

Influência do CEO *power* na probabilidade de sobrevivência das empresas brasileiras de capital aberto da B3¹

DOI: 10.4025/enfoque.v41i2.55279

Inajá Allane Santos Garcia 

Doutora em Ciências Contábeis (UFPB)
Mestre em Ciências Contábeis (UnB/UFPB/UFRN)
Professora Adjunta na Universidade Federal do Pará (UFPA)
E-mail: inajaallane@ufpa.br

Marcelly Nóbrega de Medeiros 

Mestre em Ciências Contábeis (UFPB)
Professora Substituta na Universidade Federal do Rio Grande do Norte (UFRN)
Programa de Pós-Graduação de Ciências Contábeis da Universidade Federal da Paraíba (PPGCC/UFPB)
E-mail: marcellyjp@hotmail.com

Paulo Amilton Maia Leite Filho 

Doutor em Economia (UFPE)
Professor Titular da Universidade Federal da Paraíba (UFPB)
Professor do Programa de Pós-graduação de Ciências Contábeis da Universidade Federal da Paraíba (PPGCC/UFPB)
E-mail: pmaiaf@hotmail.com

Recebido em: 17.08.2020

Aceito em: 18.11.2020

2ª versão aceita em: 25.09.2020

RESUMO

Este estudo verificou a influência do CEO *Power* na probabilidade de sobrevivência das empresas brasileiras no mercado de capitais, considerando o período de 2010 a 2018. A amostra final foi composta por 803 observações de empresas não financeiras ativas na Brasil, Bolsa, Balcão (B3). O método utilizado foi o modelo de Regressão Logística (*Logit*), o qual utiliza uma variável dependente binária, utilizada nesse estudo para classificar as empresas com maior e menor probabilidade de sobrevivência. O CEO *Power* (variável de interesse) foi analisado a partir de 4 dimensões do poder, sendo: poder estrutural (*Power_Estrut*), poder de propriedade (*Power_Prop*), poder especialista (*Power_Esp*) e poder de prestígio (*Power_Prest*). Além dessas foram inseridas variáveis de controle como: tamanho da empresa (*Tam*), idade do CEO (*Ida*), alavancagem (*Ala*), e lucratividade (*Lucrat*). Os resultados evidenciaram que o *Power_Estrut* influencia negativamente na probabilidade de sobrevivência das empresas, diminuindo a chance de sobrevivência da empresa em 29,6%, enquanto que para o *Power_Prop* e *Power_Esp*, os resultados mostraram que quando o CEO é um dos 5 principais acionistas da empresa ou quando possui formação na área de negócios, a probabilidade de sobrevivência das empresas aumentam em 147,4% e 42,3%, respectivamente. Diante disso, conclui-se que tais resultados são interessantes pois revelam que mesmo em um cenário em que a maioria das empresas possui alta concentração de propriedade (brasileiro), o CEO *Power* pode ser determinante para a sobrevivência das empresas, ou seja, pode revelar que esses profissionais interferem de alguma forma no desempenho organizacional e na continuidade das firmas.

Palavras-chave: CEO *Power*. Teoria dos Escalões Superiores. Sobrevivência das Empresas. Mercado de Capitais. *Logit*.

Influence of CEO power on the survival probability of B3 brazilian publicly traded companies

ABSTRACT

This study verified the influence of CEO *Power* on the probability of survival of Brazilian companies in

¹ O presente artigo foi apresentado na sessão paralela do XIX USP *International Conference in Accounting*, evento ocorrido em 2019 na USP, São Paulo-SP.

the capital market, considering the period from 2010 to 2018. The final sample was composed of 803 observations of non-financial companies active in Brazil, Bolsa, Balcão (B3). The method used was the Logistic Regression model (Logit), which uses a binary dependent variable, used in this study to classify the companies with greater and lesser probability of survival. The CEO Power (variable of interest) was analyzed from 4 dimensions of power, being: structural power (Power_Estrut), ownership power (Power_Prop), expert power (Power_Esp) and prestige power (Power_Prest). In addition to these, control variables were inserted such as company size (Tam), CEO age (Ida), avalanche (Ala), and profitability (Lucrat). The results showed that Power_Estrut has a negative influence on the companies' probability of survival, decreasing the company's chance of survival by 29.6%, while for Power_Prop and Power_Esp, the results showed that when the CEO is one of the 5 main shareholders of company or when it has training in the business area, the probability of survival of the companies increases by 147.4% and 42.3%, respectively. Therefore, it is concluded that such results are interesting because they reveal that even in a scenario in which most companies have a high concentration of ownership (Brazilian), CEO Power can be decisive for the survival of companies, that is, it can reveal that these professionals interfere in some way in the organizational performance and the continuity of the firms.

Keywords: CEO Power. Upper-Echelon Theory. Corporate Survival. Capital Market. Logit.

1 INTRODUÇÃO

A participação de empresas em mercados de crédito e de capitais está condicionada a uma série de requisitos que precisam ser cumpridos, principalmente no que se refere às empresas que desejam negociar seus títulos no mercado aberto. Tais empresas, conhecidas como empresas de capital aberto, sofrem uma série de mudanças ao optar por participar desse mercado, uma vez que assumem novas regras, como por exemplo, a divulgação de informações financeiras e patrimoniais ao mercado a cada três meses, no caso de empresas abertas da Brasil Bolsa Balcão (B3).

De acordo com Jain e Kini (2008), quando as organizações passam a negociar ações no mercado aberto das bolsas de valores, enfrentam alguns desafios, tais como: mudanças na estrutura de propriedade e mecanismos de governança corporativa com a exigência da formação de um Conselho de Administração (CA), bem como aumento da concorrência e também uma regulação mais rígida.

É nesse cenário que se faz importante a presença de um *Chief Executive Officer* (CEO), o qual é responsável por tomar as principais decisões nas organizações. A respeito desse profissional, o qual faz parte da *Top Management Team* (TMT), ou equipe do topo da administração, Li e Jones (2019) mencionam que está em posição de líder da organização e também líder da TMT. Além desse entendimento, estudos remotos já afirmavam acerca da importância desse profissional para as empresas, a exemplo de Daily e Johnson (1997), os quais argumentam sobre as escolhas que os CEOs fazem, as quais podem determinar o sucesso da empresa. Logo, acredita-se que as decisões tomadas pelos CEOs são relevantes na determinação da sobrevivência das empresas.

De tal forma, compreendendo o papel do CEO, pode-se alegar que a capacidade que o CEO possui de influenciar na sobrevivência das empresas, depende em grande parte do poder que esse profissional possui diante da organização, conforme afirma Finkelstein (1992) sobre o "poder" como requisito para ser influente, afetar as decisões estratégicas das empresas e conseqüentemente seu desempenho.

Tais argumentos a respeito da influência do *CEO Power* (poder do CEO) são consoantes com a Teoria dos Escalões Superiores (TES) ou Teoria dos Altos Escalões, a qual de acordo com Hambrick e Mason (1984) preconiza que os resultados organizacionais são vistos como reflexos dos valores e bases cognitivas dos agentes poderosos das firmas. Dentre esses é possível destacar os CEOs, os quais de

acordo com Baker et al. (2019) são os responsáveis pelas operações estratégicas e consequentemente pelo desempenho geral e a longo prazo das organizações.

Nesse sentido, a presente pesquisa busca responder ao seguinte questionamento: Qual a influência do *CEO Power* na probabilidade de sobrevivência das empresas brasileiras de capital aberto da B3? A fim de obter resposta a esse questionamento, tem-se o objetivo de analisar a influência do *CEO Power* na probabilidade de sobrevivência das empresas brasileiras de capital aberto da B3. Saliencia-se que o termo *CEO Power* se refere ao poder possuído pelo mais alto nível dos gestores de uma organização, o CEO, que será estudado sob a ótica de quatro dimensões, tendo em vista que conforme Finkelstein (1992), juntas, estas quatro dimensões definem o poder dos principais gestores: (a) poder estrutural; (b) poder de propriedade; (c) poder especialista; e (d) poder de prestígio.

Nessa perspectiva, à luz da Teoria dos Escalões Superiores, algumas pesquisas internacionais analisaram empiricamente, não somente a influência do *CEO Power*, como também das características pessoais e profissionais dos CEOs sobre as decisões estratégicas, o desempenho e a sobrevivência das empresas com ações negociadas em mercado aberto, a exemplo das pesquisas de Finkelstein (1992), Daily e Johnson (1997), Adams, Almeida e Ferreira (2005), Greve e Mitsuhashi (2007), Combs et al. (2007), Kroll e Le (2007), Mackey (2008), Ramdani e Van Witteloostuijn (2010), Pour (2015), Gounopoulos e Pham (2018), Amedu e Dulewicz (2018), Bai, Yan e Yu (2019), Hsu et al. (2019), Bachmann et al. (2020) e Velte (2020).

É relevante ressaltar que em nível nacional, não foram encontrados estudos que abordassem a relação do *CEO Power* com a sobrevivência, desempenho financeiro, liquidez, alavancagem ou quaisquer outros tipos de resultados das empresas de capital aberto da B3, exceto o estudo de Sprenger et al. (2020), o qual analisou a influência do *CEO Power* sobre a remuneração dos executivos. Aliado a isso, salienta-se que estudos como esse são importantes no sentido de destacar a importância dos gestores nas decisões estratégicas e de longo prazo, as quais determinam o desempenho, a sobrevivência, a alavancagem e a distribuição de dividendos das organizações.

As maiores contribuições da presente pesquisa são no sentido de auxiliar as próprias empresas nas contratações de executivos para o cargo de CEO e também a sociedade. Se por um lado as empresas podem se utilizar dos resultados desse estudo para traçar um perfil de CEO que esteja alinhado às suas estratégias, proporcionando maior probabilidade de sobrevivência no mercado, por outro, a sociedade, por meio dos investidores e dos potenciais pode descobrir a respeito da influência que o CEO exerce por meio do poder sobre a sobrevivência das empresas e consequentemente a continuidade dos seus rendimentos.

A título de orientação, menciona-se que este trabalho está organizado da seguinte forma: além do primeiro capítulo com a introdução, o capítulo 2 fornece a fundamentação teórica a respeito do *CEO Power* e a relação com a sobrevivência das empresas, o capítulo 3 descreve a metodologia adotada, o capítulo 4 apresenta os resultados alcançados e as respectivas análises e finalmente o capítulo 5 traz as devidas considerações finais, limitações e sugestões para futuras pesquisas.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 TEORIA DOS ESCALÕES SUPERIORES E DESENVOLVIMENTO DAS HIPÓTESES DE PESQUISA

Hambrick e Mason (1984) foram os precursores da Teoria dos Escalões Superiores (TES), a qual é utilizada como suporte teórico para fundamentar as relações entre a TMT e *performance* organizacional

e as relações dessa com os CEOs. A TES defende que as decisões estratégicas das empresas e o desempenho organizacional são reflexos dos valores e bases cognitivas dos executivos do alto escalão das organizações (HAMBRICK; MASON, 1984).

Na literatura, é perceptível a existência de duas linhas de pesquisa que não necessariamente são excludentes, mas que percorrem caminhos diferentes, sendo uma com foco em todos os executivos que compõem a equipe do alto escalão e outra com foco em um único indivíduo, o CEO. Em detrimento do papel de destaque que o CEO ocupa, a maioria das pesquisas está direcionada a investigar esse executivo de forma exclusiva, como por exemplo nos estudos de Adams, Almeida e Ferreira (2005), Crossland e Hambrick (2007), Greve e Mitsuhashi (2007), Combs et al. (2007), Ramdani e Van Witteloostuijn (2010), Henderson et al. (2010), Galema, Lensink e Mersland (2012), Baldenius, Melumad e Meng (2014), Ntim et al. (2019), Usman et al. (2018), Hsu et al. (2019), Sheikh (2019), Fralich e Bitektine (2020), Bai, Yan e Yu (2019).

Na opinião de Barker e Mueller (2002), esse destaque dado a figura do CEO ocorre porque o papel desse executivo é primordial no processo de tomada de decisão e na maioria dos casos o CEO também controla a formação da TMT, que participa das decisões estratégicas da empresa.

Portanto, entende-se que em algumas empresas o CEO pode possuir determinado poder sobre sua equipe de gestores e dessa forma conseguir influenciar os resultados dessas organizações. Daí surge o tema central desta pesquisa, o poder, que de acordo com Finkelstein (1992) é a capacidade de decisão que um indivíduo tem sobre os demais. Aliado a isso, Carpenter, Geletkanycz e Sanders (2004) argumentam que o poder não é diluído de maneira homogênea entre todos os integrantes da TMT, sendo propenso a se acumular no CEO.

A investigação acerca da influência do CEO *Power* (poder do CEO) na sobrevivência das empresas leva em consideração a visão de Finkelstein (1992), a qual presume que para entender melhor como os gestores influenciam na posição em que a organização se encontra, é importante especificar os gestores de acordo com o seu poder. Isso significa que é preciso verificar se o gestor possui poder sobre as decisões da empresa e que tipo de poder é esse.

Foi nesse intuito e reconhecendo a natureza multidimensional do poder, que Finkelstein (1992) defendeu a existência de quatro dimensões, diferenciando-as quanto ao tipo de influência que o gestor pode exercer sobre uma organização e possibilitando algumas formas de mensuração para cada uma delas. De acordo com esse autor as quatro dimensões do poder são: (a) poder estrutural; (b) poder de propriedade; (c) poder especialista; e (d) poder de prestígio.

2.1.1 Poder estrutural

Essa dimensão do poder está relacionada com a estrutura organizacional e a autoridade hierárquica (HAMBRICK, 1981; BRASS, 1984) dentro da organização. Segundo Finkelstein (1992), o CEO com poder estrutural é superior aos outros membros devido a sua posição organizacional, a qual permite que os CEOs gerenciem as incertezas e controlem seus subordinados. Na opinião de Bach e Smith (2007), essa dimensão trata da capacidade que o executivo tem de influenciar o comportamento e as ações das partes interessadas internas, como gestores subordinados e membros de conselho.

No que se refere ao mercado de capitais, no qual é possível encontrar as empresas que possuem ações negociadas em bolsa, há a separação entre a alta administração, responsável pela gestão da empresa e o Conselho Administrativo (CA) responsável por zelar pelos interesses dos acionistas da empresa e dos demais *stakeholders*. Na opinião de Finkelstein (1992), os CAs, como representantes dos acionistas

de uma empresa, também podem criar incertezas para as equipes de alta gerência, ou seja, podem representar uma barreira para determinadas decisões dos gestores.

Nesse cenário é possível que a mesma pessoa ocupe o cargo de CEO e de Presidente do CA, situação essa que demonstra o poder estrutural do CEO diante de diversas decisões importantes, principalmente aquelas que interveem na sobrevivência das empresas. É nesse sentido que Adams, Almeida e Ferreira (2005) argumentam que o poder estrutural é o poder que o CEO tem sobre o Conselho de Administração e outros executivos que fazem parte do alto escalão, por consequência de sua posição.

Em empresas que possuem CEOs com acúmulo do título de CEO e de presidente do Conselho de Administração, os interesses dos proprietários são sacrificados em favor da administração, gerando oportunismo gerencial, custos de agência e conseqüentemente maior probabilidade dessas empresas não sobreviverem no mercado (POUR, 2015). Essa proposição remete à Teoria da Agência, desenvolvida por Jensen e Meckling (1976), os quais argumentam que os gestores tendem a se aproveitar da posição de agente, para tomar decisões que beneficiam a si próprio em detrimento dos principais, que no caso são os acionistas das empresas. Diante do que foi apresentado, surge a primeira hipótese de pesquisa:

Hipótese 1: O poder estrutural do CEO está relacionado negativamente com a sobrevivência das empresas do mercado de capitais brasileiro.

Tal proposição significa que quando o CEO possui poder estrutural ele pode influenciar negativamente na sobrevivência da empresa, tendo em vista que possui maiores condições de agir em benefício próprio e o monitoramento quanto a essas ações oportunistas do gestor é reduzido, em virtude do mesmo também ocupar o cargo de presidente do CA. Nessa mesma linha de pensamento, estão os estudos de Ting, Chueh e Chang (2017), Gounopoulos e Pham (2018), Korkeamäki, Liljeblom e Pasternack (2017) e Sirén et al. (2018).

2.1.2 Poder de propriedade

Essa segunda dimensão do poder está relacionada a força que o gestor possui em virtude da posição que o mesmo se encontra quanto ao relacionamento entre ele e os demais acionistas (FINKELSTEIN, 1992). Nas ocasiões em que o CEO possui o papel de agente e proprietário da empresa e/ou possui o status de fundador da empresa, Bach e Smith (2007) acreditam que o mesmo possui poder de propriedade na referida organização.

Levando em conta o cenário do mercado de capitais, no qual o gestor também pode ser proprietário de parte do capital da empresa, entende-se que quanto maior sua participação nesse capital, maior é o poder de propriedade que ele possui sobre a empresa. É nesse sentido que Bach e Smith (2007) argumentam que com alto poder de propriedade um CEO pode também selecionar membros para compor os conselhos, os quais tendem a concordar com as opiniões de quem os selecionaram. Korkeamäki, Liljeblom e Pasternack (2017) acrescentam que quando dotados de poder de propriedade, os CEOs estão mais propensos a tomarem decisões de estrutura de capital que maximizem o valor da empresa. Nesse sentido surge a segunda hipótese de pesquisa:

Hipótese 2: O poder de propriedade do CEO está relacionado positivamente com a sobrevivência das empresas do mercado de capitais brasileiro.

Essa hipótese é consistente com a perspectiva de diminuição do conflito de agência, pois espera-se que quanto maior for a propriedade de capital dos CEOs, menor seja a probabilidade das empresas sofrerem com o conflito de agência entre gestores e acionistas e conseqüentemente maior a

possibilidade dessas organizações sobreviverem no mercado (POUR, 2015). De acordo com Bach e Smith (2007), isso acontece porque diante desse cenário as decisões do CEO são tomadas com o intuito de beneficiar a empresa, ao invés de agir em detrimento de seus próprios interesses.

2.1.3 Poder especialista

No que se refere ao poder especialista, o mesmo está relacionado a capacidade dos gestores da alta administração, devido a sua experiência de combater os imprevistos relacionados as suas tarefas, que segundo Thompson (1967) e Porter (1980) podem criar incertezas para a firma quanto aos clientes, fornecedores, concorrentes e governo. Seguindo esse entendimento, Finkelstein (1992) ressalta que os gestores com poder especialista desenvolvem contatos e relacionamentos com os elementos que causam imprevistos no decorrer dos anos, dessa forma, maiores são as chances para lidar com as eventualidades que possam surgir.

Sob o ponto de vista de Hambrick e Mason (1984), o conhecimento e o conjunto de habilidades possuído por uma pessoa, podem derivar da formação que a mesma obteve, logo, pode-se esperar que uma pessoa com formação em cursos de negócios por exemplo, terá uma base cognitiva diferente de outra formada em inglês. Nesse sentido, acredita-se que a experiência do CEO pode ser representada por meio da área de formação do mesmo, uma vez que é esperado dos gestores com formação na área de negócios, a obtenção de bom desempenho no desenvolver das suas atividades empresariais. Diante disso, Finkelstein (1992) acrescenta que os CEOs que possuem poder especialista estão melhores preparados para comandar as incertezas nas quais as organizações incorrem ao desempenhar suas atividades. Em virtude disso, surge a terceira hipótese da presente pesquisa:

Hipótese 3: O poder especialista do CEO está relacionado positivamente com a sobrevivência das empresas do mercado de capitais brasileiro.

Isso significa que CEOs com formação na área financeira ou de negócios, a qual abrange os cursos de Administração, Ciências Contábeis e Ciências Econômicas, possuem poder especialista e dessa forma podem influenciar positivamente na sobrevivência das empresas, uma vez que eles possuem formação superior nessas áreas e portanto, entende-se que os mesmos se prepararam para isso e tendem a tomar decisões estratégicas e guiar as organizações no sentido da continuidade. Vale ressaltar que em pesquisas mais remotas, de acordo com Hambrick e Mason (1984), a inclusão de antecedentes relacionados ao tipo de formação dos gestores em pesquisas macroorganizacionais limitavam-se principalmente a estudos que tentavam prever a inovação das organizações.

2.1.4 Poder de prestígio

O poder de prestígio está relacionado a reputação que os executivos adquirem nas instituições, influenciando a percepção que outros interessados possuem a respeito dele (FINKELSTEIN, 1992).

Sendo assim, é compreensível que os CEOs que possuem prestígio dispõem de maior visibilidade diante do mercado e podem deter algum tipo de vantagem se comparados àqueles que não possuem prestígio, podendo de certa forma afetar as decisões estratégicas das organizações e conseqüentemente seu desempenho. Isso acontece porque os gestores podem adquirir poder por meio dos contatos externos, tendo em vista que esses podem fornecer informações oportunas sobre condições de negócios que, de outra forma, não teriam conhecimento (FINKELSTEIN, 1992).

Conforme tais argumentos, é relevante ressaltar que empresas que possuem CEOs com certo prestígio diante do mercado e da sociedade, são mais visados pelos diversos *stakeholders*, o que favorece,

portanto, a busca por melhores investimentos. É com base nesse argumento que é apresentada a quarta hipótese desta pesquisa:

Hipótese 4: O poder de prestígio do CEO está relacionado positivamente com a sobrevivência das empresas do mercado de capitais brasileiro.

Dessa forma, acredita-se que as empresas que são geridas por CEOs de prestígio possuem maiores possibilidades de sobrevivência no mercado, tendo em vista que CEOs com prestígio possuem maiores condições de obterem informações externas que podem auxiliá-los em melhores decisões.

A respeito da conquista desse prestígio, Leiby (2018) comenta que os executivos podem obter alto prestígio de diversas maneiras e de acordo com D'aveni (1990), independentemente de sua origem, o alto prestígio suscita deferência de outros e é indicado por credenciais de elite como por exemplo, prêmios de determinado setor ou cobertura da mídia.

É nesse contexto que insere-se a forma de mensuração dessa dimensão do poder. Milbourn (2003) sugere que os CEOs que são frequentemente mencionados em mídias públicas ou jornais tendem a ter uma reputação melhor do que aqueles que são mencionados com menos frequência. Esse pensamento é seguido por Weng e Chen (2017) em seu estudo a respeito da relação entre a reputação do CEO e o desempenho financeiro das firmas, sendo esse também o entendimento adotado na presente pesquisa.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

3.1 DEFINIÇÃO DA AMOSTRA E COLETA DOS DADOS

A população desse estudo é formada por todas as companhias de capital aberto que negociam ações na Brasil, Bolsa e Balcão (B3), totalizando 467 empresas, com ações ativas no ano de 2019.

A partir de tais empresas, para a composição da amostra, foi necessário excluir aquelas que fazem parte do setor financeiro, bem como aquelas que não apresentavam todas as variáveis necessárias para a realização da pesquisa. Vale ressaltar que as empresas do setor financeiro foram excluídas em virtude de apresentarem alto grau de alavancagem, o que poderia enviesar os resultados do estudo, já que a alavancagem está incluída no modelo empírico como uma das variáveis de controle da pesquisa.

Os dados financeiros foram obtidos no banco de dados da *Thomson Reuters Eikon®*, enquanto os dados referentes aos CEOs foram coletados por meio da Com Dinheiro, ambos com frequência anual, totalizando 803 observações, analisadas no período de 2010 a 2018. O ano de 2010 foi escolhido como início da série porque foi o primeiro ano de obrigatoriedade da divulgação do Formulário de Referência, o qual contém grande parte dos dados relacionados aos CEOs das companhias abertas da B3. Além disso 2010 foi o ano em que tais empresas adotaram o padrão *Internacional Financial Reporting Standards* (IFRS) de normas contábeis, o que alterou alguns métodos de contabilização a partir desse ano. E 2018 foi escolhido como o último ano da série por ser o ano mais recente com todas as informações financeiras anuais das empresas disponíveis, no momento da coleta.

Tendo em vista que esta pesquisa precisou identificar as empresas que apresentavam maior probabilidade de sobrevivência no mercado de capitais e também aquelas com menor probabilidade, foi criada uma variável dicotômica “Sob”, dando origem a variável dependente, classificando as 803 observações em dois grupos, sendo 371 observações de empresas com maior probabilidade de sobreviver no mercado, ao passo que 432 são àquelas com maior risco de não sobreviverem. Os dois grupos foram formados seguindo as especificações do item 3.2, conforme o escore Z de Altam (1968).

Com base na classificação das empresas como maior probabilidade de sobrevivência e menor probabilidade de sobrevivência, percebe-se, portanto, que grande parte das observações correspondem as companhias que ao longo do período analisado apresentou em algum momento maior risco de falência, ou em zona de alerta, de acordo com o escore Z de Altman (1968), o que denota alguma dificuldade de se manter no mercado de capitais brasileiro.

3.2 MODELO EMPÍRICO DA PESQUISA

Tendo em vista que o objetivo do trabalho consiste em analisar a influência do CEO *Power* na probabilidade de sobrevivência das empresas brasileiras no período de 2010 a 2018, optou-se por utilizar o modelo de Regressão Logística (*Logit*), o qual possui variável dependente binária. A utilização desse método é adequada ao estudo tendo em vista que as empresas foram classificadas em dois grupos, de acordo com o risco de falência no mercado aberto brasileiro no período de 2010 a 2018.

Para que isso fosse possível, utilizou-se o escore Z de Altman (1968), o qual estima a probabilidade de uma empresa não sobreviver no período de um a dois anos. Nesse modelo, os escores com valores abaixo de 1,8 indicam que a empresa está certamente em dificuldades financeiras e o risco de falência é muito alto, enquanto que os escores com valores entre 1,8 e 2,99 representam uma área de incerteza, denotando uma zona de alerta, e empresas que apresentam escores com valores acima de 2,99 não apresentam risco de falência com base na sua capacidade financeira. Sob posse de tais informações, foi criada uma variável dicotômica “*Sob*”, em que, valores acima de 1,8 indicam maior probabilidade de sobrevivência e valores menores indicam menor probabilidade de sobrevivência, ou seja, maior risco de falência.

Quanto ao formato da equação da Regressão Logística aplicada a este estudo, tem-se a Equação Geral:

$$Sob_{i,t} = \frac{1}{1 + e^{-(\beta_0 + \beta_1 Power_Estrut_{i,t} + \beta_2 Power_Prop_{i,t} + \beta_3 Power_Esp_{i,t} + \beta_4 Power_Prest_{i,t} + \beta_5 Tam_{i,t} + \beta_6 Ida_{i,t} + \beta_7 Alav_{i,t} + \beta_8 Lucrat_{i,t} + \epsilon_{i,t})}}$$

Em que:

$Sob_{i,t}$ = variável dependente binária, a qual assume valor 1 quando a empresa tem maior probabilidade de sobreviver e 0 caso contrário;

e = número irracional conhecido como Constante de Napier;

β_0 = constante do modelo;

β_1 a β_8 = coeficientes estimados;

$Power_Estrut_{i,t}$ = representa o poder estrutural do CEO;

$Power_Prop_{i,t}$ = representa o poder de propriedade do CEO;

$Power_Esp_{i,t}$ = representa o poder especialista do CEO;

$Power_Prest_{i,t}$ = representa o poder de prestígio do CEO;

$Tam_{i,t}$ = variável de controle que representa o tamanho das empresas;

$Ida_{i,t}$ = variável de controle que representa a idade do CEO;

$Alav_{i,t}$ = variável de controle que representa a alavancagem das empresas;

$Lucrat_{i,t}$ = variável de controle que representa a lucratividade das empresas.

Para que fosse possível a estimação do modelo *Logit* aplicado a este estudo, foi necessário verificar as medidas de sensibilidade, especificidade, e o percentual de acerto do modelo através do teste da tabela de classificação do modelo.

3.3 DESCRIÇÃO DAS VARIÁVEIS UTILIZADAS NO ESTUDO

Os resultados de Adams, Almeida e Ferreira (2005) sugerem que a interação entre as características dos executivos e as variáveis organizacionais tem importantes consequências para o desempenho das empresas. Nesse sentido, optou-se por incluir no modelo variáveis que representam tanto o poder do executivo principal (CEO) como também variáveis organizacionais que são utilizadas para explicar o desempenho da empresa com relação ao risco de falência no mercado de capitais.

Para melhor especificação das variáveis, tem-se no Quadro 1 as respectivas denominações, as formas de cálculo, bem como os sinais esperados, as bases teóricas que suportam tais variáveis e ainda as fontes nas quais as mesmas foram coletadas. Salienta-se que para a escolha das variáveis que compõe o modelo recorreu-se à literatura acerca da influência do CEO Power nas decisões estratégicas e desempenho das firmas, a exemplo dos estudos de Adams, Almeida e Ferreira (2005), Bach e Smith (2007), Matsunaga e Yeung (2008), Demers e Wang (2010), Pour (2015), e Ting, Chueh e Chang (2017), Korkeamäki, Liljeblom e Pasternack (2017), Li, Munir e Karim (2017), Sirén et al. (2018) e Gounopoulos e Pham (2018).

A respeito da relação entre o poder estrutural (*Power_Estrut*) dos CEOs e a sobrevivência das empresas no mercado aberto, espera-se que seja negativa, pois de acordo Pour (2015), em empresas que possuem a mesma pessoa ocupando o cargo de CEO e de presidente do Conselho de Administração, os interesses dos proprietários são sacrificados em favor da administração, gerando oportunismo gerencial e custos de agência, e conseqüentemente maior probabilidade dessas empresas não sobreviverem no mercado. Finkelstein e D'Aveni (1994) também sugerem que o CEO que atua como presidente do conselho, segue as preferências pessoais de maneira relativamente irrestrita e, portanto, tem mais probabilidade de guiar a empresa em direções arriscadas.

Sobre o poder de propriedade (*Power_Prop*), espera-se que a relação com a sobrevivência da empresa seja positiva, pois, quanto maior a participação do CEO na propriedade da empresa maior a probabilidade dele tomar decisões a favor da melhor desempenho e sobrevivência da empresa.

No que se refere ao poder especialista (*Power_Esp*), espera-se que a relação com a sobrevivência da empresa seja positiva, uma vez que gestores com formação na área de negócios deveriam apresentar bom desempenho no desenvolver das suas atividades empresariais, tomando decisões estratégicas que guiem as organizações no sentido de sobreviver ao mercado.

Com relação ao poder de prestígio (*Power_Prest*), espera-se que a relação com a sobrevivência da empresa seja positiva, uma vez que gestores com boa reputação e visibilidade no mercado podem obter um bom relacionamento com o mercado, auxiliando nas decisões e movendo a empresa para um caminho de continuidade.

As variáveis Tamanho, Idade, Alavancagem, e Lucratividade são incluídas no modelo como variáveis de controle, uma vez que já foram exploradas por alguns artigos a respeito da sobrevivência e desempenho das empresas. A relação do tamanho com a sobrevivência da empresa tradicionalmente é positiva, pois as empresas menores são ineficientes, apresentando um desempenho menor que as empresas maiores, que são mais eficientes e por isso com maior índice de sobrevivência (OLIVEIRA; KAYO, 2020). Martins e Ventura Júnior (2020) verificaram que quanto maior a empresa menor a probabilidade de falência.

Com relação a idade, Pour (2015) por exemplo, considera a idade do CEO como sendo fundamental para o desempenho da empresa, após alguns estudos verificarem que CEOs mais velhos são mais conservadores que os CEO mais jovens, pois estes apresentam comportamentos menos prudentes divulgando informações confidenciais (SERWINEK, 1992; DESHPANDE, 1997). Dessa forma, espera que a relação da idade com a sobrevivência da empresa seja positiva, quanto maior a idade maior a probabilidade da empresa sobreviver.

Quadro 1 - Variáveis dependente, independentes e controles utilizadas no estudo.

Siglas	Denominações	Cálculos	Sinais Esperados	Base Teórica	Fontes dos Dados
<i>Sob</i>	Sobrevivência da Empresa	Variável <i>dummy</i> , sendo 1 se a empresa apresentou maior probabilidade de sobrevivência e 0 caso contrário, com base no escore Z de Altman (1968)		Adaptado de Altman (1968), Guimarães e Alves (2009) e Martins e Ventura Junior (2020)	<i>Thomson Reuters Eikon</i> ®
<i>Power_Estrut</i>	Poder Estrutural	Variável <i>dummy</i> , sendo 1 quando o CEO for também Presidente do Conselho de Administração (CA) e 0 caso contrário	(-)	Finkelstein (1992), Adams, Almeida e Ferreira (2005), Bach e Smith (2007), Ting, Chueh e Chang (2017), Gounopoulos e Pham (2018) e Sirén et al. (2018)	Com Dinheiro
<i>Power_Prop</i>	Poder de Propriedade	Variável <i>dummy</i> , sendo 1 quando o CEO é um dos 5 principais acionistas e 0 caso contrário	(+)	Finkelstein (1992), adaptado de Bach e Smith (2007), Matsunaga e Yeung (2008), adaptado de Pour (2015) e Gounopoulos e Pham (2018), Sprenger et al. (2020)	Com Dinheiro
<i>Power_Esp</i>	Poder Especialista	Variável <i>dummy</i> , sendo 1 quando o CEO possui formação nas áreas de Administração, Contábeis e Economia e 0 caso contrário	(+)	Adaptado de Gounopoulos e Pham (2018)	Com Dinheiro
<i>Power_Prest</i>	Poder de Prestígio	Variável discreta igual a 0 se o CEO não ganhou nenhum prêmio, 1 se ganhou um dos prêmios e 2 se ganhou os dois prêmios ("Melhor CEO do Brasil" da Revista Forbes e "CEO de Valor" do Jornal Valor Econômico)	(+)	Adaptado de Gounopoulos e Pham (2018) e Ting, Chueh e Chang (2017)	Site da Revista Forbes e Site do Jornal Valor Econômico
<i>Tam</i>	Tamanho	Logaritmo natural do Ativo total	(+)	Martins e Ventura Júnior (2020) e Oliveira e Kayo (2020)	<i>Thomson Reuters Eikon</i>
<i>Ida</i>	Idade	Idade do CEO em anos	(+)	Demers e Wang (2010), Pour (2015) e Gounopoulos e Pham (2018)	Com Dinheiro
<i>Ala</i>	Alavancagem	Dívida total/ Capital investido	(-)	Pour (2015), Li, Munir e Karim (2017) e Gounopoulos e Pham (2018)	<i>Thomson Reuters Eikon</i> ®
<i>Lucrat</i>	Lucratividade	Lucro Operacional/ Ativo Total	(+)	Pour (2015), Li, Munir e Karim (2017) e Gounopoulos e Pham (2018)	<i>Thomson Reuters Eikon</i> ®

Fonte: Elaborado pelas autoras (2020).

Quanto a relação da Alavancagem com a sobrevivência das empresas, espera-se que seja uma relação negativa, uma vez que quanto mais endividada a empresa estiver menor é a probabilidade de dela conseguir sobreviver no mercado (POUR, 2015). Por fim, de acordo com Damodaran (2012), a lucratividade mede a eficiência operacional da empresa na geração de lucros de seus ativos, portanto, espera-se que quanto maior a lucratividade maior a probabilidade das empresas sobreviverem pois seus ativos estão sendo lucrativos e estão sendo operacionalmente rentáveis.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

4.1 ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS E CORRELAÇÃO DAS VARIÁVEIS

Para que seja possível conhecer os dados utilizados neste estudo, a Tabela 1 evidencia as estatísticas descritivas acerca das variáveis dependentes, independentes e controles utilizadas. Por meio dessas estatísticas é possível observar um comportamento prévio dos dados.

Optou-se por classificar a amostra em dois grupos, sendo o primeiro composto pelas observações das empresas com maior probabilidade de sobreviver e o segundo grupo composto por aquelas com menor probabilidade de sobrevivência. Conforme mencionado anteriormente, a maioria das observações referem-se as empresas com menor chance de sobreviver, totalizando 432 (57,79% da amostra), enquanto que 371 referem-se aquelas com maior chance de sobrevivência.

Tabela 1 - Resultados das estatísticas descritivas das variáveis no período de 2010 a 2018.

Variáveis	Maior Probabilidade de Sobreviver			Menor Probabilidade de Sobreviver		
	371			432		
Observações	Média	Valor Mínimo	Valor Máximo	Média	Valor Mínimo	Valor Máximo
<i>Power_Estrut</i>	0,148	0,000	1,000	0,194	0,000	1,000
<i>Power_Prop</i>	0,140	0,000	1,000	0,051	0,000	1,000
<i>Power_Esp</i>	0,455	0,000	1,000	0,321	0,000	1,000
<i>Power_Prest</i>	0,118	0,000	1,000	0,106	0,000	1,000
<i>Tam</i>	21,737	17,819	26,971	21,702	16,546	27,525
<i>Ida</i>	52	24	86	51	31	90
<i>Ala</i>	0,261	0,000	0,843	0,413	0,000	9,600
<i>Lucrat</i>	0,294	-0,136	0,904	0,138	-0,714	0,726

Fonte: Elaborado pelas autoras (2020).

No que se refere a variável do poder estrutural (*Power_Estrut*) é possível verificar que nas empresas com menor probabilidade de sobrevivência a média foi maior, ou seja, nas empresas que possuem maior risco de falência haviam maior quantidade de CEOs que ocupavam ao mesmo tempo a cadeira de presidente do CA, indicando uma possível relação negativa com a sobrevivência da empresa, devido ao fato que os CEOs que acumulam tais cargos aumentam os conflitos de interesse e geram oportunismo gerencial (POUR, 2015). Analisando a variável do poder de propriedade (*Power_Prop*), a média apresenta-se maior nas empresas com maior probabilidade de sobrevivência, o que indica uma possível relação positiva com a sobrevivência da empresa, pois quanto maior a propriedade de ações do CEO menor serão os conflitos de agência e maior a possibilidade da empresa sobreviver no mercado.

Em relação ao poder especialista (*Power_Esp*) e ao poder de prestígio (*Power_Prest*) a média foi maior no grupo das empresas com maior probabilidade de sobrevivência, indicando que existem mais CEOs com poder especialista e poder de prestígio nas empresas com menor risco de falência e consequentemente maior probabilidade de sobreviver, o que pode indicar que empresas com CEOs com formação na área de negócios e com notoriedade e reconhecimento podem aumentar a probabilidade da empresa sobreviver.

Com relação as variáveis de controle, a alavancagem (*Ala*) apresentou maior média nas empresas com

menor probabilidade de sobreviver, conforme já era esperado. Quanto a variável lucratividade (*Lucrat*) apresentou maior média no grupo das empresas com maior probabilidade de sobrevivência, sinalizando que empresas com maior risco de falência tendem a ser mais endividadas e menos lucrativas.

Por meio das estatísticas descritivas foi possível perceber que o comportamento de algumas variáveis, como o poder estrutural, poder de propriedade, poder especialista, poder de prestígio, alavancagem e lucratividade, deram indícios das relações esperadas entre as variáveis e a sobrevivência das empresas, uma vez que apresentaram comportamento diferentes em suas médias quando comparados os grupos das observações das empresas com maior e menor probabilidade de sobrevivência. Ademais, as variáveis de controle que representam o tamanho da empresa e a idade do CEO apresentaram médias similares nos dois grupos de empresas analisados.

Em seguida, foram calculadas as correlações entre todas as variáveis, com o objetivo de verificar possíveis associações entre a variável dependente e as independentes. Conforme os resultados apresentados na Tabela 2.

Tabela 2 - Análise de correlação entre as variáveis.

Variáveis	Sob	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
Sob	1,000								
(1)	-0,061*	1,000							
(2)	0,153***	0,138***	1,000						
(3)	0,137***	-0,049	-0,074**	1,000					
(4)	0,026	0,001	-0,071**	0,039	1,000				
(5)	0,003	-0,175***	-0,125***	0,086***	0,079**	1,000			
(6)	0,035	0,206***	0,213***	-0,187***	0,045	-0,034	1,000		
(7)	-0,253***	-0,003	-0,028	0,005	-0,063*	0,217***	-0,086***	1,000	
(8)	0,550***	-0,004	0,164***	0,127***	0,039	-0,108***	0,024	-0,214***	1,0

Legenda: *** significativo a 1%. ** significativo a 5%. * significativo a 10%. Power_Estrut (1); Power_Prop (2); Power_Esp (3); Power_Prest (4); Tam (5); Ida (6); Ala (7); Lucrat (8).

Fonte: Elaborado pelas autoras (2020).

Conforme a Tabela 2, constata-se uma correlação negativa e significativa (10%) entre as variáveis *Sob* e *Power_Estrut*, consistente com a hipótese 1 do estudo, sugerindo uma relação negativa entre o poder estrutural e a sobrevivência da empresa. Encontrou-se ainda uma correlação positiva e significativa (1%) entre a sobrevivência da empresa *Sob* e o poder de propriedade *Power_Prop*, consistente com a hipótese 2, de que o poder de propriedade tem relação positiva com a sobrevivência das empresas.

Do mesmo modo, a hipótese 3, de que o poder de especialista tem relação positiva com a sobrevivência da empresa, verifica-se na tabela 2 uma correlação positiva e significativa (1%) entre as variáveis *Sob* e *Power_Esp*. Vale destacar ainda a correlação negativa e significativa (1%) entre *Sob* e *Ala*, apontando que empresas com maior probabilidade de sobreviver estariam associadas a níveis menores de alavancagem. E ainda, a correlação positiva e significativa (1%) entre *Sob* e *Lucrat*, indicando que empresas com maior probabilidade de sobreviver apresentam maiores níveis de lucratividade.

De modo geral, os coeficientes de correlação encontrados foram discretos, sendo o mais elevado entre a variável dependente *Sob* e a variável *Lucrat* (55%). As demais variáveis apresentaram correlação menor do que 26%, o que indica a ausência de problema de alta correlação entre as variáveis.

4.2 ESTIMAÇÃO DO MODELO LOGIT

Analisou-se a influência do CEO *Power* sob a sobrevivência das empresas brasileiras do mercado de capitais por meio das 4 dimensões do poder: poder estrutural, poder de propriedade, poder especialista e poder de prestígio. A Tabela 3 evidencia os resultados da estimação da regressão logística formada pelas variáveis apresentadas na seção anterior.

Como é possível observar, as variáveis de controle foram incluídas uma por vez: na Eq. 1 foi incluída apenas a variável *Tam*, na Eq. 2 *Tam* e *Ida*, na Eq. 3 *Tam*, *Ida* e *Alav* e por fim a Eq. 4 (modelo geral) com todas as variáveis de controle, *Tam*, *Ida*, *Alav* e *Lucrat*. A partir disso foi possível observar que a Eq. 4 obteve o maior percentual de classificação correta do modelo, se comparada as demais equações, apresentando 74,35% de acertos e apresentando ainda um R² de 24,57%.

Os coeficientes das variáveis foram expostos em suas formas originais e também na sua forma exponenciada (*odds ratio*), para que houvesse melhor compreensão dos resultados, tendo em vista que trata-se de uma regressão logística.

Tabela 3 - Resultados da regressão logística com dados em painel (2010 - 2018).

	Eq. 1			Eq. 2			Eq. 3			Eq. 4		
	Coef	O.R	E.M	Coef.	O.R	E.M	Coef.	O.R	E.M	Coef.	O.R	E.M
Const.	-0,42	0,65		-0,80	0,45		-0,68	0,50		-3,59***	0,02	
(1)	-0,45**	0,63	-0,10	-0,50**	0,60	-0,12	-0,41**	0,66	-0,09	-0,35*	0,70	-0,08
(2)	1,31***	3,72	0,30	1,24***	3,45	0,29	1,29***	3,65	0,30	0,90**	2,47	0,22
(3)	0,62***	1,86	0,15	0,65***	1,91	0,16	0,69***	2,00	0,17	0,35***	1,42	0,08
(4)	0,18	1,20	0,04	0,16	1,18	0,04	0,03	1,03	0,00	-0,14	0,86	-0,03
(5)	-0,00	0,99	0,00	-0,00	0,99	-0,00	0,04	1,04	0,01	0,11***	1,12	0,02
(6)				0,00	1,01	0,00	0,00	1,00	0,0010	0,00	0,99	0,00
(7)							-3,06***	0,04	-0,75	-2,56***	0,07	-0,63
(8)										8,17***	3533,53	2,02
Obs.			803			803			803			803
Class.			60,15%			59,40%			67,87%			74,35%
Pseudo R ²			0,0390			0,0401			0,093			0,2457
LR Chi (j)			43,23			44,49			103,11			272,42

Legenda: O.R. = Odds Ratio; E.M. = Efeito Marginal *** significativo a 1%. ** significativo a 5%. * significativo a 10%.
 Power_Estrut (1); Power_Prop (2); Power_Esp (3); Power_Prest (4); Tam (5); Ida (6); Ala (7); Lucrat (8).
 Fonte: Elaborado pelas autoras (2020).

Conforme a Tabela 3, as evidências dos testes em todas as equações, sugerem que a variável *Power_Estrut* se mostrou estatisticamente significativa, implicando que o CEO que possui poder estrutural na empresa em que atua, influencia negativamente na probabilidade dessa empresa sobreviver no mercado, corroborando com a Hipótese 1 desse estudo. Essa evidência está em acordo com o que é preconizado pela Teoria da Agência (JENSEN; MECKLING, 1976), em que os CEOs que também ocupam o cargo de Presidente do Conselho de Administração tendem a agir em benefício próprio e não no interesse dos acionistas, em virtude do oportunismo gerencial. Embora o presente estudo diferencie-se por contemplar todas as empresas listadas em uma bolsa brasileira e não apenas empresas que abriram IPO recentemente, esse resultado também está de acordo com o que foi encontrado na pesquisa de Pour (2015), o qual analisou a sobrevivência de empresas pós-IPO na China, indicando a persistência da relação entre esse tipo de poder do CEO e a sobrevivência das empresas no mercado.

Estatisticamente, o efeito marginal médio da variável *Power_Estrut* foi de -0,085 na Eq. 4, indicando que o fato dos CEOs possuírem poder estrutural diminui a probabilidade de sobrevivência das empresas em 8,5%. Analisando o *odds ratio* é possível inferir que quando o CEO também for presidente do CA (CEO com poder estrutural), a chance da empresa sobreviver diminui em 29,6%.

O poder de propriedade do CEO também se mostrou significativo estatisticamente, em todas as equações evidenciadas, para a probabilidade de sobrevivência das empresas, não rejeitando a Hipótese 2 desse estudo, implicando que o poder de propriedade do CEO está relacionado positivamente com a sobrevivência das empresas do mercado de capitais brasileiro. Esse resultado também está de acordo com a Teoria da Agência, pois existe uma perspectiva de diminuição do conflito de agência entre gestores e acionistas e conseqüentemente maior a possibilidade dessas organizações sobreviverem no mercado (POUR, 2015), tendo em vista que o CEO também é proprietário da empresa e nessa situação tende a agir em prol da organização.

Ao analisar o efeito marginal médio da variável *Power_Prop* na Eq. 4, observa-se que o fato do CEO possuir poder de propriedade aumenta a probabilidade de sobrevivência da empresa em 22%. Analisando o *odds ratio* é possível deduzir que quando o CEO tem participação no capital da empresa, a chance da empresa sobreviver se eleva em 147,4%.

Quanto ao poder especialista (*Power_Esp*), os resultados mostram que o fato do CEO ser formado em cursos da área de negócios confere a ele o poder de influenciar na sobrevivência da empresa em que atua, o que implica na aceitação da Hipótese 3 dessa pesquisa. Esses resultados revelam que CEOs com formação na área de negócios estão mais preparados a tomar decisões estratégicas e guiar as organizações no sentido da continuidade. Analisando estatisticamente, por meio da Eq. 4, é possível inferir de acordo com o *odds ratio* que quando o CEO é formado na área de negócios a chance da empresa sobreviver aumenta em 42,3%.

Quanto ao poder de prestígio (*Power_Prest*), os resultados mostram que CEOs com boa reputação e com reconhecimento no mercado não interfere na probabilidade de sobrevivência da empresa, o que remete a não aceitação da Hipótese 4 dessa pesquisa, a qual preconiza que o poder de prestígio do CEO está relacionado positivamente com a sobrevivência das empresas do mercado de capitais brasileiro. Esse resultado vai ao encontro da opinião de Tang et al. (2011) sobre o poder de prestígio do CEO não ser uma medida que apresenta relação com a sobrevivência da empresa no mercado ou com seu desempenho organizacional.

A partir de tais evidências, percebe-se que os CEOs podem exercer influenciar na sobrevivência das empresas brasileiras de capital aberto por meio dos seus poderes, estrutural, de propriedade e especialista, contribuindo de tal maneira para a formação de um perfil de CEO com características que podem ser benéficas ou não para a continuidade das organizações. Tais resultados também representam um avanço na literatura a respeito da temática, uma vez permite uma visão mais holística da determinação do CEO *Power* na sobrevivência das empresas do mercado brasileiro, se utilizando de um índice de sobrevivência (score z) já validado empiricamente e explorando uma série de dados financeiros para uma análise de longo prazo, trazendo maior confiabilidade das informações.

No que se refere as variáveis de controle, apenas a idade do CEO (*ida*) não foi significativa, enquanto que o tamanho (*Tam*), a alavancagem (*Ala*) e a lucratividade (*Lucrat*) se mostraram determinantes para a ocorrência do evento de sobrevivência das empresas, todas significantes a 1% na Eq. 4. Conforme era esperado, o tamanho apresentou uma relação positiva com a sobrevivência das empresas, indicando que quanto maior a empresa maior a probabilidade da empresa sobreviver. Esse resultado também foi condizente com os resultados de Martins e Ventura Júnior (2020) ao investigar o mercado de capitais brasileiro. O *odds ratio* foi de (1,120 - 1), indicando que a chance das empresas sobreviver por ser maior, aumenta em 12%.

A variável alavancagem, como já era esperado, apresentou uma relação negativa com a sobrevivência das empresas, indicando que quanto mais endividada a empresa estiver menor é a probabilidade dela conseguir sobreviver no mercado, consoante com os resultados encontrados por Pour (2015). O *odds ratio* foi de (0,077 - 1), mostrando que empresas mais endividadas diminui a probabilidade de sobrevivência em 92,3%.

Por fim, a variável lucratividade (*Lucrat*), também como já esperado, apresentou uma relação positiva com a sobrevivência das empresas, indicando que quanto maior a lucratividade maior a probabilidade das empresas sobreviverem. O efeito marginal médio dessa variável foi de 2,028, indicando que o aumento da lucratividade aumenta a probabilidade de sobrevivência da empresa em 202,8%.

Embora não tenha sido o objetivo desse trabalho, os resultados evidenciaram também que o modelo completo estimado para a sobrevivência das empresas brasileiras de capital aberto no período de 2010 a 2018, representado pela Eq. 4, conseguiu prever corretamente 24,57% dos 803 casos analisados, percentual recorrente em trabalhos de finanças e contabilidade. Além disso, no que se refere ao teste de classificação do modelo, o mesmo revelou que o modelo elaborado apresenta um percentual de 74,35% de classificação total correta, indicando um bom nível de ajustamento das variáveis aos dados.

4.3 TESTE DE ROBUSTEZ

Devido a variável dependente ter sido criada por meio do escore Z de Altman (1968), sendo (1) para valores acima de 1,8 que indicam maior probabilidade de sobrevivência e (0) para valores menores que indicam maior risco de falência. A zona de alerta com valores entre 1,8 e 2,99 foram consideradas na área de maior probabilidade de sobrevivência.

Por isso, com intuito de testar a robustez dos resultados, foi criada uma nova variável dependente (*SobM*), a partir da mediana do Score Z que obteve valor de 1,61. A partir da mediana, formou-se uma variável *dummy*, sendo (1) para as observações com escores acima de 1,61, representando maior probabilidade de sobrevivência e (0) para escores menores ou iguais a 1,61, representando menor probabilidade de sobrevivência das empresas. Para a estimação, foi utilizado o modelo geral (equação 4) e o mesmo teste de avaliação, modelo *Logit*, o qual apresentou um percentual de acerto do modelo através do teste da tabela de classificação, resultando em um percentual de 76,37%, indicando a classificação correta e o bom nível de ajustamento aos dados.

Os resultados se mantiveram semelhantes aos encontrados no modelo original, com as variáveis *Power_Estrut* (relação negativa), *Power_Prop* (relação positiva), *Power_Esp* (relação positiva), *Tam* (relação positiva), *Alav* (relação negativa) e *Lucrat* (relação positiva) como significativamente relacionadas à probabilidade de sobrevivência das empresas, assim como observado no item 4.2.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo dessa pesquisa foi analisar a influência do CEO *Power* na probabilidade de sobrevivência das empresas brasileiras no mercado de capitais, considerando o período de 2010 a 2018. Para que esse objetivo fosse alcançado utilizou-se a regressão logística e analisou-se o CEO *Power* sob 4 dimensões, sendo: poder estrutural, poder de propriedade, poder especialista e poder de prestígio.

Os resultados apontaram para a confirmação da Hipótese 1 da pesquisa, implicando que o poder estrutural do CEO influencia negativamente na probabilidade de sobrevivência das empresas. Estatisticamente, considerando a amostra utilizada, é possível inferir que quando o CEO tem poder estrutural, a chance da empresa sobreviver diminui em 29,6%. Isso vai ao encontro do que é defendido pela Teoria da Agência, deixando evidente que o CEO com poder estrutural age de forma a beneficiar a si próprio em detrimento da sobrevivência da organização.

As Hipóteses 2 e 3 referentes as relações dos poderes de propriedade e especialista com a sobrevivência das empresas também foram aceitas para as empresas do mercado de capitais brasileiro. A aceitação dessas hipóteses sugere que quando o CEO tem participação no capital da empresa, e que quando é formado na área de negócios a chance da empresa sobreviver aumenta em 147,4% e 42,3%, respectivamente. Esses resultados revelam que CEOs com poder de propriedade tomam decisões para valorizar a empresa ao invés de agir com base em seus próprios interesses (BACH; SMITH, 2007), e que CEOs com formação na área de negócios estão mais preparados para combater imprevistos e decisões estratégicas a fim de aumentar a sobrevivência das empresas.

Finalmente, a Hipótese 4 referente a relação do poder de prestígio com a sobrevivência das empresas não foi aceita. Esse resultado condiz com o estudo de Tang et al. (2011), no qual também foram encontradas evidências de que o poder de prestígio não tem relação com a sobrevivência das empresas no mercado de capitais.

De maneira geral, esses resultados são interessantes pois revelam que mesmo em um cenário em que a maioria das empresas possui alta concentração de propriedade, o poder dos CEOs pode ser determinante para a sobrevivência das empresas, ou seja, pode revelar que esses profissionais podem interferir de alguma forma no desempenho organizacional e na continuidade das firmas.

Em virtude das evidências aqui apresentadas, elenca-se como limitações: i) exploração apenas do mercado de capitais brasileiro; e, ii) não abrangência de todas as empresas de capital aberto da B3 por falta de dados disponíveis nas bases de dados. Nesse sentido, sugere-se a observação das limitações levantadas, além de analisar outras características dos CEOs, como por exemplo o tempo de mandato, o *turnover*, e procurar controlar os fatores que podem ser considerados limitadores das ações dos CEOs, como a cultura da empresa, setor regulado, concentração acionária e outros fatores a serem identificados.

REFERÊNCIAS

- ADAMS, R. B.; ALMEIDA, H.; FERREIRA, D. Powerful CEOs and their impact on corporate performance. **The Review of Financial Studies**, v. 18, n. 4, p. 1403-1432, 2005.
- ALTMAN, E. I. Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy. **The Journal of Finance**, v. 23, n. 4, p. 589-609, 1968.
- AMEDU, S.; DULEWICZ, V. The relationship between CEO personal power, CEO competencies, and company performance. **Journal of General Management**, v. 43, n. 4, p. 188-198, 2018.
- BACH, S. B.; SMITH, A. D. Are powerful CEOs beneficial to post-IPO survival in high technology industries? An empirical investigation. **The Journal of High Technology Management Research**, v. 18, n. 1, p. 31-42, 2007.
- BACHMANN, R. L.; LOYEUNG, A.; MATOLCSY, Z. P.; SPIROPOULOS, H. Powerful CEOs, cash bonus contracts and firm performance. **Journal of Business Finance & Accounting**, v. 47, n. 1-2, p. 100-131, 2020.
- BAKER, T. A.; LOPEZ, T. J.; REITENGA, A. L.; RUCH, G. W. The influence of CEO and CFO power on accruals and real earnings management. **Review of Quantitative Finance and Accounting**, v. 52, n. 1, p. 325-345, 2019.
- BARKER, V. L.; MUELLER, G. C. CEO Characteristics and Firm R&D Spending. **Management Science**, v. 48, n. 6, p. 782-801, 2002.
- BALDENIUS, T.; MELUMAD, N.; MENG, X. Board composition and CEO power. **Journal of Financial Economics**, v. 112, n. 1, p. 53-68, 2014.
- BAI, L.; YAN, X.; YU, G. Impact of CEO media appearance on corporate performance in social media. **The North American Journal of Economics and Finance**, v. 50, p. 100996, 2019.
- BALDENIUS, T.; MELUMAD, N.; MENG, X. Board composition and CEO power. **Journal of Financial Economics**, v. 112, n. 1, p. 53-68, 2014.
- BRASS, D. J. Being in the right place: A structural analysis of individual influence in an organization. **Administrative Science Quarterly**, v. 29, n. 4, p. 518-539, 1984.

CARPENTER, M. A.; GELETKANYCZ, M. A.; SANDERS, W. G. Upper echelons research revisited: antecedents, elements, and consequences of top management team composition. **Journal of Management**, v. 30, n. 6, p. 749–778, 2004.

COMBS, J. G.; KETCHEN JR. D. J.; PARRYMAN, A. A.; DONAHUE, M. S. The moderating effect of CEO power on the board composition-firm performance relationship. **Journal of Management Studies**, v. 44, n. 8, p. 1299-1323, 2007.

CROSSLAND, C.; HAMBRICK, D. C. How national systems differ in their constraints on corporate executives: a study of CEO effects in three countries. **Strategic Management Journal**, v. 28, n. 8, p. 767-789, 2007.

DAILY, C. M.; JOHNSON, J. L. Sources of CEO power and firm financial performance: a longitudinal assessment. **Journal of Management**, v. 23, n. 2, p. 97–117, 1997.

DAMODARAN, A. **Investment valuation: tools and techniques for determining the value of any asset**. 3. rd. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, 2012.

D'AVENI, R. A. Top managerial prestige and organizational bankruptcy. **Organization Science**, v. 1, n. 2, p. 121-142, 1990.

DEMERS, E. A.; WANG, C. The Impact of CEO career concerns on accruals based and real earnings management. **SSRN Electronic Journal**, 2010. DOI: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1466029>. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1466029. Acesso em: 05 out. 2019.

DESHPANDE, S.P. Managers' perception of proper ethical conduct: the effect of sex, age, and level of education. **Journal of Business Ethics**, v. 16, n. 1, p. 79–85, 1997.

FINKELSTEIN, S. Power in top management teams: dimensions, measurement, and validation. **Academy of Management Journal**, v. 35, n. 3, p. 505–538, 1992.

FINKELSTEIN, S.; D'AVENI, R.A. CEO duality as a double-edged sword: how boards of directors balance entrenchment avoidance and unity of command. **Academy of Management Journal**, v. 37, n. 5, p. 1079-1108, 1994.

FRALICH, R.; BITEKTINE, A. “Invincibles” and “invisibles”: CEO status and the ‘matthew effect’ in strategic decision-making. **Long Range Planning**, v. 53, n. 3, p. 101887, 2020.

GALEMA, R.; LENSINK, R.; MERSLAND, R. Do powerful CEOs determine microfinance performance? **Journal of Management Studies**, v. 49, n. 4, p. 718-742, 2012.

GOUNOPOULOS, D.; PHAM, H. Specialist CEOs and IPO survival. **Journal of Corporate Finance**, v. 48, p. 217–243, 2018.

GREVE, H. R.; MITSUHASHI, H. Power and glory: concentrated power in top management teams. **Organization Studies**, v. 28, n. 8, p. 1197-1221, 2007.

GUIMARÃES, A. L. S.; ALVES, W. O. Prevendo a insolvência de operadoras de planos de saúde. **Revista de Administração de Empresas**, v. 49, n. 4, p. 459-471, 2009.

HAMBRICK, D.C. Environment, strategy, and power within top management teams. **Administrative Science Quarterly**, v. 26, n. 2, p. 253–276, 1981.

HAMBRICK, D.C.; MASON, P. Upper-echelon: the organization as a reflection of its top Managers. **Academy Management Review**, v. 9, n. 2, p. 193–206, 1984.

HANNAN, M. T.; FREEMAN, J. H. The population ecology of organizations. **American Journal of Sociology**, v. 82, n. 5, p. 929-64, 1977.

HENDERSON, B. C.; MASLI, A.; RICHARDSON, V. J.; SANCHEZ, J. M. Layoffs and chief executive officer (CEO) compensation: does CEO power influence the relationship? **Journal of Accounting, Auditing & Finance**, v. 25, n. 4, p. 709-748, 2010.

HSU, S.; LIN; S.-W.; CHEN, W.-P.; HUANG, J.-W. CEO duality, information costs, and firm performance. **The North American Journal of Economics and Finance**, p. 101011, 2019. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.najef.2019.101011>. Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S1062940818305679?via%3Dihub>. Acesso em: 12 nov. 2019.

JAIN, B. A.; KINI, O. The impact of strategic investment choices on post-issue operating performance and survival of us IPO firms. **Journal of Business Finance & Accounting**, v. 35, n. 3-4, p. 459- 490, 2008.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: managerial. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

KORKEAMÄKI, T.; LILJEBLOM, E.; PASTERNAK, D. CEO power and matching leverage preferences. **Journal of Corporate Finance**, v. 45, p. 19–30, 2017.

KROLL, M.; LE, S. The impact of board composition and top management team ownership structure on post-IPO performance in young entrepreneurial firms. **Academy Management Journal** v. 50, n. 5, p. 1198–1216, 2007.

LEIBY, J. The role of consultants and management prestige in management control system adoption. **Accounting, Organizations and Society**, v. 66, p. 1-13, 2018.

LI, M.; JONES, C. D. The effects of TMT faultlines and CEO-TMT power disparity on competitive behavior and firm performance. **Group & Organization Management**, v. 44, n. 5, p. 874-914, 2019.

LI, T.; MUNIR, Q.; KARIM, M. R. A. Nonlinear relationship between CEO power and capital structure: Evidence from China's listed SMEs. **International Review of Economics and Finance**, v. 47, p. 1-21, 2017.

MACKAY, A. The effect of CEOs on firm performance. **Strategic Management Journal**, v. 29, n. 12, p. 1357- 1367, 2008.

MATSUNAGA, S. R.; YEUNG, P. E. Evidence on the Impact of a CEO's Financial Experience on the Quality of the Firm's Financial Reports and Disclosures. **AAA 2008 Financial Accounting and Reporting Section (FARS) Paper**, p. 41, 2008. DOI: <https://doi.org/10.2139/ssrn.1014097>. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1014097. Acesso em: 21 jan. 2020.

MARTINS, O. S.; VENTURA JÚNIOR, R. Influência da governança corporativa na mitigação de relatórios financeiros fraudulentos. **Revista Brasileira de Gestão de Negócios**, v. 22, n. 1, p. 65-84, 2020.

MILBOURN, T. T. CEO reputation and stock-based compensation. **Journal of Financial Economics**, v. 68, n. 2, p. 233-262, 2003.

NTIM, C. G.; LINDOP, S.; THOMAS, D. A.; ABDOU, H.; OPONG, K. K. Executive pay and performance: the moderating effect of CEO power and governance structure. **The International Journal of Human Resource Management**, v. 30, n. 6, p. 921-963, 2019.

OLIVEIRA, R. L.; KAYO, E. K. Alavancagem e oportunidades de investimento: o efeito nas empresas de alto crescimento. **Revista Contabilidade & Finanças - USP**, v. 31, n. 83, p. 302-317, 2020.

POUR, K., E. IPO survival and CEOs' decision-making power: The evidence of China. **Research in International Business and Finance**, v. 33, p. 247–267, 2015.

PORTER, M. E. **Competitive strategy**. New York: Free Press, 1980.

RAMDANI, D.; VAN WITTELOOSTUIJN, A. Board independence, CEO duality and firm performance: a quantile regression analysis for Indonesia, Malaysia, South Korea and Thailand. **British Journal of Management**, v. 21, n. 3, p. 607-626, 2010.

SERWINEK, P.J. Demographic and related differences in ethical views among small businesses. **Journal Business Ethics**, v. 11, n. 7, p. 555–566, 1992.

SHEIKH, S. An examination of the dimensions of CEO power and corporate social responsibility. **Review of Accounting and Finance**, v. 18, n. 2, p. 221-244, 2019.

SIRÉN, C.; PATEL, P. C.; ÖRTQVIST, D.; WINCENT, J. CEO burnout, managerial discretion, and firm performance: the role of CEO locus of control, structural power, and organizational factors. **Long Range Planning**, v. 51, n. 6, p. 953-971, 2018.

SPRENGER, K. B.; KRONBAUER, C. A.; COSTA, C. M.; PEREIRA, T. P. Powerful CEOs: desenvolvimento de uma métrica de determinação do poder e sua aplicação no âmbito da remuneração executiva. In: USP INTERNATIONAL CONFERENCE IN ACCOUNTING, 20, 2020, São Paulo. Anais [...]. São Paulo: USP, 2020. Disponível em: <https://congressosp.fipecafi.org/anais/Anais2020/ArtigosDownload/2350.pdf>. Acesso em: 25 jun. 2020.

TING, H.-I.; CHUEH, H.; CHANG, P.-R. CEO power and its effect on performance and governance: Evidence from Chinese banks. **Emerging Markets Review**, v. 33, p. 42–61, 2017.

THOMPSON, J. D. **Organizations in action**. New York: McGraw-Hill, 1967.

USMAN, M.; ZHANG, J.; FAROOQ, M. U.; MAKKI, M. A. M.; DONG, N. Female directors and CEO power. **Economics Letters**, v. 165, p. 44-47, 2018.

VELTE, Patrick. Does CEO power moderate the link between ESG performance and financial performance?. **Management Research Review**, v. 43, n.5, p. 497-520, 2020.

WASSERMAN, N.; NOHRIA, N.; ANAND, B. **When does leadership matter? A contingent opportunities view of CEO leadership**. Chap. 2 in Handbook of leadership theory and practice, Eds. Nitin Nohria and Rakesh Khurana. 2010.

WENG, P. S.; CHEN, W. Y. Doing good or choosing well? Corporate reputation, CEO reputation, and corporate financial performance. **The North American Journal of Economics and Finance**, v. 39, p. 223-240, 2017.

Endereço dos Autores:

Universidade Federal do Pará
Faculdade de Ciências Contábeis
Rua Augusto Corrêa, 01
Sala SE 02
Belém – PA – Brasil
66075-110