.4080</i>
Variáveis de interacção						
PERF * INDEP				-0.034810 <i>0.9008</i>		
PERF * DIV					0.075380 <i>0.3304</i>	
PERF * OWN_CONC		0.307155 <i>0.0059</i>				
PERF * INST_BLOCK			-0.163584 <i>0.0438</i>			
PERF * INTCOV						0.006862 <i>0.0164</i>
Variáveis de controlo						
MAND	-0.032705 <i>0.2047</i>	-0.024240 <i>0.3336</i>	-0.029010 <i>0.2532</i>	-0.032881 <i>0.2046</i>	-0.031116 <i>0.2335</i>	-0.028685 <i>0.2612</i>
ASSET	0.011979 <i>0.2598</i>	0.013167 <i>0.2131</i>	0.013022 <i>0.2177</i>	0.012149 <i>0.2604</i>	0.014808 <i>0.1771</i>	0.014576 <i>0.1745</i>
[Incluídas também dummies sectoriais SIC 1 dígito]						
[Incluídas também dummies anuais (2003, 2004, 2005, 2006)]						
N.º de observações	198	198	198	198	198	198
R ² ajustado	0.343929	0.360352	0.359351	0.340312	0.340290	0.351888

Definições:

TURNOVER=número de executivos que saíram do conselho de administração a dividir pelo número total de executivos que integravam o conselho de administração no início do ano; PERF=somatório, para um ano de calendário, das diferenças entre o retorno semanal da acção da empresa e o retorno semanal do índice PSIGeral; Efeito Marginal=derivada de TURNOVER em ordem a PERF;

INDEP=fracção de membros independentes no conselho de administração; DIV=variável binária que assume o valor 1 se a empresa paga dividendos, e o valor 0 caso contrário; OWN_CONC=Índice de Herfindhal das participações dos 3 maiores accionistas com participação qualificada; INST_BLOCK=variável binária que assume o valor 1 se a empresa tem pelo menos um accionista institucional com pelo menos 5% dos direitos de voto, e o valor 0 caso contrário; OWN_CHANGE=variável binária que assume o valor 1 se houve uma alteração na titularidade de pelo menos 50% dos direitos de voto ou uma alteração do accionista dominante, e o valor 0 caso contrário; INTCOV=índice de cobertura de juros definido como o EBITDA a dividir pelos juros suportados; MAND=duração do mandato do conselho de administração; ASSET=logaritmo natural do Activo Total em 31/12/2002.

O facto de a rotação dos gestores ser mais relacionada com as medidas de desempenho contabilístico do que com os retornos bolsistas está de acordo com a evidência de estudos anteriores (Weisbach, 1988; Volpin, 2002; Brunello et al., 2003) e com a intuição teórica de Hermalin e Weisbach (1998) de que a rotação dos gestores deverá ser mais relacionada com os resultados contabilísticos, porque estes são função apenas da gestão actual, enquanto os retornos bolsistas reflectem tanto a gestão actual como as expectativas de futuras mudanças na gestão.

No caso das empresas portuguesas será relevante também o facto das estruturas accionistas se caracterizarem por níveis significativos de concentração, em que a reduzida dispersão do capital e o baixo grau de liquidez das acções poderão estar na origem de uma potencial diminuição da qualidade informativa dos retornos bolsistas enquanto medida de desempenho dos gestores.

Relativamente aos efeitos da concentração accionista, os resultados sugerem que uma maior concentração da estrutura accionista tende a atenuar a sensibilidade da rotação dos gestores ao desempenho. O termo de interacção entre o ROA_SECT e a concentração accionista é positivo e significativo a um nível de significância de 5%. O termo de interacção entre a variável binária para resultados operacionais negativos e a concentração accionista tem um sinal negativo (sugerindo também uma redução da sensibilidade da rotação aos resultados operacionais negativos quando a concentração accionista é maior), embora não seja significativo aos níveis habituais de significância (*p-value* de 13,4%). Os termos de interacção entre a concentração accionista e as medidas de desempenho bolsista são positivos e significativos, indi-

cando igualmente uma redução da sensibilidade da rotação ao desempenho bolsista quando a concentração accionista é maior. Esta evidência é compatível com uma visão de que as estruturas accionistas mais concentradas favorecem algum entrenchamento dos gestores, em virtude de eventuais conflitos de interesses entre accionistas dominantes e accionistas minoritários, ou então que uma estrutura accionista concentrada exerce uma influência sobre os gestores por outras formas que não a rotação.

Os resultados contêm forte evidência de que mudanças significativas na estrutura accionista (“*ownership change*”) tendem a despoletar a rotação dos gestores. O coeficiente associado à variável OWN_CHANGE é sempre positivo e estatisticamente significativo a 1% em todas as regressões, qualquer que seja a medida de desempenho. Este resultado está em linha com a evidência produzida na literatura anterior.

Quanto à presença de *blockholders* institucionais na estrutura accionista das empresas, os resultados indicam que estes parecem acentuar a sensibilidade da rotação ao desempenho bolsista, mas não ao desempenho contabilístico, o que está de acordo com a natureza de muitos investidores institucionais que privilegiam os resultados bolsistas (por exemplo, fundos de investimento).

Os resultados obtidos sugerem, entretanto, que os membros independentes dos conselhos de administração não desempenham um papel especialmente importante na monitorização dos gestores. O coeficiente associado à fracção de independentes no conselho de administração nunca é significativo, nem isolado nem em interacção com o desempenho (seja ele contabilístico ou bolsista).

A evidência nos quadros anteriores sugere ainda que a estrutura financeira das empresas tem um efeito significativo sobre a sensibilidade da rotação dos gestores ao desempenho. Qualquer que seja a medida de desempenho utilizada, há evidência de que uma situação financeira mais difícil tende a acentuar a sensibilidade da rotação dos gestores ao desempenho. Esta evidência está de acordo com a ideia de que os gestores de empresas com situações financeiras mais difíceis são sujeitos a uma mais forte monitorização¹⁰.

5.2 Testes de robustez

Dada a especificidade das empresas do sector financeiro e o facto das medidas de desempenho contabilístico, bem como as variáveis de estrutura financeira não serem comparáveis entre o sector financeiro e os restantes sectores de actividade (e pese embora este aspecto já tivesse sido considerado ao utilizar-se medidas de desempenho ajustadas pelo sector), todas as regressões apresentadas nos quadros anteriores foram repetidas para a amostra excluindo as empresas do sector financeiro (i.e. excluindo os cinco bancos que integram a amostra de base, o que reduz a dimensão da amostra para 179 observações). Os resultados das regressões excluindo os bancos são em tudo semelhantes aos resultados obtidos para a amostra global.

Tendo em conta também alguma evidência de que a resposta da rotação dos gestores aos níveis de desempenho poderá não ser imediata, repetimos todas as regressões com a inclusão das variáveis de desempenho desfasadas a dois períodos. Verifica-se que a inclusão do ROA_SECT desfasado a dois períodos não alte-

ra os resultados. O ROA_SECT desfasado a dois períodos nunca é significativo, nem isolado nem em interacção. No caso dos retornos bolsistas, a inclusão do desempenho desfasado a dois períodos também tem reduzido significado. Em termos globais, a análise sugere, portanto, que o desempenho mais recente parece ser mais importante para explicar a rotação dos gestores do que o desempenho mais desfasado.

Considerando, entretanto, que a variável dependente aqui em estudo (TURNOVER) é uma variável que não assume valores negativos nem valores superiores a 1, adoptámos alternativamente uma especificação *tobit*. Os resultados obtidos são qualitativamente semelhantes aos resultados da especificação linear apresentados nos quadros 3 a 5.

Como teste de sensibilidade adicional, adoptou-se ainda uma especificação *probit* em que a variável dependente é uma variável binária que assume o valor 1 quando ocorre a rotação de pelo menos um executivo do conselho de administração. Os resultados obtidos com esta especificação também são qualitativamente idênticos aos resultados da especificação linear apresentados nos quadros 3 a 5.

No sentido de tentar aproximar ainda mais a medida de rotação utilizada (TURNOVER) de uma medida de rotação “forçada”, i.e. despole-tada pelo desempenho, foi testada ainda um outra especificação *probit*, em que a variável dependente é uma variável binária que assume o valor 1 quando ocorre a saída de pelo menos 25% dos executivos presentes no conselho de administração¹¹. Os resultados desta especificação são também semelhantes aos anteriormente apresentados.

10- Este resultado é, contudo, sensível ao indicador de situação financeira utilizado. Quando se utiliza, por exemplo, o rácio de autonomia financeira (capitais próprios sobre activo total), o efeito não é estatisticamente significativo.

11- Seria desejável testar medidas de rotação ainda mais exigentes, por exemplo, a saída de pelo menos 50% dos executivos. No entanto, a reduzida dimensão da amostra cria dificuldades técnicas na estimação do modelo *probit* para esse caso.

5.2 Análise cross section

Complementarmente à abordagem em painel, e no sentido de investigar se características mais “permanentes” das empresas influenciam o

nível de rotatividade dos seus gestores, realizamos uma análise de regressão puramente seccional (*cross section*), em que a variável dependente é um índice de rotatividade dos gestores ao longo de cinco anos definido como:

$$ROTATIV_i = \frac{n.^{\circ} \text{ total executivos que saíram entre 2003 e 2007}}{n.^{\circ} \text{ médio executivos no conselho administração entre 2003 e 2007}}$$

E as variáveis de desempenho são medidas ajustadas de rentabilidade do activo e de retornos bolsistas, mas com carácter de longo prazo (desempenho médio ou acumulado para o

período 2002-2006¹²).

O Quadro 6 sintetiza a definição das variáveis utilizadas na análise de regressão *cross section*, com indicação dos respectivos sinais esperados.

Quadro 6

Definição da variável			Sinal esperado
Rotação dos executivos	ROTATIV	$ROTATIV_i = \frac{n.^{\circ} \text{ total executivos empresa } i \text{ que saíram entre 2003 e 2007}}{n.^{\circ} \text{ médio executivos no conselho administração entre 2003 e 2007}}$	
Desempenho bolsista	PERF_0206	$PERF_{-0206_i} = \sum_{2002-2006} (\text{Retorno semanal empresa } i - \text{retorno semanal índice PSIGeral})$	(-)
	ROA_SECT_0206	$ROA_{SECT}_{-0206_i} = \text{média } ROA_{SECT} \text{ da empresa } i \text{ entre 2002 - 2006}$	(-)
Governança	INDEP_M	$INDEP_{-M} = \frac{n.^{\circ} \text{ membros independentes}}{n.^{\circ} \text{ total membros do conselho administração}} \text{ (média 2002 - 2006)}$	(-) [em interação com o desempenho]
	DIV	$DIV = \begin{cases} 1 & \text{se a empresa paga dividendos} \\ 0 & \text{caso contrário} \end{cases}$	(+) ou (-) [em interação com o desempenho]
Ownership	OWN_CONC	Índice de Herfindhal das participações dos 3 maiores accionistas (em 2002)	(+) ou (-) [em interação com o desempenho]
	INST_BLOCK	$INST_{-BLOCK} = \begin{cases} 1 & \text{se a empresa tinha (em 2002) pelo menos um accionista institucio} \\ & \text{nal com pelo menos 5\% dos direitos de voto} \\ 0 & \text{caso contrário} \end{cases}$	(-) [em interação com o desempenho]
	OWN_CHANGE	$OWN_{-CHANGE}_i = \begin{cases} 1 & \text{se pelo menos 50\% dos direitos de voto da empresa } i \text{ mudaram de} \\ & \text{titular ou houve uma alteração do accionista do min ante} \\ & \text{entre 01 / 01 / 2003 e 31 / 12 / 2007} \\ 0 & \text{caso contrário} \end{cases}$	(+)
Debt	INTCOV_M	$INTCOV_{-M} = \frac{EBITDA}{\text{Interest Expense on Debt}} \text{ (média 2002 - 2006)}$	(+) [em interação com o desempenho]
Controlo	ASSET	Logaritmo natural do Activo Total 31/12/2002 (lf Total Assets)	
	MAND	Duração do mandato do conselho de administração	
	D_SIC1, D_SIC2, D_SIC3, D_SIC4, D_SIC5, D_SIC6	Variáveis binárias sectoriais (classificação SIC a 1 dígito)	

12- Para as medidas de desempenho bolsista, e como teste de sensibilidade à janela de medida do desempenho, foram repetidas todas as regressões utilizando os retornos ajustados acumulados no período 2002-2007, tendo sido encontrados resultados semelhantes aos apresentados para a janela 2002-2006.

Muito embora reconhecendo que a utilização de medidas de desempenho que são simultâneas relativamente à medida de rotatividade dos gestores poderá implicar a introdução de endogeneidade no modelo de regressão, considerou-se relevante, numa perspectiva exploratória, observar os resultados que se podem obter através de

uma abordagem puramente *cross section*.

O Quadro 7 mostra os resultados quando a medida de desempenho utilizada é de base contabilística. O Quadro 8 contém os resultados quando a medida de desempenho utilizada são os retornos bolsistas.¹³

13- Também nesta análise *cross section* foram repetidas todas as regressões excluindo-se da amostra os bancos, tendo-se obtido resultados semelhantes aos apresentados para a amostra global.

Quadro 7

Resultados Regressão OLS

Variável dependente: ROTATIV

Variável de desempenho: ROA-SECT_0206

	(p-values em itálico)					
Variável explicativa	EQ 1	EQ 2	EQ 3	EQ 4	EQ 5	EQ 6
Termo independente	0.669394 <i>0.2690</i>	0.653120 <i>0.2924</i>	0.675993 <i>0.2759</i>	0.518698 <i>0.3911</i>	0.651337 <i>0.2685</i>	0.670761 <i>0.2745</i>
Variável de performance						
ROA_SECT_0206	-2,095669 <i>0.1906</i>	-1,856801 <i>0.3775</i>	-1,761808 <i>0.5368</i>	-3,809183 <i>0.1036</i>	-3,258075 <i>0.0818</i>	-2,02005 <i>0.2450</i>
Variáveis de governance						
INDEP_M	0.008031 <i>0.9873</i>	0.003090 <i>0.9951</i>	0.003441 <i>0.9947</i>	-0.187535 <i>0.7092</i>	-0.283628 <i>0.5806</i>	-0.034802 <i>0.9492</i>
DIV					0.029256 <i>0.8740</i>	
Variáveis de estrutura accionista						
OWN_CONC	0.756358 <i>0.0162</i>	0.767701 <i>0.0203</i>	0.748813 <i>0.0218</i>	0.822366 <i>0.0178</i>	0.871082 <i>0.0071</i>	0.769523 <i>0.0183</i>
INST_BLOCK	0.235817 <i>0.0873</i>	0.241089 <i>0.0980</i>	0.233622 <i>0.0948</i>	0.262972 <i>0.0597</i>	0.217160 <i>0.1205</i>	0.231900 <i>0.1063</i>
OWN_CHANGE	0.920137 <i>0.0000</i>	0.917083 <i>0.0000</i>	0.926178 <i>0.0000</i>	0.927671 <i>0.0001</i>	0.883024 <i>0.0001</i>	0.918614 <i>0.0000</i>
Variável de estrutura financeira						
INTCOV_M	-0.001872 <i>0.9181</i>	-0.002128 <i>0.9080</i>	-0.002160 <i>0.9089</i>	-0.002147 <i>0.9072</i>	-0.005255 <i>0.8213</i>	-0.003516 <i>0.8598</i>
Variáveis de interacção						
ROA_SECT_0206 * INDEP_M				11,66437 <i>0.3361</i>		
ROA_SECT_0206 * DIV					5,538999 <i>0.0847</i>	
ROA_SECT_0206 * OWN_CONC		-1,259306 <i>0.8768</i>				
ROA_SECT_0206 * INST_BLOCK			-0.395242 <i>0.8789</i>			
ROA_SECT_0206 * INTCOV_M						0.062964 <i>0.7476</i>
Variáveis de controlo						
MAND	-0.231130 <i>0.1073</i>	-0.228830 <i>0.1173</i>	-0.231244 <i>0.1159</i>	-0.195013 <i>0.1737</i>	-0.233862 <i>0.0817</i>	-0.231350 <i>0.1116</i>
ASSET	0.077262 <i>0.2130</i>	0.078786 <i>0.2219</i>	0.075380 <i>0.2541</i>	0.086302 <i>0.1683</i>	0.073813 <i>0.2567</i>	0.075501 <i>0.2328</i>
[incluídas dummies sectoriais SIC 1 dígito]						
N.º de observações	41	41	41	41	41	41
R ² ajustado	0.482359	0.461988	0.461931	0.474949	0.479224	0.463021

Definições:

ROTATIV=número total de executivos que saíram do conselho de administração entre 2003 e 2007 a dividir pelo número médio de executivos que integravam o conselho de administração no mesmo período; ROA_SECT_0206=média do ROA_SECT entre 2002 e 2006; ROA_SECT=ROA da empresa subtraído do ROA mediano das empresas do mesmo sector SIC 1 dígito; ROA=EBITDA/Activo Total;

INDEP_M= fracção média de membros independentes no conselho de administração entre 2002 e 2006; DIV=variável binária que assume o valor 1 se a empresa paga dividendos, e o valor 0 caso contrário; OWN_CONC=Índice de Herfindhal das participações dos 3 maiores accionistas com participação qualificada; INST_BLOCK=variável binária que assume o valor 1 se a empresa tem pelo menos um accionista institucional com pelo menos 5% dos direitos de voto, e o valor 0 caso contrário; OWN_CHANGE=variável binária que assume o valor 1 se houve uma alteração na titularidade de pelo menos 50% dos direitos de voto ou uma alteração do accionista dominante no período 2003-2007, e o valor 0 caso contrário; INTCOV_M=média do índice de cobertura de juros entre 2002 e 2006, definido como o EBITDA a dividir pelos juros suportados; MAND=duração do mandato do conselho de administração; ASSET=logaritmo natural Activo Total em 31/12/2002.

Quadro 8

Resultados Regressão OLS

Variável dependente: ROTATIV

Variável de desempenho: PERF_0206

Variável explicativa	(p-values em itálico)					
	EQ 1	EQ 2	EQ 3	EQ 4	EQ 5	EQ 6
Termo independente	0.881967 <i>0.0991</i>	0.613847 <i>0.2613</i>	0.617505 <i>0.2105</i>	0.840348 <i>0.0756</i>	0.402412 <i>0.3702</i>	0.653185 <i>0.2188</i>
Variável de performance						
PERF_0206	-0.117890 <i>0.3769</i>	-0.341939 <i>0.0692</i>	0.009770 <i>0.9487</i>	0.037359 <i>0.8153</i>	-0.336022 <i>0.0314</i>	-0.237496 <i>0.1160</i>
(Efeito marginal)			-0.337957 <i>0.0261</i>	-0.1903684 <i>0.0963</i>		
Variáveis de governance						
INDEP_M	-0.041068 <i>0.9311</i>	-0.135937 <i>0.7680</i>	-0.103262 <i>0.8215</i>	-0.234117 <i>0.6146</i>	-0.207023 <i>0.6834</i>	-0.216721 <i>0.6502</i>
DIV					0.141421 <i>0.4190</i>	
Variáveis de estrutura accionista						
OWN_CONC	0.756299 <i>0.0197</i>	0.800550 <i>0.0048</i>	0.738518 <i>0.0152</i>	0.685774 <i>0.0236</i>	0.567974 <i>0.0531</i>	0.529111 <i>0.0755</i>
INST_BLOCK	0.210762 <i>0.1352</i>	0.179121 <i>0.1832</i>	0.130524 <i>0.3586</i>	0.186017 <i>0.1383</i>	0.161774 <i>0.1736</i>	0.153310 <i>0.2213</i>
OWN_CHANGE	0.987403 <i>0.0000</i>	1.019207 <i>0.0000</i>	0.912678 <i>0.0000</i>	0.829187 <i>0.0001</i>	0.936011 <i>0.0000</i>	0.846191 <i>0.0000</i>
Variável de estrutura financeira						
INTCOV_M	-0.009982 <i>0.4634</i>	-0.015878 <i>0.2568</i>	-0.005724 <i>0.6793</i>	-0.002708 <i>0.8175</i>	-0.012939 <i>0.4144</i>	-0.005913 <i>0.6727</i>
Variáveis de interacção						
PERF_0206 * INDEP_M				-1,837098 <i>0.0185</i>		
PERF_0206 * DIV					0.443586 <i>0.0331</i>	
PERF_0206 * OWN_CONC		0.791111 <i>0.0835</i>				
PERF_0206 * INST_BLOCK			-0.347727 <i>0.0466</i>			
PERF_0206 * INTCOV_M						0.036665 <i>0.0104</i>
Variáveis de controlo						
MAND	-0.262751 <i>0.0585</i>	-0.198671 <i>0.1597</i>	-0.218490 <i>0.1134</i>	-0.264758 <i>0.0358</i>	-0.177455 <i>0.1222</i>	-0.230017 <i>0.0628</i>
ASSET	0.048367 <i>0.3963</i>	0.064304 <i>0.2544</i>	0.056724 <i>0.3282</i>	0.056641 <i>0.3025</i>	0.062235 <i>0.2756</i>	0.079889 <i>0.1847</i>
[incluídas dummies sectoriais SIC 1 dígito]						
N.º de observações	41	41	41	41	41	41
R ² ajustado	0.472594	0.510042	0.524087	0.544323	0.519216	0.518659

Definições:

ROTATIV=número total de executivos que saíram do conselho de administração entre 2003 e 2007 a dividir pelo número médio de executivos que integravam o conselho de administração no mesmo período; PERF_0206=somatório, para o período 01/01/2002 a 31/12/2006, das diferenças entre o retorno semanal da acção da empresa e o retorno semanal do índice PSIGeral; Efeito Marginal=derivada de ROTATIV em ordem a PERF_0206;

INDEP_M= fracção média de membros independentes no conselho de administração entre 2002 e 2006; DIV=variável binária que assume o valor 1 se a empresa paga dividendos, e o valor 0 caso contrário; OWN_CONC=Índice de Herfindhal das participações dos 3 maiores accionistas com participação qualificada; INST_BLOCK=variável binária que assume o valor 1 se a empresa tem pelo menos um accionista institucional com pelo menos 5% dos direitos de voto, e o valor 0 caso contrário; OWN_CHANGE=variável binária que assume o valor 1 se houve uma alteração na titularidade de pelo menos 50% dos direitos de voto ou uma alteração do accionista dominante no período 2003-2007, e o valor 0 caso contrário; INTCOV_M=média do índice de cobertura de juros entre 2002 e 2006, definido como o EBITDA a dividir pelos juros suportados; MAND=duração do mandato do conselho de administração; ASSET=logaritmo natural Activo Total em 31/12/2002.

Os resultados desta análise *cross section* contêm alguma evidência de uma relação negativa entre o índice de rotatividade dos gestores ao longo dos cinco anos em estudo e o desempenho da empresa nesses cinco anos. Pese embora nem sempre estatisticamente significativo, o coeficiente do ROA_SECT_0206 tem o sinal esperado em todas as regressões. Quanto aos coeficientes associados aos retornos bolsistas ajustados pelo mercado (PERF_0206), apresentam estimativas de sinal negativo e (pelo menos em termos de efeito marginal) os coeficientes são estatisticamente significativos na maior parte das regressões.

Quanto à influência da concentração accionista, observa-se que uma maior concentração da estrutura accionista atenua a sensibilidade da rotatividade dos gestores ao desempenho bolsista (os termos de interação entre a concentração accionista e as medidas de desempenho bolsista são ambos positivos e estatisticamente significativos), não tendo efeito significativo sobre a sensibilidade ao desempenho contabilístico.

Por outro lado, os resultados indicam que quer uma maior fracção de independentes no conselho de administração quer a presença de *blockholders* institucionais tendem a estar associadas a uma maior sensibilidade da rotatividade dos gestores ao desempenho bolsista.

Estes resultados poderão indicar que os accionistas mais concentrados, eventualmente com horizonte de permanência de mais longo prazo na empresa, tenderão a olhar mais para medidas de desempenho de base contabilística e ser menos sensíveis aos retornos bolsistas, mas que os accionistas minoritários, representados pelos administradores independentes, assim como os accionistas institucionais poderão denotar já alguma preocupação com o desempenho bolsista da empresa.

Um outro resultado bastante significativo no que respeita à concentração accionista é de que existe forte evidência de que as empresas com estrutura accionista mais concentrada tendem a ter índices de rotatividade (de longo prazo) dos gestores mais elevados (independentemente do desempenho). Este resultado poderá indicar que as estruturas accionistas mais concentradas proporcionam uma estrutura de controlo das empresas com maior concentração de poder, facilitando a substituição dos gestores, mesmo que por motivos não relacionados com o desempenho.

A análise *cross section* confirma também muito claramente a forte associação positiva entre “grandes alterações accionistas” (mudanças no controlo das empresas) e a rotação dos gestores.

Em relação à influência do pagamento de dividendos, a evidência encontrada sugere que o pagamento de dividendos tenderá a estar associado a uma menor sensibilidade da rotação dos gestores ao desempenho (quer contabilístico quer bolsista), evidência que é compatível com a visão de que o facto de haver pagamento de dividendos pode levar a uma menor preocupação com outras medidas de desempenho.

6. CONCLUSÕES

Estudámos a rotação dos gestores das empresas cotadas portuguesas, analisando a sensibilidade da rotação ao desempenho e averiguando em que medida diferentes características do governo das empresas influenciam a incidência de rotação e a sua sensibilidade ao desempenho.

Os resultados obtidos produzem significativa evidência de uma relação negativa entre a rotação dos gestores e o desempenho das empresas, sendo essa relação particularmente forte quando o desempenho é aproximado por medidas de

natureza contabilística. A rotação dos gestores é sensível aos níveis de rendibilidade do activo ajustados pelo sector e é também sensível à ocorrência de níveis de desempenho contabilístico particularmente maus, verificando-se que a ocorrência de resultados operacionais negativos num ano tende a aumentar o nível de rotação dos gestores no ano seguinte.

Já a sensibilidade da rotação dos gestores das empresas portuguesas ao desempenho bolsista é claramente menor do que a sensibilidade a medidas de desempenho contabilístico, o que em parte poderá estar associado ao facto das estruturas accionistas se caracterizarem por níveis significativos de concentração, em que a reduzida dispersão do capital e o baixo grau de liquidez das acções poderão estar na origem de uma menor qualidade informativa dos retornos bolsistas enquanto medida de desempenho dos gestores. Esta interpretação é suportada por evidência adicional de que uma maior concentração accionista está associada a uma significativa diminuição da sensibilidade da rotação dos gestores ao desempenho bolsista.

Os resultados sugerem, entretanto, que a concentração da estrutura accionista tende também a atenuar a sensibilidade da rotação dos gestores ao desempenho contabilístico do ano anterior, o que é consistente com a visão de que as estruturas accionistas mais concentradas favorecem algum entrincheiramento dos gestores, pelo menos no curto prazo, em virtude de eventuais conflitos de interesses entre accionistas dominantes e accionistas minoritários, ou então, que as estruturas accionistas mais concentradas poderão mais facilmente exercer influência sobre os gestores por outras formas que não a rotação.

Curiosamente, no entanto, existe evidência de

que as empresas com estrutura accionista mais concentrada apresentam, em termos totais, e no longo prazo, índices de rotatividade dos gestores mais elevados, embora pouco relacionados com as medidas de desempenho utilizadas no estudo.

A evidência encontrada parece indicar que as empresas com estruturas accionistas mais concentradas tendem a registar uma espécie de rotação “contínua” de gestores, que se traduz numa maior rotatividade de “longo prazo”, mas que está pouco relacionada com o desempenho e poderá antes resultar do facto de a concentração accionista proporcionar uma estrutura de controlo das empresas com maior concentração de poder, que facilita a substituição dos gestores, mesmo que por motivos não relacionados com o desempenho. Os resultados obtidos são também compatíveis com a visão de que uma maior concentração accionista permite uma monitorização dos gestores mais contínua e atenta, eventualmente suportada por informação adicional sobre o desempenho dos gestores não totalmente reflectida nas medidas de desempenho publicamente disponíveis como os resultados contabilísticos ou retornos bolsistas, e que poderá até antecipar melhor os maus resultados.

Em relação ao papel desempenhado pelos *blockholders* institucionais, o estudo revela que a presença de *blockholders* institucionais na estrutura accionista das empresas está associada a uma maior sensibilidade da rotação dos gestores ao desempenho bolsista, o que está de acordo com a natureza de muitos investidores institucionais que privilegiam os resultados bolsistas (por exemplo, fundos de investimento) e também não será alheio ao facto de os *blockholders* institucionais estarem presentes nas empresas com capital mais disperso, em que os retornos bolsistas poderão reflectir mais eficientemente o desempenho dos gestores.

Em linha com a literatura anterior, os resultados do estudo contêm forte evidência de que mudanças no controlo accionista das empresas tendem a despoletar a rotação dos gestores.

No que respeita à relação entre a presença de membros independentes nos conselhos de administração e a sensibilidade da rotação dos gestores ao desempenho, a maior parte dos resultados obtidos são estatisticamente insignificantes, no entanto, alguma evidência encontrada sugere que, em termos de longo prazo, os membros independentes estão associados a um acréscimo de sensibilidade da rotatividade dos gestores ao desempenho bolsista.

O estudo contém alguma evidência de que a sensibilidade da rotação dos gestores ao desempenho tende a ser acentuada para empresas com uma situação financeira mais difícil, no entanto, este resultado é sensível ao indicador de situação financeira utilizado.

Em relação à influência do pagamento de dividendos, os resultados sugerem que o pagamento de dividendos tenderá a estar associado uma menor sensibilidade da rotação dos gestores ao desempenho, evidência que é compatível com a visão de que o facto de haver pagamento de dividendos pode levar a uma menor preocupação com outras medidas de desempenho e de que o compromisso de distribuição de dividendos poderá funcionar como um mecanismo de alinhamento de interesses que substitui outras formas de monitorização.

O nosso estudo contribui para a literatura, em primeiro lugar, ao verificar que também em

Portugal a rotação dos gestores parece funcionar como um mecanismo de disciplina dos gestores, observando-se uma relação negativa entre rotação e desempenho, o que acrescenta à evidência encontrada noutros países.

Em segundo lugar, o estudo aponta para que a estrutura accionista possa ter uma influência significativa sobre a forma como é exercida a monitorização dos gestores. Por um lado, algum grau de concentração da estrutura accionista parece favorecer a monitorização dos gestores em Portugal. Por outro lado, o tipo de *blockholder* presente na estrutura accionista parece influenciar a forma como é exercida a monitorização. Os *blockholders* institucionais tendem a exercer uma monitorização mais determinada pelo desempenho bolsista das empresas, enquanto outros grandes accionistas (accionistas dominantes ou maioritários) parecem dispor de uma maior capacidade de influenciar a actuação dos gestores de forma mais contínua, embora estejam também associados a algum potencial de divergência de interesses face aos accionistas minoritários.

Finalmente, o nosso trabalho acrescenta à evidência anterior sobre o papel dos dividendos como mecanismo de alinhamento de interesses entre accionistas e gestores, ao favorecer a hipótese de que o compromisso de distribuição de dividendos poderá funcionar como um mecanismo de alinhamento que substitui outras formas de monitorização.

AGRADECIMENTO

Agradecemos os valiosos comentários e sugestões da Professora Clara Raposo.



BIBLIOGRAFIA

- Banerjee, S., B. Leleux and T. Vermaelen, 1997, "Large Shareholdings and Corporate Control: An Analysis of Stake Purchases by French Holding Companies." *European Financial Management*, vol. 3 (1): p. 23-43.
- Becht, M., 1999, "European corporate governance: Trading off liquidity against control." *European Economic Review*, vol. 43 (4-6): p. 1071-1083.
- Brunello, G., C. Graziano and B. M. Parigi, 2003, "CEO turnover in insider-dominated boards: The Italian case." *Journal of Banking and Finance*, vol. 27 (6): p. 1027-1051.
- CMVM (2007). O Governo das Sociedades Cotadas em Portugal - Situação em Dezembro de 2005, CMVM Comissão do Mercado de Valores Mobiliários. <http://www.cmvm.pt/NR/exeres/04C43480-330D-4DAF-ACE1-1D3EB4FDA1A4.htm>.
- Coughlan, A. T. and R. M. Schmidt, 1985, "Executive compensation, management turnover, and firm performance : An empirical investigation." *Journal of Accounting and Economics*, vol. 7 (1-3): p. 43-66.
- Dahya, J., J. J. McConnell and N. G. Travlos, 2002, "The Cadbury Committee, Corporate Performance, and Top Management Turnover." *Journal of Finance*, vol. 57 (1): p. 461.
- Dahya, J. and R. Powell, 1998, "Ownership Structure, Managerial Turnover and Takeovers: Further U.K. Evidence on the Market for Corporate Control " *Multinational Finance Journal*, vol. 2 (1): p. 62-83.
- Denis, D. J. and D. K. Denis, 1995, "Performance Changes Following Top Management Dismissals." *Journal of Finance*, vol. 50 (4): p. 1029-1057.
- Denis, D. J., D. K. Denis and A. Sarin, 1997, "Ownership structure and top executive turnover." *Journal of Financial Economics*, vol. 45 (2): p. 193-221.
- Easterbrook, F. H., 1984, "Two Agency-Cost Explanations of Dividends." *American Economic Review*, vol. 74 (4): p. 650.
- Fama, E. F. and M. C. Jensen, 1983, "Separation of Ownership and Control." *Journal of Law and Economics*, vol. XXVI.
- Farinha, J., 2003, "Divided Policy, Corporate Governance and the Managerial Entrenchment Hypothesis: An Empirical Analysis." *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 30 (9/10): p. 1173-1209.
- Franks, J. and C. Mayer, 1996, "Hostile takeovers and the correction of managerial failure." *Journal of Financial Economics*, vol. 40 (1): p. 163-181.
- Franks, J., C. Mayer and L. Renneboog, 2001, "Who disciplines management in poorly performing companies?" *Journal of Financial Intermediation*, vol. 10 (3-4): p. 209-248.

BIBLIOGRAFIA

Gilson, S. C., 1989, "Management turnover and financial distress." *Journal of Financial Economics*, vol. 25 (2): p. 241-262.

Greene, W. H., 1997, "Econometric Analysis". Prentice-Hall International.

Gugler, K. and B. B. Yurtoglu, 2003, "Corporate governance and dividend pay-out policy in Germany." *European Economic Review*, vol. 47 (4): p. 731-758.

Hermalin, B. E. and M. S. Weisbach, 1998, "Endogenously Chosen Boards of Directors and Their Monitoring of the CEO." *American Economic Review*, vol. 88 (1): p. 96-118.

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

Huson, M. R., R. Parrino and L. T. Starks, 2001, "Internal Monitoring Mechanisms and CEO Turnover: A Long-Term Perspective." *Journal of Finance*, vol. 56 (6): p. 2265.

Jensen, M. C., 1986, "Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers." *American Economic Review*, vol. 76 (2): p. 323-329.

Jensen, M. C., 1988, "Takeovers - Their Causes and Consequences." *Journal of Economic Perspectives*, vol. 2 (1): p. 21-48.

Jensen, M. C. and W. H. Meckling, 1976, "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure." *Journal of Financial Economics*, vol. 3 (4): p. 305-360.

Kang, J.-K. and A. Shivdasani, 1995, "Firm performance, corporate governance, and top executive turnover in Japan." *Journal of Financial Economics*, vol. 38 (1): p. 29-58.

Kaplan, S. N., 1993, "Top Executives, Turnover, and Firm Performance in Germany." NBER Working Paper No. 4416, vol.

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

Lintner, J., 1956, "Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings and taxes." *American Economic Review*, vol. 46 (2): p. 97-113.

Martin, K. J. and J. J. McConnell, 1991, "Corporate Performance, Corporate Takeovers, and Management Turnover." *Journal of Finance*, vol. 46 (2): p. 671-687.

Mikkelson, W. H. and M. M. Partch, 1997, "The decline of takeovers and disciplinary managerial turnover." *Journal of Financial Economics*, vol. 44 (2): p. 205-228.

Morck, R., A. Shleifer and R. W. Vishny, 1989, "Alternative Mechanisms for Corporate Control." *American Economic Review*, vol. 79 (4): p. 842.

BIBLIOGRAFIA

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

Renneboog, L., 2000, "Ownership, managerial control and the governance of companies listed on the Brussels stock exchange." *Journal of Banking & Finance*, vol. 24 (12): p. 1959-1995.

Ross, S. A., 1973, "The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem." *American Economic Review*, vol. 63 (2): p. 134-139.

Shleifer, A. and R. W. Vishny, 1986, "Large Shareholders and Corporate Control." *Journal of Political Economy*, vol. 94 (3): p. 461-488.

Shleifer, A. and R. W. Vishny, 1997, "A survey of corporate governance." *Journal of Finance*, vol. 52 (2): p. 737-783.

Volpin, P. F., 2002, "Governance with poor investor protection: evidence from top executive turnover in Italy." *Journal of Financial Economics*, vol. 64 (1): p. 61-90.

Warner, J. B., R. L. Watts and K. H. Wruck, 1988, "Stock prices and top management changes." *Journal of Financial Economics*, vol. 20: p. 461-492.

Weisbach, M. S., 1988, "Outside directors and CEO turnover." *Journal of Financial Economics*, vol. 20: p. 431-460.