



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

A relação entre o *turnover* do CEO e a retenção de caixa das empresas de capital aberto sob a restrição de crises econômicas no Brasil.

RAYARA ALVES SANTOS

Universidade Federal da Bahia – (UFBA)

ANTONIO GUALBERTO PEREIRA

Universidade Federal da Bahia – (UFBA)

JORGE DE SOUZA BISPO

Universidade Federal da Bahia – (UFBA)

Resumo

A capacidade gerencial do CEO de influenciar o bom desempenho da firma e as estratégias relacionadas à política de retenção de caixa das empresas vem sendo objetos de pesquisas científicas. O presente estudo teve como objetivo verificar se em períodos de crises econômicas, o *turnover* do CEO influencia a estratégia de retenção de caixa das empresas listadas na Bolsa de Valores Brasileira (B3). Por meio do modelo econométrico de regressão múltipla (MQO) foi realizada a análise dos dados em painel de 117 empresas listadas nos segmentos Novo Mercado e Nível 1. O período de verificação foi entre 2010 e 2019. A pesquisa contribui com novos dados e percepções sobre as estratégias de gestão de caixa no ambiente político-econômico brasileiro. Ao mesmo tempo, amplia as discussões existentes na literatura sobre os fatores internos e externos que são levados em consideração pelos gestores nas decisões relacionadas às políticas de retenção de caixa nas empresas, com destaque para a inexistência de efeito significativo de alterações nas conjunturas de incerteza e instabilidade político-econômica e cujas evidências empíricas, pelos levantamentos realizados, precisam de maior aprofundamento na literatura contábil nacional e internacional. Os resultados apresentaram subsídios insuficientes para atestar a existência de correlação significativa entre as variáveis do modelo retenção de caixa (REC), *turnover* do CEO (CEO) e recessão econômica (RE). A variável de controle tamanho (TAM) apresentou influência relevante em relação à retenção de caixa, inferindo que quanto maior o ativo das empresas maior a predisposição para a retenção de caixa.

Palavras-chave: Teoria da Agência; *Turnover* do CEO; Crise Econômica; Retenção de Caixa



1. INTRODUÇÃO

Os conflitos gerados da separação entre propriedade e gestão do capital, foram a origem dos estudos que culminaram no desenvolvimento da Teoria da Agência de Jensen e Meckling em 1976. Essa teoria se tornou um assunto de grande atenção na literatura de pesquisa em gestão por abordar os problemas decorrentes da transição de um formato de gestão familiar para outro no qual decisões são tomadas por membros organizacionais cujos vínculos com a empresa são predominantemente estimulados pela sua remuneração.

Em decorrência dos problemas gerados dessa relação, a governança corporativa ganhou visibilidade no início do século XXI e tomou uma nova dimensão no cenário dos negócios, seja pelo questionamento de seu papel no que tange ao alinhamento dos interesses do principal (acionistas) e agente (gestores), seja pela necessidade de introdução de mecanismos adicionais de controle para minimização da expropriação do capital do acionista. (Silva et al., 2018).

No contexto descrito pela Teoria da Agência em que ocorre a separação na gestão do capital ressalta-se a figura do CEO, agente que fornece ao principal liderança estratégica e têm responsabilidades pelas decisões e ações organizacionais. Creditado quando o desempenho é bom e desacreditado quando é ruim, um CEO é responsável pela visão, direção estratégica, políticas, comunicação corporativa e cultura da empresa, sendo altamente visíveis para as partes interessadas internas e externas de uma organização (Flatt et al., 2013).

O *turnover* do CEO é um tema de considerável interesse e debate contínuo e a sua influência sobre os resultados alcançados nas organizações é visto como relevante. Uma vez que, o CEO possui funções de impacto que influenciam nas diversas estratégias e decisões organizacionais, incluindo, os direcionamentos sobre o planejamento da gestão de caixa que estão fortemente relacionados às políticas de hedge da empresa. (Lozano & Yaman, 2020; Gao et al., 2017).

Nesse sentido, uma gestão de caixa eficiente é condição necessária para a manutenção da sustentabilidade financeira organizacional e em períodos de crises torna-se crucial essa gestão. Dentre as suas preocupações, os CEOs devem voltar sua atenção para a capacidade de geração de caixa, pois é, também, através dela que ocorre o planejamento e controle das finanças de curto prazo, definindo e implementando estratégias voltadas para a criação de valor aos acionistas (Oliveira & Melo Sobrinho, 2009).

No Brasil, os períodos de crise econômica e política provocaram ao longo dos anos a perda da capacidade produtiva, da geração de riqueza e do poder de consumo das famílias. Dados do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) demonstram que a média anual de desemprego em 2014, ficou em 6,8%, no ano de 2015 a taxa aumentou para 8,5% e alcançou no 1º trimestre de 2016 o percentual de 10,9% com um total de 11,1 milhões de pessoas desempregadas.

O declínio do Produto Interno Bruto (PIB) impacta todos os segmentos de uma economia e resulta em consequências danosas no médio e longo prazos para a sociedade. Um desses períodos de instabilidade no país foi iniciado com a crise político-econômica no ano de 2014 e tem reflexos na economia e na sociedade até os dias atuais.

O ambiente instável político e econômico do Brasil também afeta ao desempenho do seu mercado financeiro que possui características dos mercados emergentes em que ocorre concentração de capital e pode gerar conflito de interesses entre acionistas majoritários e minoritários. Esse conjunto de fatores, aliados às instabilidades políticas e ao intervencionismo estatal na atividade econômica configuram um cenário propício para crises e



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

podem influenciar significativamente as decisões de *turnover* do CEO.

Em mercados complexos que apresentam conflitos de interesses, custos de transação, problemas de agência, crises políticas e econômicas, o estudo da gestão de caixa se torna extremamente relevante e não se restringe a contribuições no campo teórico, sendo possível auxiliar ao entendimento do ambiente macroeconômico no que diz respeito às consequências das decisões realizadas pelos agentes públicos que afetam a política econômica e ao comportamento das empresas. Adicionalmente, auxilia aos investidores quanto à tomada de decisões no que confere à alocação de recursos financeiros na compra de ações negociadas na bolsa de valores. (Gomes et al., 2020).

Nesse contexto e com o intuito de ampliar as evidências acerca dos potenciais efeitos do *turnover* do CEO sobre as estratégias de retenção de caixa das empresas, o presente estudo busca responder à seguinte questão de pesquisa: Qual a relação entre *turnover* do CEO e a estratégia de retenção de caixa em períodos de crise das empresas listadas na Bolsa de Valores Brasileira (B3)?

O estudo amplia as contribuições de pesquisas anteriores (Cunha et al., 2020; Lozano & Yaman, 2020; Silva et al, 2018; Jung, et al., 2019; Bates, 2009) que tratam das perspectivas do *turnover* do CEO, desempenho operacional, retenção de caixa e crises sob vários aspectos. São abarcadas nesta investigação algumas peculiaridades do ambiente político-econômico brasileiro cujo histórico de incerteza e instabilidade é recorrente e cujas evidências empíricas precisam de mais aprofundamentos na literatura contábil nacional e internacional.

Dessa forma, a pesquisa apresenta como objetivo verificar se em períodos de crises econômicas o *turnover* do CEO influencia a estratégia de retenção de caixa das empresas listadas na B3 no período de 2010 a 2019. As empresas retém caixa por diversas razões: motivo da transação, de precaução, do imposto e de agência. Sendo que o valor da retenção de caixa é muito importante, uma vez que o objetivo principal da gestão financeira é a maximização da riqueza dos acionistas. (Shin et al.,2018; Bates,2009).

Além dessa introdução, o presente trabalho é composto por uma segunda seção, em que é desenvolvida a fundamentação teórica, discorrendo sobre Teoria da agência, Governança Corporativa, *Turnover* do CEO e a Retenção de Caixa pelas empresas em períodos de crise econômica. Posteriormente, na terceira seção, são descritos os procedimentos metodológicos utilizados. Na quarta seção é feita a análise e discussão dos resultados encontrados. Por fim, na quinta seção são discorridas as considerações finais.

2. REFERENCIAL TEÓRICO E DESENVOLVIMENTO DAS HIPÓTESES

Nesta seção são apresentados os conceitos e outros estudos sobre Teoria da Agência e Governança Corporativa, *Turnover* do CEO, Períodos de Recessão e estratégias de retenção de caixa pelas empresas.

2.1 Teoria da Agência e Governança Corporativa

As mudanças decorrentes na forma da gestão do capital levaram a necessidade de separação entre propriedade e controle. De um lado se posicionam os proprietários ou acionistas, chamados de principais, que possuem a propriedade da empresa e do outro lado, os gestores contratados ou CEOs, chamados de agentes, que possuem a gestão da empresa sob sua responsabilidade. (Machado et al., 2016).

Com o objetivo de alinhar os interesses dos diversos agentes que participam das ações que geram valor a empresa, a literatura indica que os mecanismos de governança corporativa foram propostos pelo entendimento e pela necessidade de se criar formas de proteção e



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

transparência nas relações entre os diversos interessados na organização. Consequentemente, os pilares da governança corporativa são constituídos pela proteção ao valor patrimonial e ao valor dos acionistas. (Assunção et al., 2014).

Estudos (Dittmar et al., 2003; Kalcheva & Lins, 2007) consideram que nos países com frágil proteção aos investidores minoritários, o nível de caixa utilizado é consideravelmente maior se comparado com os países que possuem uma substancial proteção. Quando a proteção aos acionistas externos é forte, o caixa mantido pelos gerentes não está relacionado ao valor da empresa (Oliveira et al., 2018).

Apesar do mercado financeiro brasileiro demonstrar certo nível de desenvolvimento, fatores como: fraco nível de proteção aos investidores minoritários, conflitos de interesses, alta concentração acionária demonstram que é preciso aperfeiçoar o sistema de Governança Corporativa no Brasil tornando suas práticas mais transparentes, éticas e efetivas (Oliveira et al, 2018 ; Andrade & Rossetti, 2014).

2.2 Períodos de recessão, instabilidades econômicas e a estratégia de retenção de caixa

A crise econômica compreende um período no qual determinada economia sofre uma retração de suas atividades. Esse fator é medido pelo Produto Interno Bruto (PIB) de um país. É um indicador utilizado para mostrar a soma dos produtos e serviços finais produzidos pelas empresas. Várias são as consequências de uma crise econômica: desemprego, taxas de juros altas, sobra da capacidade produtiva, redução da arrecadação do governo e desvalorização da moeda do país.

Crises e períodos político-econômicos instáveis têm potencial de influenciar as decisões dos investidores e provocar mudanças significativas no direcionamento estratégico das empresas. No ambiente sensível das Bolsas de Valores, os eventos relevantes impactam nas decisões dos investidores sobre comprar, vender ou manter as suas posições, influenciados por fatores exógenos que contribuem substancialmente para a determinação do valor das ações. (Matos & Colauto, 2017).

Segundo Lozano e Yaman (2020), a teoria do motivo da precaução para a retenção de caixa prevê que as empresas acumulam fundos internos para financiar possíveis projetos de investimentos futuros, a fim de evitar uma possível escassez de fundos externos e prevenir choques de oportunidades de vendas e investimentos. No entanto, os períodos de crise podem afetar gravemente o motivo de precaução das empresas.

Lee e Song (2010) usando uma amostra de empresas do oeste asiático no período de 1990 a 2006, analisaram a retenção de caixa dessas empresas antes e após a crise financeira asiática. Os autores constataram que as empresas pesquisadas mais que dobraram a retenção de caixa depois da crise.

Os estudos de Jung et al (2019) analisaram a influência das contingências externas sobre a estratégia de retenção de caixa das empresas e concluíram que em ambientes complexos e dinâmicos existe uma forte relação positiva entre retenção de caixa e performance operacional. Ainda de acordo com esses autores, o caixa pode exercer um papel facilitador no alinhamento estratégico da empresa.

Manter grandes reservas de caixa permite que as empresas aproveitem as oportunidades de crescimento para negociar em momentos contingenciais que restringiriam o acesso ao mercado de capitais (Almeida et al., 2004). A relação entre retenção de caixa e performance operacional tem recebido a atenção em pesquisas na área de finanças. Com base nisso, a primeira hipótese do estudo pode ser formulada sobre a crise econômica e a retenção de caixa das empresas:



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

H1 – A crise econômica pós 2014 no Brasil afetou negativamente a estratégia de retenção de caixa pelas empresas.

2.3 *Turnover do CEO (Chief Executive Officers)*

O *turnover* do CEO é motivado principalmente pelo desejo de melhorar o desempenho da empresa, tendo por objetivo gerar resultados mais satisfatórios para os investidores. Portanto, é razoável esperar que haja uma relação de significância entre a mudança do CEO e o desempenho da firma. Isso ocorre de forma mais clara em mercados competitivos, como aqueles presentes em países desenvolvidos (Vieira & Martins, 2018).

As empresas alcançam resultados diferentes por possuírem recursos diferentes, no entanto, não existe um modelo ou padrão que determine que a soma de determinados fatores resultará em um melhor resultado organizacional. Sabe-se que um dos recursos estratégicos associados aos resultados, seja positiva ou negativamente, são os gestores que estão à frente das organizações (Pereira et al., 2016).

Nesse cenário, a importância do papel do CEO faz com que sua sucessão ou saída tenha o potencial de afetar a reputação da firma, seja positiva ou negativamente, o que depende das condições do *Turnover*: retiro voluntário, morte, assunção de novas responsabilidades na empresa, demissão por baixo desempenho corporativo, crises, fusões, aquisições ou escândalos pessoais envolvendo o executivo (Dani et al., 2015 Flatt et al., 2013).

Dessa forma, identifica-se na literatura trabalhos científicos que buscam relacionar alguma característica da alta administração com o desempenho financeiro das empresas, sendo uma delas, o *turnover* do CEO (Silva et al., 2020; Matos & Colauto, 2017; Messersmith et al., 2014; Medeiros et al., 2011; Serra & Ferreira, 2010; Brickley, 2003; Coughlan & Schmidt, 1985).

2.4 *Turnover do CEO em períodos de crise econômica e a retenção de caixa*

Nos períodos em que o mercado se comporta de forma otimista e oferece às empresas um ambiente favorável para os negócios, o desempenho satisfatório das instituições é mais fácil de ser alcançado do que em períodos nos quais o mercado se comporta de forma pessimista e instável. As empresas que apresentam resultados satisfatórios e conseguem se desenvolver em um ambiente desfavorável refletem de forma incisiva a *expertise* e capacidade de gerar resultados das pessoas que são responsáveis pelas decisões estratégicas dentro das empresas.

A crise que teve início em 2014 e se agravou significativamente nos anos seguintes fez com que o (PIB) caísse 3,5% em 2015 e 3,3% em 2016. A economia brasileira passou nos últimos anos por uma brusca virada, saindo de um período de bonança econômica para uma recessão. No ano de 2016 a atividade econômica encolheu 3,6%. A realidade econômica do Brasil era inversa e o país registrou seu maior avanço do (PIB) em 20 anos no ano de 2010, quando a economia cresceu 7,5% segundo dados do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) e o Comitê de Datação de Ciclos Econômicos (CODACE).

O efeito da crise foi sobre a produtividade potencial do capital de pleno emprego, que passou a declinar, apesar do crescimento em 2010 a queda da produtividade do capital deveu-se a dois fatores: primeiro, a redução dos preços das commodities e segundo, a mudança na composição dos investimentos no Brasil. Consequentemente, o Ibovespa que é o principal índice do mercado de ações do país, caiu a partir de 2010 com a redução simultânea da taxa de lucro e da rentabilidade financeira (Marquetti et al., 2016).

São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

Destaca-se que a recessão econômica brasileira teve o seu ápice nos anos de 2015 e 2016, nos quais o desempenho do PIB nacional decresceu 3,5% em 2015 e 3,6% em 2016. Em face dos dados do PIB brasileiro pode-se considerar que de 2005 a 2008 houve um período de crescimento e de 2009 a 2018 um período de desaceleração econômica (Pereira et al., 2021).

Períodos econômicos instáveis podem ser propulsores para a decisão de mudança do CEO. Em 2019 a PwC divulgou uma pesquisa sobre *turnover* do CEO, cujos dados remetiam ao ano de 2018 e concluiu que o *turnover* dos CEOs das 2.500 maiores empresas do mundo atingiu ao percentual de 17,5%. O resultado ficou 3 pontos percentuais acima da taxa de 14,5% em 2017. No Brasil, na Rússia e na Índia, o *turnover* cresceu 21,6% também em 2018.

Dessa forma, espera-se que as empresas tenham estratégias para que o *turnover* do CEO não afete a política de retenção de caixa o que culmina na segunda hipótese deste estudo:

H2 – A ocorrência do *turnover* do CEO durante a crise econômica pós 2014 no Brasil não afetou a retenção de caixa por parte das empresas.

3. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Com base no arcabouço teórico e em modelos empíricos de estudos anteriores, nesta seção são apresentados a composição da amostra, os procedimentos para a coleta dos dados, o modelo empírico a ser testado e os constructos da pesquisa.

3.1 Amostra e coleta de dados

A amostra deste estudo é composta por empresas que negociaram ações na Bolsa de Valores Brasileira (B3) entre 2010 e 2019, a coleta dos dados foi anual e extraída do software Economática®. Através da ferramenta Excel foram filtradas e excluídas as instituições financeiras, devido suas particularidades contábeis e as empresas que não apresentavam dados ou que tinham dados incompletos. A amostra final totalizou em 117 empresas listadas no segmento do Novo Mercado e Nível, totalizando 1.170 observações. A composição da amostra pode ser observada na Tabela 1:

Tabela 1 - Composição da Amostra

População	413
(-) Setor Financeiro e similares	(83)
(-) Empresas sem dados ou com dados faltantes	(111)
(-) Demais Índices de Governança Corporativa	(102)
Amostra final	117

Fonte: Dados da pesquisa (2021). Elaborada pelos autores

O Índice de Governança Corporativa (IGC) é um indicador que apresenta o desempenho médio das cotações dos ativos das empresas que, em teoria, tem melhor governança de sua gestão. Ele abrange as empresas listadas no Novo Mercado, Nível 1, Nível 2, Bovespa Mais e Bovespa Mais Nível 2. Todos esses segmentos prezam por regras de governança corporativa diferenciadas. Essas regras vão além das obrigações que as companhias têm perante a Lei das Sociedades por Ações e têm como objetivo melhorar a avaliação daquelas que decidem aderir, voluntariamente, a um desses segmentos de listagem.

Em mercados imperfeitos, caracterizados por assimetria de informações e conflitos de agência, boas práticas de governança corporativa assumem um papel importante para as decisões relacionadas a gestão estratégia e financeira das empresas. Logo, a qualidade da

São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

governança facilita o acesso das organizações a fontes de recursos externos com custos mais baixos e eleva o nível de seus investimentos. Ademais, espera-se que empresas com maiores oportunidades de investimentos e crescimento futuro percebam maior utilidade na adoção de melhores práticas de governança corporativa (Silva & Krauter, 2018).

Dianta disso, foram selecionados para este estudo as empresas listadas no segmento dos índices de Governança Corporativa Novo Mercado e Nível 1 devido ao índice Novo Mercado consistir no mais elevado grau de governança corporativa existente no Brasil e o Nível 1 compreender as empresas que já foram listadas e realizaram abertura de capital mas, precisam melhorar a capacidade de comunicação e a transparência, apresentando informações além daquelas que são determinadas por lei.

A variável dependente Retenção de Caixa (RC) foi mensurada conforme apresentado a seguir:

$$RC = (\text{Disponível} + \text{CPAplicações})$$

Onde:

- RC: Retenção de Caixa
- Disponível: Dinheiro no caixa
- Aplicações Curto Prazo: Aplicações de alta liquidez

A variável independente *turnover* do CEO (CEO) foi coletada através da ferramenta Excel sendo registrado o nome do Diretor Presidente / Superintendente com o objetivo de identificar o *turnover* do CEO nas empresas que compõe a amostra. O critério utilizado foi 0 (zero) para não *turnover* e 1 (um) para *turnover* dentro da empresa, a partir de um exame do (item 12/12.6.8) dos formulários de referência que foram coletados pelo *website* da CVM ou nos *websites* das respectivas empresas na seção RI: Relação com investidores.

A amostra final dos formulários de referência constituiu o número de 1.052 formulários no período de 2010 a 2019 devido à ausência de 118 formulários que não constavam nos canais de coleta conforme segue demonstrado na Tabela 2:

Tabela 2 - Composição dos Formulários de Referência

Quantidade de Formulários para a amostra 2010 a 2019	1.170
(-) Formulários que não constavam nos canais de coleta ano 2010	24
(-) Formulários que não constavam nos canais de coleta ano 2011	20
(-) Formulários que não constavam nos canais de coleta ano 2012	14
(-) Formulários que não constavam nos canais de coleta ano 2013	12
(-) Formulários que não constavam nos canais de coleta ano 2014	11
(-) Formulários que não constavam nos canais de coleta ano 2015	12
(-) Formulários que não constavam nos canais de coleta ano 2016	10
(-) Formulários que não constavam nos canais de coleta ano 2017	10
(-) Formulários que não constavam nos canais de coleta ano 2018	3
(-) Formulários que não constavam nos canais de coleta ano 2019	2
Quantidade de Formulários avaliados item (12./12.6.8)	1.052

Fonte: Dados da pesquisa (2021). Elaborada pelos autores

A variável independente Recessão Econômica (RE) foram organizados os dados por meio da ferramenta Excel e foram coletados pelo *website* da Fundação Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) e pelo Comitê de Datação de Ciclos Econômicos (CODACE/FGV). Baseado na variação do indicador Produto Interno Bruto (PIB), esse indicador mede o fluxo de bens e serviços finais produzidos e considerando parâmetros de

São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

uma recessão técnica, quando a atividade econômica, medida pela variação do PIB do país, recua por dois trimestres consecutivos (IBGE, 2021).

A variável de controle Tamanho (TAM) foi organizado os dados por meio da ferramenta Excel, sendo o Ln tamanho o logaritmo natural do ativo total da empresa e a segunda variável de controle Endividamento (END) também foi organizada pela Excel considerando o Passivo total dividido pelo Ativo total da empresa e teve como objetivo medir o quanto do ativo total da empresa é custeado pelo capital de terceiros.

3.2 Modelo empírico

De acordo com Yin (2002), a análise de dados se baseia na listagem, na tabulação, categorização e na análise estatística de dados. Foi aplicado o método quantitativo a fim de constatar e classificar a relação entre as variáveis: retenção de caixa, *turnover* do CEO e crise econômica.

No modelo econométrico é utilizada a fórmula de regressão linear múltipla, que, de acordo com Brooks (2000), é uma forma de buscar o esclarecimento de uma variável principal com base nos possíveis impactos das variáveis secundárias, atentando que nenhuma das variáveis explicativas pode confirmar o resultado com precisão sobre a variável dependente. Portanto, adiciona-se um termo de erro, ou seja, a variância não explicada pelo modelo.

Tendo por base o que foi apresentado anteriormente e buscando ao alcance do modelo empírico para relacionar as variáveis do contexto exposto, neste estudo, o modelo econométrico será:

$$RC_{i,t} = \alpha + CEO_{i,t} + RE_{i,t} + TAM_{i,t} + END_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

Onde:

$RC_{i,t}$ = Retenção de caixa da empresa i no ano t ;

$CEO_{i,t}$ = *Turnover* do CEO, uma dummy para a empresa i no ano t ;

$RE_{i,t}$ = Recessão Econômica, uma dummy para a empresa i no ano t ;

$TAM_{i,t}$ = Logaritmo natural do ativo total da empresa i no ano t ;

$END_{i,t}$ = Endividamento da empresa para a empresa i no ano t ;

α = o intercepto;

ϵ = o termo de erro.

Na Tabela 3 são apresentados a descrição dos constructos, as fórmulas, os autores das pesquisas e suas respectivas referências:

São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

Tabela 3 - Constructos, descrições, fórmulas e autores da pesquisa

Tipo da variável	Sigla	Descrição da Variável	Fórmula	Autores
Variável dependente	RC	Retenção de caixa / Evidência a variação do caixa em um determinado tempo.	Caixa e Equivalentes de Caixa saldo final - Caixa e Equivalentes de Caixa saldo inicial	(Zani,2012); (Junior & Ponte, 2016)
Variáveis independente	CEO	<i>Turnover</i> = 1 quando ocorreu mudança do CEO e 0 quando não ocorreu mudança do CEO.	<i>Turnover</i> é uma variável Dummy, que retrata a mudança ou não do CEO.	(Dragotã, Curmei Semenescu, Moscu2020); (Da Silva et al, 2018)
	RE	Recessão = 1 para a queda do PIB por dois trimestres consecutivos e 0 caso contrário	Recessão é uma variável dummy, que retrata a recessão econômica em um determinado período.	(Dragotã, Curmei Semenescu, Moscu2020)
Variáveis de controle	TAM	Tamanho da empresa = Log do ativo total	Ln tamanho é o logaritmo natural do ativo do ativo total da empresa.	(Forti,Peixoto & Freitas, 2011); (Zani, 2012); (Petiz, 2015); (Silva et al,2018)
	END	Endividamento = Passivo total / Ativo total	O endividamento (END) mede o quanto do ativo total da empresa é custeado pelo capital de terceiros.	(Forti, Peixoto & Alves,2011);(Nakamura, Silva & Ferla, 2016); (Silva et al, 2018)

Fonte: Elaborada pelos autores.

4. RESULTADOS E DISCUSSÃO

Uma vez exposta a trajetória metodológica da pesquisa, na sequência, a seção 4 destina-se à apresentação dos resultados encontrados acerca das variáveis estudadas, o modelo empírico testado e em sequência, a análise dos resultados e hipóteses. Todos os testes foram realizados por meio do Software Stata versão 16.0

4.1 Estatística Descritiva

Inicialmente, na Tabela 4 são apresentados os resultados sobre a média, desvio padrão, mediana e os pontos mínimos e máximos das variáveis do modelo.

Tabela 4 - Estatística descritiva das variáveis

Variáveis	OBS	Média	Desvio Padrão	Mediana
REC	1.170	28.844	44.34	-2,03
CEO	1.051	0,19	0,39	0
RES	1.170	0,3	0,46	0
TAM	1.170	2.04e+07	13,93	59,79
END	1.170	0,64	0,42	5,93

Fonte: Dados da pesquisa (2021). Elaborada pelos autores

As informações descritas na Tabela 4 sobre as medidas de tendência central (média e mediana) apresentaram os seguintes resultados: a média para retenção de caixa pelas empresas foi de 28.844 milhões de reais ao ano. O *turnover* do CEO apresentou uma média de

São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

19% no período e a média recessão econômica foi de 30%. Ou seja, no período analisado 30% dos anos se enquadraram como anos de recessão e nos demais anos ocorreu uma desaceleração da atividade econômica. O resultado para a variável tamanho da empresa foi de 2.04e+07 ou seja, a média do ativo total das empresas foi de 20.400 bilhões de reais e apresentou um índice médio de 64% de endividamento.

A variável retenção de caixa (REC) foi a variável que apresentou uma maior dispersão dos dados em relação a média com valor de 44,34. A variável de controle tamanho (TAM) apresentou um desvio padrão de 13,93 enquanto o desvio padrão do endividamento (END) foi de 0,42.

4.2 Resultados da correlação de Pearson e teste de hipóteses

O objetivo dessa verificação foi fazer uma correlação de Pearson entre as variáveis estudadas. Segundo Gujarati (2000), a correlação de Pearson, mede o grau de relacionamento entre variáveis quantitativas. A métrica da linearidade entre variáveis é exposta em um número que vai de -1 a +1, ou seja, quanto mais próximo dos extremos (-1 ou 1), maior é a força da correlação, valores próximos de zero significam que a correlação é fraca.

Tabela 6 - Correlações entre as variáveis REC, CEO, RES, TAM E END

Variáveis	REC	CEO	RES	TAM	END
REC	1,000				
CEO	0,0392	1,000			
RES	0,0176	0,0448	1,000		
TAM	0,1223	0,0145	-0,0075	1,000	
END	0,0146	0,0725	-0,0072	-0,0300	1,000

Fonte: Dados da pesquisa (2021). Elaborada pelos autores

As variáveis independentes RE (recessão econômica) e CEO (*turnover* do CEO) não apresentam uma correlação forte com a variável dependente REC (retenção de caixa). Os resultados 0,0392 e 0,0448 da correlação são considerados uma correlação positiva fraca.

Em relação a correlação das variáveis de controle com a variável dependente retenção de caixa (REC). A variável de controle tamanho (TAM) apresentou uma correlação positiva com a variável REC (0,1223) e a variável de controle endividamento (END) apresentou também uma correlação positiva (0,0146).

Os resultados demonstrados na Tabela 5 são relativos à estimação do modelo de Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) por dados em séries temporais e painel não-balanceado com o objetivo de analisar a relação entre as variáveis do estudo. São apresentados os resultados da estimativa do coeficiente, desvio padrão, teste de significância, P-valor e os pontos mínimos e máximos do intervalo de confiança da amostra.

Tabela 5 - Estimador de Mínimos Quadrados Ordinários (MQO)

REC	Coeficiente	Desvio Padrão	Teste de Significância	Prob (valor-p)	[95% Intervalo de Confiança]	
					Ponto Mínimo	Ponto Máximo
CEO	43,12	36,37	1,19	0,23	-28,25	11,45
RES	1,70	64,36	0,00	0,99	-12,61	12,64
TAM	27,31	68,61	3,98	0,00	13,85	40,78
END	29,61	46,33	0,64	0,52	-61,30	12,05

Fonte: Dados da pesquisa (2021). Elaborada pelos autores



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

De acordo com os dados, foi verificado na análise inferencial, que não existe significância estatística ao nível de 5% entre a variável dependente REC (Retenção de caixa) e as variáveis independentes RE (Recessão econômica) e CEO (*Turnover* do CEO). Entre as variáveis de controle, apenas a variável TAM (Tamanho) apresentou significância estatística.

A variável de controle tamanho (TAM) apresentou uma correlação significativa na análise, o que é condizente com o teste da correlação de Pearson sobre a relação entre o tamanho da empresa e a predisposição para retenção de caixa. Pode-se inferir que empresas maiores são predispostas a reter mais caixa. Por outro lado, a variável de controle endividamento (END) apresentou uma correlação fraca, o que foi coerente com as demais análises feitas anteriormente. Ou seja, o endividamento nas empresas pode não ser um fator significativo para a decisão dos gestores em reter caixa.

Os resultados analisados sobre a relação entre a variável dependente retenção de caixa e a variável independente recessão econômica é estatisticamente fraca e não significativa ao nível de 5% (p-valor = 0,578). Logo, rejeita-se a primeira hipótese testada no estudo H1- A crise econômica pós 2014 no Brasil afetou negativamente a estratégia de retenção de caixa pelas empresas.

Esse resultado contradiz os achados de Lozano e Yaman (2020) que analisam a relação entre a crise europeia de 2008 e as políticas de retenção de caixa das empresas a partir de uma perspectiva dos motivos de precaução. Os autores concluíram que a crise afeta as políticas de retenção de caixa das organizações. Além disso, tais autores consideraram que a duração do período de crise é importante para essa relação e os diferentes níveis de motivos de precaução são um dos principais fatores para a retenção de caixa.

Em sequência, a análise da correlação da variável dependente retenção de caixa com a variável independente *turnover* do CEO também foi considerada fraca e não significativa ao nível de 5% (p-valor = 0,236). O resultado diverge dos resultados encontrados por Silva et al., (2018) que verificaram a relação entre o *turnover* do CEO e a estratégia de retenção de caixa e distribuição de dividendos entre 2011 a 2016 em uma amostra de 104 empresas listadas na B3. Os autores encontraram uma correlação entre a estratégia de retenção de caixa e o *turnover* do CEO ao nível de 5% de significância estatística (p-valor = 0,056).

Nesse sentido não rejeitar-se a segunda hipótese H2 - A ocorrência do *turnover* durante a crise econômica pós 2014 no Brasil não afetou a retenção de caixa por parte das empresas. Os resultados da regressão múltipla e os testes aplicados não apontam evidências empíricas que permitam refutar que exista influência entre o *turnover* do CEO e as estratégias de retenção de caixa das empresas no cenário de crise estudado.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Os resultados dessa pesquisa atenderam ao objetivo proposto que foi verificar se em períodos de crises econômicas o *turnover* do CEO influencia a estratégia de retenção de caixa das empresas listadas na Bolsa de Valores Brasileira (B3). Foi realizada a análise dos dados em painel de 117 empresas listadas nos segmentos Novo Mercado e Nível 1 entre 2010 e 2019.

Buscando analisar a relação entre as variáveis do modelo através do teste de correlação de Pearson, os resultados encontrados estatisticamente apresentaram uma correlação baixa entre as variáveis do estudo, exceto a variável de controle tamanho (TAM) que apresentou uma correlação significativa no teste.

De acordo com a análise descritiva e inferencial dos dados, foi verificado que não existe significância estatística entre a variável dependente REC (Retenção de caixa) e as variáveis independentes RE (Recessão econômica) e CEO (*Turnover* do CEO).



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

Os resultados apontaram indícios que as empresas com maior utilidade na adoção de melhores práticas de governança corporativa, na amostra do estudo (Novo Mercado e Nível 1) possuem estratégias de gestão de caixa eficazes para mitigar os impactos das influências externas, podendo ser verificado pela inexistência de efeito significativo de alterações nas conjunturas de incerteza e instabilidade político-econômica.

Como limitantes dessa pesquisa, pode-se citar o risco de viés de seleção da amostra, visto que, analisou-se dois segmentos de empresas listadas na Bolsa de Valores Brasileira (B3) e o viés gerado pela especificação de apenas um modelo econométrico para análise dos dados (MQO). Adicionalmente, outra limitação do estudo foram os formulários de referência que não constavam nos canais de coleta e representaram um percentual de 10% da amostra.

Sugere-se para pesquisas futuras que sejam utilizados os demais segmentos, comparando empresas públicas e empresas privadas pois, diferem em várias dimensões, permitindo variar as influências hipotéticas e a replicação da pesquisa em outros modelos econométricos. Sugere-se ainda que a variável Retenção de Caixa seja relacionada com outras variáveis que possam melhor explicar as mudanças nas políticas contábeis adotadas para a gestão de caixa.



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

REFERÊNCIAS

- Almeida, H., Campello, M., & Weisbach, M. S. (2004). The cash flow sensitivity of cash. *Journal of Finance*, 59(4), 1.777-1804. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2004.00679.x>
- Andrade, A., & Rossetti, J. P. (2014). Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências. São Paulo: Atlas.
- Assunção, R. R., De Luca, M. M. M., Vasconcelos, A. C. de, & Rebouças, S. M. D. P. (2014). Complexidade organizacional e governança corporativa nas maiores companhias abertas do Brasil. *Enfoque: Reflexão Contábil*, 33(1), 105-122. DOI: doi.org/10.4025/enfoque.v33i1.21777
- Bates, T. W., Kahle, K. M. & Stulz, R. M. (2009) ‘Why do US Firms Hold So Much more Cash Than They Used to’, *The Journal of Finance*, 64 (5), pp. 1985–2021 DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2009.01492.x>
- Bolsa de Valores Brasileira (2021) Disponível em: < https://www.b3.com.br/pt_br/> Acesso em: 20 out. 2021
- Brickley, J. A (2003). Empirical research on CEO turnover and firm-performance: a discussion. *Journal of Accounting and Economics*, 36, pp. 227–233. DOI: 10.1016/j.jacceco.2003.09.003
- Brooks, R. (2000). Why loyal employees and customers improve the bottom line. *The Journal for Quality and Participation*, 23(2), 40. DOI: search.proquest.com
- Bueno, G., Nascimento, K., Lana, J., Gama, M. A. B., & Marcon, R. (2018). Mecanismos externos de governança corporativa no Brasil. *Revista contabilidade, gestão e governança*, 21(1), 120-141.
- Comissão de Valores Mobiliários (CVM) 2021 Disponível em: <[http:// www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)> Acesso em: 20 out. 2021.
- Comitê de Datação de Ciclos Econômicos (CODACE) 2021. <<https://portalibre.fgv.br/indicador-de-incerteza-da-economia>>. Acesso em: 20 out. 2021
- Coughlan, A. T. & Schmidt, R. M. (1985). Executive compensation, management turnover, and firm performance: An Empirical Investigation. *Journal of Accounting and Economics*, 7, pp. 43-66. DOI: [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(85\)90027-8](https://doi.org/10.1016/0165-4101(85)90027-8)
- Da silva, J. P., Bonfim, M. P, Gonçalves, R. De S. & Niyama, J. K. (2018) Qualidade do lucro versus governança corporativa: uma análise das companhias de utilidade pública listadas na b3. *Contabilidade Vista & Revista*, v. 29, n. 1, p. 48-76, 2018. DOI: 10.22561/cvr.v29i1.3680.
- Dani, A. C., Carmona, L. J. M., & Hein, N. E. L. S. O. N. (2015). Turnover de CEO, reputação corporativa e desempenho econômico-financeiro das empresas brasileiras de capital aberto. Anais do Egema, São Paulo, SP, Brasil.
- Dittmar, A., & Duchin, R. (2012). The dynamics of cash [Working Paper 1138]. Ross School of Business.
- Dragotă, M.I, Curmei-Semenescu.A & Moscu. R., (2020). CEO Diversity, Political Influences, and CEO Turnover in Unstable Environments: The Romanian Case, *Journal of Risk and Financial Management*, MDPI, Open Access Journal, vol. 13(3), pages 1-22, March. DOI: doi.org/10.3390/jrfm13030059

São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

- Economática (2021). Disponível em: <<http://www.economática.com.br>>. Acesso em: 10 de Novembro de 2021
- Flatt, S., Harris-Boundy, J., & Wagner, S. CEO Succession: A Help or Hindrance to Corporate Reputation & quest. *Corporate Reputation Review*. v. 16, n. 3, p. 206-219, 2013.
- Forti, C. A., Peixoto, F. M., & Freitas, K. S. (2011). Retenção de caixa, desempenho operacional e valor: um estudo no mercado de capitais brasileiro. *Revista de Contabilidade e Organizações*,5(13),20-33.DOI: <https://doi.org/10.11606/rco.v5i13.34802>
- Gao, H., Harford, J., & Li, K. (2017). CEO Turnover–Performance Sensitivity in Private Firms. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 52(2), 583-611. DOI:10.1017/S0022109017000126
- Gomes, S.C.P., Silva,G.J., Cunha, F.,M. (2020) Política de Cash Holding: Comparações das Reservas de Caixa Entre Empresas Brasileiras e Norte-Americanas de Capital Aberto. XX USP International Conference in Accounting. São Paulo. URL: <https://congressosp.fipecafi.org>
- Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2011). *Econometria básica-5*. Amgh Editora.Econometria básica-5. Amgh Editora.
- Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) 2021. Acessando em: <: <https://www.ibge.gov.br>> Acessado em: 10 nov. 2021.
- Jung, C., Foegen, J. N., & Nuesch, S. (May, 2019). Cash for contingencies: how the organizational task environment shapes the cash-performance relationship. *Long Range Planning*, DOI: <https://doi.org/10.1016/j.lrp.2019.05.005>
- Junior, D. B. C. V., & Ponte, V. M. R. (2016). Políticas de Dividendos: Um Estudo Comparativo entre Empresas Brasileiras e Norte-Americanas. *Revista Universo Contábil*, 12(1), 25. DOI: 10.4270/ruc.2016102
- Júnior, D. G. D. S., Silva, D. O., Fagundes, F. A., dos Santos, I. M., & da Silva, T. A. (2018) A relação entre a mudança do CEO na estratégia da retenção de caixa e distribuição de dividendos. XV Congresso USP de Iniciação Científica em Contabilidade. São Paulo. URL: <https://congressosp.fipecafi.org>
- Kalcheva, I., & Lins, K. (2007). International evidence on cash holdings and expected managerial agency problems. *Review of Financial Studies*, 20(4), 1087-1112. doi:10.1093/rfs/hhm023
- Lee, Y., & Song, K. R. (2010). Financial crisis and corporate cash holdings: Evidence from East Asian firms. *Citeseerx*, 1-40. DOI <https://doi.org/10.1.1.175.6554>
- Lozano, M. B., & Yaman, S. (2020). The European Financial Crisis and Firms' Cash Holding Policy: An Analysis of the Precautionary Motive. *Global Policy*, 11(S1), 84–94. DOI:10.1111/1758-5899.12768
- Machado, D. G., Fernandes, F. C. & Bianchi, M. (2016). Teoria da agência e governança corporativa: reflexão acerca da subordinação da contabilidade à administração. *Revista de Auditoria, Governança e Contabilidade*, 4 (10), p. 36-55. URL: <https://www.fucamp.edu.br>
- Marquetti. A .A., Hoff. R. C., Miebach. D. A. (2016) *Lucratividade e Distribuição: A Origem Econômica da Crise Política Brasileira*. URL: <https://www.researchgate.net> ›
- Matos, R. M., & Colauto, R. D. (2017). Justificativas do turnover de CEOs: estudo em companhias brasileiras investidas por fundos de pensão. *Revista De Contabilidade E Organizações*, 11(30), 24-35. URL: <https://doi.org/10.11606/rco.v11i30.134430>
- Medeiros J., R. de; Serra, F. Ferreira, M. (2011). O tempo de mandato do CEO e o desempenho das organizações: Um estudo em grandes empresas brasileiras. *Revista*

São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

- Portuguesa e Brasileira de Gestão, Edição especial 10 anos. vol. 11, núm. 2-3, julho, 2012, pp. 129-138. ISCTE-Instituto Universitário de Lisboa, Portugal. DOI: <https://www.redalyc.org/articulo.oa?id=388539133012>
- Messersmith J. G., Lee, J., Guthrie, J. P. & Ji, Y. (2014). *Turnover at the Top: Executive Team Departures and Firm Performance*. *Organization Science*, 25(3), pp. 776-793. DOI:10.1287/orsc.2013.0864
- Nakamura, W.T; Silva, P.T; Pamplona, E.; & Ferla, R. (2016). Determinantes do pagamento de dividendos em empresas familiares e não familiares brasileiras e mexicanas. XV Congresso USP de Iniciação Científica em Contabilidade. São Paulo. URL: <https://congressosp.fipecafi.org>
- Oliveira, A. M. B. de; & Melo Sobrinho, M. J. V. de. Gestão de capital de giro e capacidade de geração de caixa: um estudo sobre o desempenho de empresas brasileiras de construção civil. In: XVI Congresso Brasileiro de Custos (CBC), Fortaleza, 2009. URL: <https://anaiscbc.emnuvens.com.br/anais/article/view/1136>
- Oliveira. R.J., Peixoto. M.F., & Maestri. M.N.O.C. (2018) O nível de caixa e a proteção aos acionistas minoritários podem afetar a deslistagem de empresas no Brasil? v. 5 n. 1: *RGC - Revista de Governança Corporativa*. URL: <https://www.rgc.org.br/ojs-3.2.1-2/index.php/Journals/article/view/34>
- Pereira, A., Pereira, V. S., & Penedo, A. S. T. (2021). O efeito da retenção de caixa e investimento na performance operacional de companhias brasileiras exportadoras e domésticas em períodos de crescimento econômico e recessão. *Revista Contemporânea De Contabilidade*, 18(46), 148-162. URL: <https://doi.org/10.5007/2175-8069.2021.e73580>
- Pereira, B., Theiss V., Lunkes J., Schnorrenberger. D., Gasparetto.V (2016). Relação entre as características observáveis dos CEOs e a remuneração. *Contabilidad y Negocios* (11) 21, 2016, pp. 5-24. URL: <https://doi.org/10.18800/contabilidad.201601.001>
- Petiz, D. N. (2015). *Analisando a Relação entre a Estrutura de Propriedade, Governança, Valor, Rentabilidade e Dividend Yield de Bancos Brasileiros*. (Dissertação de Mestrado, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, Brasil). URL: <https://doi.org/10.17771/PUCRio.acad.26805>
- Price Water House Coopers, Disponível em. <<https://www.strategyand.pwc.com/gx/en/insights>> Acesso em: 15 jun. 2021
- Serra, F.& Ferreira, M. (2010). Emerging determinants of firm performance: A case study research examining the strategy pillars from a resource-based view. *Management Research*, 8, pp. 7-24. DOI:10.1108/1536-541011047886
- Shin, M., Kim, S., Shin, J., & Lee, J. (2018). Earnings Quality Effect on Corporate Excess Cash Holdings and Their Marginal Value. *Emerging Markets Finance and Trade*, 54(4), 901–920. doi:10.1080/1540496x.2016.1273767
- Silva Jr. G.D; Silva.O.D; Fagundes. A.F; Dos Santos.M.I. (2018). A Relação entre a Mudança do CEO na Estratégia da Retenção de Caixa e Distribuição de Dividendos. XV Congresso USP de Iniciação Científica em Contabilidade. São Paulo, 25 a 27 de Julho de 2018. URL: <https://congressosp.fipecafi.org/anais/18UspInternational/ArtigosDownload/1063.pdf>
- Silva, B. A. de O., & Krauter, E. (2018). *Restrição financeira e sensibilidade do investimento ao fluxo de caixa em empresas brasileiras com diferentes graus de governança corporativa*. Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto. Recuperado de <http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/96/96132/tde-02082018-105728/>
- Silva.M.M. J; Ribeiro.V.L.G, Mota. G.H.R (2020). Turnover, Características do CEO e Earnings Management. XX USP International Conference in Accounting. São Paulo,



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

29 a 31 de Julho de 2020.

[URL:https://congressosp.fipecafi.org/anais/20UspInternational/ArtigosDownload/2664](https://congressosp.fipecafi.org/anais/20UspInternational/ArtigosDownload/2664)

- Tsai, W., Hung, J., Kuo, Y. & Kuo, L. (2006). CEO tenure in Taiwanese family and nonfamily firms: An agency theory perspective. *Family Business Review*, 19(1), pp. 11-28. DOI: 10.1111/J.1741-6248.2006.00057.X
- Vieira. M., C. A., & S Martins. S. (2018). Influência da estrutura do conselho de administração e do controle corporativo no *turnover* do CEO das empresas abertas no Brasil. *Revista Contemporânea De Contabilidade*, 15(34), 181-201. DOI: doi.org/10.5007/2175-8069.2018v15n34p181
- Yin R. K. (2002). *Case study research: design and methods*. Thousand Oaks: SAGE Publications.
- Zani, T. B. (2012). *Restrição Financeira e a Preferência pela Liquidez: A Volatilidade como Determinante para Retenção de Disponibilidades*. (Dissertação de Mestrado, Universidade Federal do Rio Grande do Sul. Rio Grande do Sul, Brasil).