

O Tempo de Mandato do CEO e o Desempenho das Empresas: Um Estudo Comparativo de Empresas Familiares e não Familiares Brasileiras

CEO Tenure and Firms' Performance: A Comparative Study of Family and Non family Brazilian companies

Guilherme Três

Mestre em Administração pelo PPGA da Universidade Nove de Julho - UNINOVE, São Paulo, Brasil
guis3@hotmail.com

Fernando Serra

Coordenador da linha de pesquisa em Estratégia

Professor e pesquisador do Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Nove de Julho – UNINOVE, São Paulo, Brasil

fernandoars@uninove.br

Manuel Portugal Ferreira

Doutor em Administração pela Universidade de Utah

Professor de Estratégia no PPGA da Universidade Nove de Julho - UNINOVE, São Paulo, Brasil

manuel.portugal.ferreira@gmail.com

Editor Científico: José Edson Lara
Organização Comitê Científico
Double Blind Review pelo SEER/OJS
Recebido em 27.10.2014
Aprovado em 05.11.2014



Este trabalho foi licenciado com uma Licença Creative Commons - Atribuição – Não Comercial 3.0 Brasil

RESUMO

A maioria das empresas brasileiras são empresas familiares (EF), mas o campo de estudos de empresas dessa natureza é ainda jovem, especialmente em relação ao impacto dos CEOs no desempenho dessas empresas. Espera-se que a governança corporativa tenha um impacto positivo no desempenho das empresas, pela sua influência nas ações do CEO. No entanto, embora as empresas familiares sejam distintas das não familiares, um grande número de trabalhos sobre as características do CEO e seu desempenho as considera indistintas. De forma a compreender essa diferença e seus efeitos, neste trabalho foram utilizados dados secundários de desempenho de 73 empresas brasileiras, entre 1997 e 2012, listadas na BM&F BOVESPA, e dados primários coletados em questionário sobre seus CEOs. Foram testadas três hipóteses sobre a influência do tempo de mandato do CEO no desempenho das empresas, tanto em empresas de controle familiar quanto não familiar. Os resultados indicam que, para empresas familiares, o tempo de mandato do CEO tem relação em forma de U com o desempenho da empresa. Para empresas não familiares, foi observado que o tempo de mandato do CEO tem influência positiva no desempenho da empresa. A governança corporativa possui efeito distinto em empresas familiares e não familiares. No caso de empresas não familiares, modera positivamente a relação entre o tempo de mandato do CEO e o desempenho dessas empresas. Este artigo contribui para melhor compreender os aspectos de governança em empresas brasileiras e a sua influência sobre o desempenho e o tempo de mandato dos CEOs brasileiros. Também contribui para a prática, a partir de reflexões relacionadas à sucessão, ao papel da governança e às atuações de curto e de longo prazo de desempenho.

Palavras-chave: Tempo de mandato; Empresas familiares; CEO.

ABSTRACT

Family businesses (FB) respond for most of Brazilian companies, but FB is still a young field of study, specially regarding the impact of CEOs in companies' performance. The underlying assumption would be that tenure of a CEO would be directly related with good performance. Corporate governance as expected should have a moderate positive impact on business performance, due to the influence over CEOs actions. We use secondary data on the performance of 73 Brazilian listed companies at BM&F BOVESPA and primary data collected by survey of tenure of their CEOs. We tested three hypothesis on the influence of the CEOs tenure on the performance of the firms between 1997 and 2012, for family and non-family firms. The results indicate that CEOs tenure on family firms has an inverted U relation, and for non-family positive relation. Governance positively mediates the results. It indicates that it has a stronger effect over non-family business firms. This article contributes to a better understanding of the impact of Brazilian CEOs in FB. It also gives practical advices concerning CEOs tenure and their succession or substitution in FB.

Keywords: CEO tenure; Family business; CEO.

1 INTRODUÇÃO

Uma das características mais estudadas do CEO é o tempo de mandato e sua relação com diferentes indicadores de desempenho (Hambrick & Fukutomi, 1991; Henderson, Miller & Hambrick, 2006; Simsek, 2007; Jaw & Lin, 2009). O mandato pode ser considerado de certa forma uma proxy para a experiência, pois significa que o CEO aprende durante o tempo em que exerce sua função (Reed & Reed, 1989; Angriawan & Abebe, 2011). Consideramos a experiência como a capacidade do indivíduo de usar a sua existência passada na tomada de decisão (Kutz, 2008). A experiência de um CEO tem papel e impacto importante nas escolhas estratégicas de uma empresa (Henderson *et al.*, 2006), e seu tempo de mandato pode impactar positiva ou negativamente no desempenho da empresa, dependendo da fase do ciclo de vida deste mandato (Miller & Shamzie, 2001).

Os negócios familiares (FB) representam a maior parte das empresas existentes (Gersick, Davis, Hampton & Lansberg., 1997). Diversos autores concordam que FB é um campo relativamente novo de estudo (Wortman, 1994; Neubauer & Lank, 1998; Casillas & Acedo, 2007) e que FB é um tipo específico de empresa com desafios diferentes em relação às empresas de controle não familiar (Shanker & Astracham, 1996; Litz, 1995; Donckels & Frölich, 1991; Wortman, 1994; Handler, 1989; Gersick *et al.*, 1997). Predominantemente, os estudos de FB estão focados na sucessão (por ex., Beckhard & Dyer, 1983; Handler & Khram, 1988; Churchill & Hatten, 1987; Sharma, Chrisman & Chua, 2003), mas com um conjunto significativo de trabalhos dedicados à governança corporativa (por exemplo, Dino, Lubatkin, Schulze & Ling, 2005; Miller & Le Breton-Miller, 2007). Neste trabalho, o foco predominante será o tempo de mandato do CEO (neste caso, relacionado com a sucessão) e a empresa familiar (comparando com a empresa não familiar). A governança corporativa, pelo crescente interesse nos estudos de FB, foi considerada para verificar seu efeito na moderação do tempo de mandato.

De acordo com Cassillas e Acedo (2007), a pesquisa de fronteira de FB não pode pensar em sucessão como tema único, mas como um tema importante. Benavides-Velasco, Quintana-Garcia e Guzmán-Parra (2013) apontam também que seria importante analisar o impacto da diversidade demográfica e funcional das equipes de alto escalão no desempenho das empresas. Os trabalhos acadêmicos

em estratégia e sobre a teoria do alto escalão apontam para a importância da gestão de topo – *Top Management Team* (TMT) - para a formulação e execução da estratégia para o desempenho adequado das empresas (Hambrick & Mason, 1984; Eisenhardt, Kahwajy & Bourgeois, 1997). De acordo com a teoria do alto escalão, os atributos dos executivos são fatores que influenciam a tomada de decisão estratégica, impactando decisivamente no desempenho das empresas (Hambrick & Mason, 1984). Compreender o impacto dos CEOs no desempenho das empresas é relevante, ainda mais para FB.

Neste trabalho, buscamos explicar o efeito do tempo de mandato na FB sobre o desempenho, visando compreender a diferença entre empresas familiares e não familiares. Consideramos a governança corporativa como moderadora nesta relação, pelo efeito distinto nas empresas familiares (Claessens, Djankov & Lang, 2000; Lange, 2009; Koeberle-Schmid, Brockhoff & Witt, 2009). Este artigo, assim, contribui para os estudos da teoria do alto escalão (Hambrick & Mason, 1984) ao mostrar um comportamento diferente do tempo de mandato do CEO quando relacionado com indicadores contábeis de desempenho tradicionais, comparando FB com empresas não familiares, sob a influência da governança corporativa. Mostra a importância da governança e seus efeitos sobre o desempenho de uma empresa, e como esse é um aspecto crítico para FB (Casillas & Acedo, 2007). Também é importante ressaltar que o contexto faz diferença para compreender o efeito da liderança em seus ambientes e da dimensão do seu efeito sobre o resultado (Crossland & Hambrick, 2007), especialmente para o caso das FB.

O artigo está organizado em quatro partes. Na primeira parte revemos a literatura fundamental sobre o tempo de mandato de CEO e seu impacto na empresa, incluindo FB, bem como as discussões relacionadas à governança corporativa, a partir da qual apresentamos um conjunto de hipóteses. Seguimos expondo o método de pesquisa, incluindo a coleta de dados, amostra, variáveis e análises. Concluimos com uma discussão ampla, apontando as limitações do trabalho e as sugestões para trabalhos futuros.

2 MODELO CONCEITUAL E HIPÓTESES

2.1 Tempo de mandato do CEO e empresas familiares

A teoria do alto escalão (Hambrick & Mason, 1984) é considerada como um ramo importante da pesquisa em tomada de decisão estratégica que considera o impacto do CEO e seu TMT no desempenho da empresa (Eisenhardt, Kahwajy & Bourgeois, 1997). Esta abordagem teórica é apontada por Hoskisson, Hitt, Wan e Yiu, 1999) como um sub-ramo da visão baseada em recursos (RBV), por considerar o CEO como um “recurso único potencial” (Hoskisson *et al.*, 1999, p. 44) e tem como finalidade investigar características observáveis do CEO como um potencial indicador de seu desempenho pessoal.

As empresas familiares são um campo potencial para receber a contribuição dos estudos da teoria do alto escalão, pois, como foi observado por Casillas e Acedo (2007), as FB não devem ser compreendidas somente como o oposto das empresas de controle não familiar (Shanker & Astrachan, 1996; Uhlener, 2005). A partir deste ponto de vista, é importante compreender, a partir das características observáveis do CEO, como o tempo de mandato, nas FB, tem impacto nesta forma de organização, para um comportamento e desempenho distinto em relação ao das empresas não familiares (Chrisman, Steier; Chua, 2008).

Diversos estudos observaram que o CEO da FB fica no cargo duas a três vezes mais tempo que em empresas não familiares (McConaughy, 2000; Ward, 2004; Tsai, Knutson & Fung, 2006), com tempos de mandato que usualmente excedem os quinze anos (Miller & Le Breton-Miller, 2005). Alguns apontam isto como uma característica positiva, pois, com maior tempo de mandato, um CEO pode compreender melhor e mais profundamente a empresa (Miller & Shamsie, 2001). Usualmente os CEOs das FB pertencem à família que detém a propriedade do negócio e, por isto, têm a oportunidade de aprender com seus parentes sobre o negócio (Lansberg, 1999). Eles também buscam investimentos de longo prazo, visando à sustentabilidade e proteção da propriedade da família (Le Breton-Miller & Miller, 2006). O foco no capital social e no longo prazo é característica positiva da FB e a habilita a ter um desempenho melhor em relação às empresas não familiares (McConaughy, Matthews & Fialko, 2001; Anderson & Reeb, 2003).

A despeito das aparentes vantagens do tempo de permanência do CEO no desempenho das FB, a sucessão e a governança corporativa são temas centrais nos estudos deste tipo de empresa (Chrisman, Steier & Chua, 2008; Sharma, 2004; Zahra & Sharma, 2004; Casillas & Acedo, 2007; Benavides-Velasco, Quintana-Garcia & Guzmán-Parra, 2013). A demissão de um CEO não é uma tarefa fácil para a FB, visto que o CEO é usualmente um membro da família (Algood & Farrel, 2000). Para o conselho de administração, não é fácil influenciar as decisões estratégicas do CEO, mesmo considerando os membros familiares e não ligados à família que o compõem (Tsai *et al.*, 2006), visto que as FB, por sua natureza, são menos propensas ao uso de mecanismos formais de monitoramento (Daily, Dollinger & 1992; Geraerts, 1984).

A teoria do alto escalão é a base para o modelo conceitual proposto neste trabalho (ver a Figura 1). O modelo busca examinar as relações entre o tempo de mandato do CEO e o desempenho da empresa. Consideramos o efeito moderador da governança corporativa, a partir do nível de governança existente na empresa. A *governança corporativa* pode ser definida como um estágio mais alto de controle na estrutura por intermédio da relação entre o conselho de administração e o CEO sobre a tomada de decisão estratégica (Jensen & Meckling, 1976). O *nível de governança* significa o ajuste a um nível mais alto de governança previsto para empresas de capital aberto, em função das características de composição e funcionamento do conselho de administração, bem como pelo nível de informações apresentado pela empresa. Utilizamos medidas contábeis/financeiras tradicionais como indicadores de *desempenho*, visto que são consideradas melhores preditores de desempenho que outras que medem o valor e desempenho das ações no mercado financeiro (Algood & Farrel, 2000).

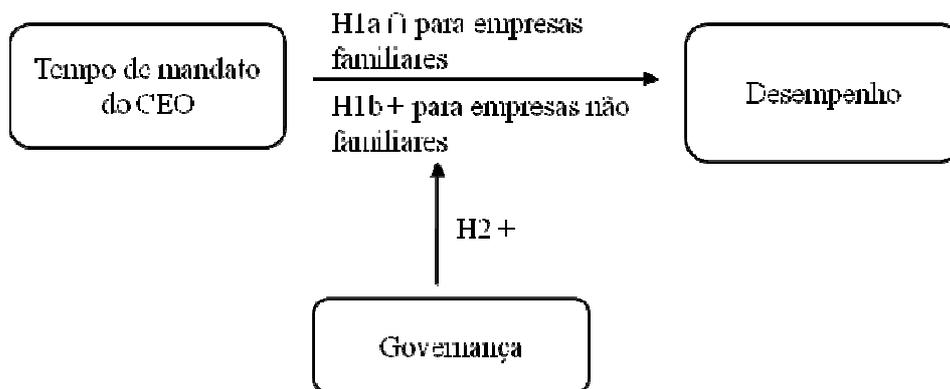


Figura 1 – Modelo conceitual
Fonte: elaborado pelos autores

2.2 Tempo de mandato do CEO e desempenho

Miller (1991) e Hambrick e Fukutomi (1991), simultaneamente, representaram a ideia do “ciclo de vida do CEO”. Desde então, diversos estudos têm encontrado relação de “U invertido” entre o tempo de mandato do CEO e diversos indicadores de desempenhos da empresa: Miller e Shamsie (2001) estudaram o desempenho financeiro das empresas; Wu, Chiang e Jiang (2005) estudaram as invenções; Henderson, Miller e Hambrick (2006) estudaram empresas em relação ao grau de estabilidade do ambiente; e Zhang e Rajagopalan (2010) estudaram empresas em relação ao nível de mudança estratégica. Em seu estudo, Henderson, Miller e Hambrick (2006) encontraram uma relação negativa entre o tempo de mandato do CEO e o desempenho da empresa num ambiente dinâmico. Uma observação é que a maior parte dos estudos mencionados, nos quais os autores encontraram uma relação de “U invertido” com o tempo de mandato, os resultados também foram significantes para relações retilíneas. Isto nos leva a pensar que a despeito do poder estatístico do “U invertido”, e da explicação de poder estatístico da relação, existe uma análise contextual que precisa ser feita, visto que, nestes artigos, não se considera a diferença de tipo de propriedade. É, assim, importante conhecer a diferença desta relação entre empresas de controle familiar e não familiar.

Os CEOs da família ficam no cargo por tempos de mandato mais longos que os de empresas não familiares (McConaughy, 2000; Ward, 2004; Tsai *et al.*, 2006). Miller e Le Breton-Miller (2005) mostraram que o tempo de mandato dos CEOs em FB tipicamente excede os quinze anos. Este longo tempo de mandato do CEO em

FB pode ser explicado pelo fato de que este tipo de empresa usualmente tem membros da família como executivos (Ward, 1987; Gersick *et al.*, 1997). O *turnover* dos CEOs é menor nas FB e os seus sucessores costumam ser também membros da família (Tsai *et al.*, 2006). Por exemplo, fundadores de empresas possuem menor possibilidade de serem substituídos (Algood & Farrel, 2000).

No entanto, os tempos de mandato mais longos dos CEOs têm sido apontados como tendo efeitos negativos no desempenho das empresas por alguns autores. Tempos mais longos de mandatos de CEO podem restringir o processamento de informação (Miller, 1991), podem aumentar a rigidez cognitiva (Bantel & Jackson, 1989), usualmente criam o comprometimento com práticas e políticas estabelecidas na organização (Hambrick, Geletkanycz & Fredrickson, 1993) e podem levar a conhecimento mais específico e restrito (Pfeffer, 1983). Todos estes fatores podem afetar negativamente, limitando a tomada de decisão do CEO. Grim e Smith (1991) argumentam que a busca pela adaptação ao ambiente é inversamente relacionada ao tempo de mandato e isto significa que a mudança não será frequente (Hambrick *et al.*, 1993). Essas constatações levam à formulação das seguintes hipóteses:

Hipótese 1a. *O tempo de mandato do CEO tem uma relação em U invertido com o desempenho financeiro das empresas familiares.*

Hipótese 1b. *O tempo de mandato do CEO tende a ter uma relação linear positiva com o desempenho financeiro nas empresas não familiares.*

2.3 Efeito moderador da Governança Corporativa

A governança corporativa é fundamentalmente diferente na FB em relação a empresas não familiares (Gallo & Kenyon-Rouvinez, 2005). Na FB, o sistema de governança geral é constituído da governança corporativa e da governança da família (Aronoff & Ward, 1996). A governança da família não é objeto deste trabalho, mas é importante mencioná-la, visto que existe uma sobreposição entre os sistemas de governança nas FB, havendo interação e influência recíproca entre ambos. O sistema de governança da família existe para assegurar e organizar a relação e união na família (Gersick *et al.*, 1997; Mustakallio, Autio & Zahra, 2002). Este sistema é composto pelo conselho de família e encontro de acionistas (Gallo & Kenyon-Rouvinez, 2005).

O sistema de governança corporativa incorpora o conselho de administração, cuja principal diferença é o fato de conselheiros e CEOs que os compõem na FB usualmente são membros da família (Anderson & Reeb, 2003). Os papéis fundamentais do conselho são: controlar o negócio, servindo de monitor vigilante do CEO e sua TMT (Essen, Engelen & Carney, 2013) para mitigar os custos de agência resultantes da separação da propriedade e controle (Jensen & Meckling, 1976); e prover aconselhamentos em relação à estratégia e construção da rede de relacionamentos da empresa (Lange, 2009). Na FB um papel adicional do conselho é ajudar na manutenção do bom relacionamento da família (Koeberle-Schmid *et al.*, 2009).

Como a governança corporativa tem como objetivo fundamental monitorar a empresa para o bom desempenho, uma de suas ações é substituir CEOs com baixo desempenho (Tsai *et al.*, 2006). O bom desempenho do conselho de administração é usualmente medido em relação à sua dimensão (Dalton, Johnson & Ellstrand, 1999; Eisenberg, Sundgren & Wells, 1998) e composição (Anderson & Reeb, 2003; Hermalin & Weinsbach, 1988). Neste caso, a independência dos conselheiros em relação à empresa é considerada benéfica (Essen, Oosterhout & Carney, 2012), assim como a não existência de “dualidade do CEO”, quando este ocupa assento, e muitas vezes, a presidência do conselho, e exerce simultaneamente o papel executivo na empresa (Coles, McWilliams & Sen, 2011; Fama & Jensen, 1983).

Nas empresas familiares, a situação em relação à governança e, em especial, ao papel do conselho de administração, fica mais complexa. Além da relação mencionada com a governança da família, nas FB é usual que exista “dualidade do CEO”, como o membro da família controladora exercendo as duas funções (Claessens, Djankov & Lang, 2000), além da maior dificuldade de substituição do CEO membro da família devido ao mau desempenho da empresa (Algood & Farrel, 2000; Shen & Cannella, 2002).

Um aspecto distintivo da FB é o fato de estar preocupada com um maior equilíbrio entre os resultados de curto e longo prazos (Le Breton-Miller & Miller, 2011). Uma possível explicação é o fato dos CEOs membros das famílias estarem mais preocupados em aumentar o valor da empresa (Tsai *et al.*, 2006).

Os executivos que apresentam desempenho ruim tendem a ser dispensados (Wagner, Pfeffer & O'reilly, 1984; Finkelstein & Hambrick, 1996). Como argumento

oposto para a dificuldade de dispensar um fundador (Algood & Farrol, 2000), a substituição de um CEO por desempenho inadequado acontece mais facilmente e mais rapidamente para CEOs de empresas não familiares.

É comum nos conselhos das empresas de capital aberto de controle não familiar a presença e o papel ativo de representantes de fundos de investimento, assim como de fundos de venture capital (Fried & Hisrich, 1992, 1995). Estes conselheiros oriundos de organizações investidoras monitoram exaustivamente o investimento (Gorman & Sahlman, 1989), pois têm o interesse de realizar ou obter resultado dele pelo crescimento da empresa (Bruton, Fried & Hisrich, 1997) e pelo resultado financeiro imediato (King, 2001). Empresas que são administradas com estas pressões de investidores tendem, então, a pressionar os CEOs para maximizar o resultado de curto prazo em detrimento do longo prazo, substituindo-os pela queda no desempenho (Gorman & Sahlman, 1989; Ruhnka, Feldman & Dean, 1992; Fried & Hisrich, 1995).

Pelo exposto, espera-se que a relação entre o tempo de mandato e o desempenho nas empresas não familiares tenha uma relação linear e positiva, pois o mandato tende a ser interrompido ao sinal de desempenho financeiro inadequado em curto prazo. Esse cenário leva à formulação da seguinte hipótese:

Hipótese 2. *A governança corporativa modera positivamente a relação entre o tempo de mandato do CEO e o desempenho nas empresas não-familiares.*

3 MÉTODO

O estudo empírico para teste das hipóteses foi baseado em dados primários e secundários coletados sobre as empresas e os CEOs brasileiros. Os dados da empresa, como o tamanho, idade e desempenho financeiro e governança foram coletados na base ECONOMÁTICA e nos websites corporativos das empresas. Os dados sobre os CEOs foram coletados por meio de um questionário diretamente nas empresas (ver Apêndice 1).

3.1 Amostra

Neste estudo analisamos uma amostra de CEOs de companhias brasileiras de capital aberto listadas na BOVESPA. A análise compreendeu 16 anos, entre 1997 e

2012. O universo da pesquisa foi composto por 281 empresas com dados secundários completos para o período de 16 anos. Insuficiência de dados na Económica e não respostas ao nosso questionário resultaram numa amostra final de 73 empresas, sendo 41 de controle familiar e 32 de controle não familiar (Apêndice 2). A maior parte dos CEOs foram promovidos internamente (78,9%), e possuem graduação completa (54,3%); 45,5% são formados em engenharia. A Tabela 1 apresenta alguns dados descritivos adicionais sobre as empresas.

Tabela 1 - Descritivo da amostra

	Empresas de controle familiar (anos)	Empresas de controle familiar (anos)	de não-
Tempo de mandato médio do CEO	16,8	7,2	
Tempo de mandato máximo do CEO	65	43	
Tempo de mandato mínimo do CEO	1	1	
Idade média das empresas	60,2	57,0	

Fonte: dados da pesquisa

3.2 Variáveis dependentes

A variável dependente neste estudo é o desempenho, que avaliamos usando dois indicadores financeiros: O ROA e o EBITDA. O ROA (*Return On Assets*) é um indicador de desempenho extensivamente utilizado (Hawawini, Subramanian & Verdin, 2003) como variável dependente em artigos que estudam as características e desempenho (por exemplo, Henderson *et al.*, 2006; Zhang & Rajagopalan, 2010). Também usamos o EBITDA (*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*) que mede a produtividade e a eficiência da empresa, mas ignora os recursos necessários para o reinvestimento no negócio. É preciso clarificar mais o uso do EBITDA, porque, a despeito de ser um indicador amplamente usado na análise e avaliação de empresas, sua utilização como medida única da medida financeira apresenta diversas desvantagens. Os analistas financeiros, por exemplo, o usam cada vez mais para avaliar as empresas em detrimento de outras

possibilidades. É, possivelmente, o indicador mais utilizado pelas empresas brasileiras para medir a saúde financeira, a despeito de sua fragilidade como indicador para este fim (Brockman & Russel, 2012).

3.3 Variáveis independentes

O tempo de mandato do CEO mensura o tempo que o principal executivo fica na liderança da empresa. Seguindo estudos anteriores realizados por Michel e Hambrick (1992), Thomas, Litschert e Ramaswamy (1991) e Rajagopalan e Deepak (1996), medimos o tempo de mandato do CEO pelo número de anos no cargo, até 2012.

Analisamos a moderação no nível de governança, seguindo estudos anteriores que mostram que a boa governança teve influência sobre as decisões e que afeta o desempenho das empresas (Engelen, Essen & Carney, 2013). O nível de governança considera a existência ou não de qualquer nível de governança de acordo com a BM&F BOVESPA. A classificação da BM&F BOVESPA do nível de governança considera, por exemplo, a quantidade de membros no conselho, a quantidade de membros externos e a limitação para acumulação de assento no conselho e função executiva pelo CEO. Assumiu-se o valor 1 para empresa sem nível de governança e 2 para empresas com qualquer nível de governança.

3.3 Variáveis de controle

A *idade da empresa* é uma dimensão relevante porque pode influenciar a tomada de decisão executiva, por exemplo, por efeito de rigidez (Staw, Sandelands & Dutton, 1981), tendo sido utilizada por Michel e Hambrick (1992) e Hmieleski e Ensley (2007). A idade da empresa foi medida em anos desde o ano de sua fundação.

O *tamanho da empresa* é uma variável de controle comum (ver, por exemplo, Hambrick, Cho & Chen, 1996; Finkelstein & Hambrick, 1990; Michel & Hambrick, 1992; Wiersema & Bantel, 1992; Luo & Kanuri; Andrews, 2014), pelo potencial efeito sobre o desempenho da empresa. O tamanho da empresa foi medido pelo valor do ativo total (em Reais - R\$). Por fim, incluímos a variável *Ano* para controlar eventuais efeitos macroeconômicos.

4 RESULTADOS

As Tabela 2 e 3 apresentam a matriz de correlação para os dados. Não existem correlações tão altas que evidenciem multicolineariedade e o *variance inflation factor* está abaixo do valor 3, nos limites considerados adequados (Neter, Wasserman & Kutner, 1985). Uma observação, no entanto, cabe em relação aos resultados das correlações entre idade do CEO e tempo de mandato do CEO, no caso de empresas familiares. Os mandatos dos CEOs de empresas familiares tendem a ser longos, e a idade, se considerada como uma proxy da experiência.

Tabela 2 - Matriz de correlações: Empresas não-familiares

	LongC EO	LongCE O ²	IdadeC EO	Tamanh o empresa	Ano	Idade Empr esa	TipoG C	EBTID A	ROA
MandCE O	1								
MandCE O ²	,951**	1							
IdadeCE O	,216**	,201**	1						
Tamanho empresa	-,075	-,087	-,115	1					
Ano	,031	,034	,031	,144* ^a	1				
Idade Empresa	,429**	,521**	,192**	,042	,189**	1			
Nível GC	-,388**	-,367**	-,158**	,224**	,091	-,372**	1		
EBTIDA	-,039	-,006	-,141	,922**	,137**	,070	,202**	1	
ROA	-,030	-,001	-,146**	,065	,122**	,066	,086	,153**	1

** significante a $p < 0,01$

Fonte: dados da pesquisa.

Tabela 3 - Matriz de correlações: Empresas familiares

	LongCE O	LongC EO ²	IdadeC EO	Tamanh o Empre sa	Ano	Idade Empr esa	TipoG C	EBTID A	ROA
LongCE O	1								
LongCE O ²	,929**	1							
IdadeCE O	,629**	,568**	1						

Tamanho empresa	-,111**	-,077	-,001	1					
Ano	-,009	,019	,031	,191**	1				
Idade Empresa	,204**	,142**	,252**	,208**	,054	1			
NívelGC	-,094*	-,096*	-,158**	,229**	,062	,018	1		
EBTIDA	-,046	-,049	,057	,646**	,030	,216**	,247**	1	
ROA	,023	,048	-,074	-,015	-,043	,013	,041	,035	1

** significante a $p < 0.01$. * significante a $p < 0.05$.

Fonte: dados da pesquisa.

Para testar as hipóteses, foi calculado um conjunto de regressões múltiplas sobre cada uma das duas variáveis dependentes. As Tabelas 4 e 5 apresentam os resultados para o EBITDA, separando as empresas de controle não familiar das FB. As Tabelas 6 e 7 apresentam os resultados para o ROA. Em todas as Tabelas, o Modelo 1 considera as variáveis dependentes, o Modelo 2 considera todas as variáveis sem moderação e o Modelos 3, que é o modelo completo, considera a moderação da governança corporativa.

Tabela 4 - Resultados das Regressões para EBTIDA: Negócios não-familiares

Variáveis	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3
Mandato do CEO		229798,31** *	94515,46
Mandato do CEO ²		-5454,63**	-2431,77
Idade do CEO	-40760,18*	-59462,09**	-57424,26
Tamanho da	,172***	,169***	,169***
Ano			-
	-57960,16	-72760,10	98692,97 *
Idade da Empresa	1370,29	9032,97	9612,66
Nível de GC			-
		829315,27	417595,2 3
Mandato*TipoGC			202336,2 2*
N	172	161	161
F	251,97***	140,34***	125,57***
R ²	,857	,864	,868
R ² Ajustado	,854	,858	,861

*, **, *** denota significância a 10%, 5% e 1% respectivamente.

Fonte: dados da pesquisa.

Tabela 5 - Resultados das Regressões para EBTIDA: Empresas familiares

Variáveis	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3
Mandato do CEO		6016,57	2627,54
Mandato do CEO ²		-177,87	-148,81
Idade do CEO	4077,03	7489,72*	7400,80*
Tamanho da Empresa	,087***	,084***	,084***
Ano	-	-	-
	24655,58**	26418,86***	25632,89***
	*		
Idade da Empresa	2315,96**	1952,21*	2103,40*
Nível de GC		276510,20**	204308,29*
		*	
Mandato*TipoGC			4390,70
N	533	532	532
F	101,52***	61,92***	54,22
R ²	,434	,452	,453
R ² Ajustado	,430	,445	,445

*, **, *** denota significância a 10%, 5% e 1% respectivamente.

Fonte: dados da pesquisa.

Os resultados apresentados para o EBITDA, em relação às empresas de controle não familiar, segundo o Modelo 2, confirmam a **Hipótese 1** para este indicador de desempenho. Este resultado seria esperado, considerando outros trabalhos que estudaram a relação de tempo de mandato e desempenho de diversas formas. No entanto, no caso das empresas não familiares, o efeito da moderação da governança corporativa afeta o resultado, fazendo desaparecer a relação, o que confirma a **Hipótese 2** para o EBITDA, independente do nível de governança. Não se confirma a relação entre tempo de mandato e desempenho da **Hipótese 1** para o EBITDA, para empresas de controle familiar, embora exista uma indicação da preocupação da governança corporativa com este indicador.

Tabela 6 - Resultados das Regressões para ROA: Negócios não-familiares

Variáveis	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3
Mandato do CEO		,424***	,234
Mandato do CEO ²		-,011***	-,006
Idade do CEO	-,078*	-,100**	-,097**
Tamanho da Empresa	2,24E-8**	1,00E-8	9,00E-9
Ano	,025	-,055	-,091
Idade da Empresa	-,014	,02	,021
Tipo GC		4,09***	2,352
Mandato*TipoGC			,284
N	173	162	162
F	2,90**	4,18***	4,01***
R ²	,064	,159	,172
R ² Ajustado	,042	,121	,129

*, **, *** denota significância a 10%, 5% e 1% respectivamente.

Tabela 7 - Resultados das Regressões para ROA: Empresas familiares

Variáveis	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3
Mandato do CEO		-,107	-,234**
Mandato do CEO ²		,003**	,005**
Idade do CEO	-,063*	-,097**	-,100**
Tamanho da Empresa	-6,97E-9	-2,04E-8	-6,80E-9
Ano	-,091	-,113	-,089
Tipo de GC		1,171	-1,638
Mandato*TipoGC			,172**
N	569	568	568
F	1,37	2,04*	2,63**
R ²	,007	,021	,032
R ² Ajustado	,002	,011	,020

*, **, *** denota significância a 10%, 5% e 1% respectivamente.

Os resultados apresentados para o ROA, para as empresas de controle não familiar, pelo Modelo 2, confirmam a **Hipótese 1**. No entanto, não confirmam a **Hipótese 2**, apesar de existir uma influência do nível de governança.

Para as empresas familiares, não é confirmada a forma em U invertido para o tempo de mandato, mas pelo contrário, tem o formato de U. A governança corporativa indica ter um efeito moderador sobre o tempo de mandato dos CEOs nas empresas familiares, mas aparenta afetar positivamente a relação com o desempenho, atenuando o efeito do U invertido com o tempo.

5 DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

Este estudo contribui para a melhor compreensão da relação do tempo de mandato do CEO e o desempenho. Existem diversos estudos que corroboram a ideia de ciclo de vida do CEO (Miller & Shamsie, 2001; Henderson, Miller & Hambrick, 2006). Nestes estudos, em geral, existe um conjunto de empresas sendo examinado, mas não se distingue a diferença entre o tipo de controle da empresa, se familiar ou não familiar. Porém, existem diferenças fundamentais entre esses tipos de empresa e que afetam diretamente o tempo de mandato. CEOs de empresas de controle familiar possuem tempos de mandato significativamente mais longos que os de empresas de controle não familiar (McConaughy, 2000; Ward, 2004; Tsai *et al.*, 2006). Nas empresas estudadas neste trabalho, o valor médio do tempo de mandato das empresas familiares era 2,3 vezes superior ao das empresas de controle não familiar, com média de quase 17 anos. Este fato reforça a importância não só do tema de sucessão em FB (Casillas & Acedo, 2007), mas também da importância e a forma de atuação da governança corporativa, em especial, o papel do conselho de administração.

CEOs de empresas familiares são usualmente membros da família e sócios do negócio (Le Breton-Miller & Miller, 2006), por isto, são mais difíceis de demitir (Algood & Farrel, 2000). Os CEOs das FB têm como foco a sustentabilidade para o benefício da família proprietária (Le Breton-Miller, 2006); sendo assim, o capital social e o foco no longo prazo são mais intensos do que em uma empresa não familiar (Anderson & Reeb, 2003). Os resultados deste trabalho também apontam nesta direção, pois a pressão sobre o EBITDA, como resultado mais imediato, é maior no tempo de mandato de CEOs de empresas não familiares.

Esta pressão constatada dos conselhos sobre o EBITDA não parece adequada em quaisquer dos casos. O EBITDA é extensivamente utilizado, talvez seja a primeira linha de desempenho cobrada nas empresas (King, 2001). O mega investidor Warren Buffet, no relatório da Berkshire Hathaway Inc de 2002 (Buffet, 2003), chamava a atenção para o excesso de foco dos executivos no EBITDA. De certa forma, as relações encontradas mostram a atenção dos executivos a este indicador de desempenho, mas importa entender como este foco pode prejudicar o desenvolvimento de mais longo prazo, inclusive quanto à realização de

investimentos. Neste caso, os resultados apontam que os CEOs de FB são menos sensíveis à pressão sobre o EBITDA.

Diversos autores argumentam que a função primordial de um conselho de administração seria monitorar o desempenho do CEO e trocar aqueles com desempenho inadequado (Tsai *et al.*, 2006). Sendo assim, a função primordial do conselho seria de controle, como monitorador vigilante do CEO (Engelen, Essen & Carney, 2013), mas também de aconselhamento em relação às ações estratégicas (Forbes & Milliken, 1999), cuidado na manutenção do relacionamento da família e na construção de rede de relacionamento para os negócios (Koeberle-Schmid *et al.*, 2009; Lange, 2009). Valem duas observações acerca disso, considerando as diferenças entre FB e empresas não familiares: a composição e relação dos conselheiros com o CEO e a atuação do conselho de administração.

No caso das empresas familiares, como foi exposto, o CEO é usualmente sócio. Nesta condição, além do papel de dualidade, ao ocupar cargo executivo e no conselho (ver Coles, McWilliams & Sen, 2011), o que reduz o poder do conselho sobre o CEO, ele pode indicar membros externos do conselho devido ao relacionamento com eles. Esta é uma diferença fundamental e um ponto de atenção para conscientização do papel do conselho de administração nos negócios familiares, como um dos pilares da governança corporativa, para ajudar a mitigar os riscos do negócio e até, eventualmente, apontar para a necessidade de início de construção de sucessão.

O fato dos resultados apontarem para a existência de influência da governança corporativa bem estruturada do BOVESPA, por exemplo, na quantidade e composição dos conselheiros e na eventual vedação de dualidade do CEO, são fatores positivos para as empresas familiares.

Adicionalmente, estudos mostram que as FB têm menor propensão ao uso de mecanismos formais de monitoração, baseando-se muitas vezes em sistemas informais em função do relacionamento (Geraerts, 1984; Daily & Dollinger, 1992). O fato de serem as empresas listadas, sobretudo, no segmento de governança mais estruturado, mitiga este ponto fraco das FB.

Um ponto de atenção, no entanto, a ser considerado, como foi mencionado, é que os CEOs de empresas familiares focam no valor do negócio e no longo prazo (Le Breton-Miller, 2006), além do que, pelo fato de ser uma família proprietária, os conflitos de agência são mitigados (Mustakallio *et al.*, 2002; Tsai *et al.*, 2006); isso

implica que a atuação do conselho nas FB deve ser mais intensa nos aspectos distintos do monitoramento tradicional, ou seja, menos foco no EBITDA, como encontrado neste trabalho, e com o aconselhamento mais forte nas ações estratégicas e seus impactos, relacionamento entre membros da família e redes de relacionamento.

Embora seja um aspecto complicado, o fato de ser difícil afastar um CEO membro da família e sócio de seu cargo, e ser mais fácil afastar CEOs de empresas não familiares pelo desempenho inadequado, nos pareceu preocupante o fato de existir uma forte influência da governança corporativa pelo controle do EBITDA, para as empresas de controle não familiar.

Limitações e pesquisa futura

Este estudo apresenta limitações. Trata-se de um estudo empírico que se preocupou em avaliar, a partir de dados demográficos, características da empresa e de desempenho, a influência do tempo de mandato e o papel mediador da governança corporativa, porém não temos acesso específico às composições, práticas e políticas do funcionamento da governança e, especificamente, do conselho de administração das empresas estudadas. Seria, portanto, interessante estudar estes aspectos, como outras métricas de desempenho. Também seria interessante investigar os aspectos que tornam a governança corporativa bem sucedida e verificar como ela é influenciada, por exemplo, pela composição do conselho, pela quantidade de membros externos e pela frequência de encontros.

Dar continuidade a trabalhos empíricos no contexto brasileiro é importante. Em uma breve pesquisa por nós realizada parece ser este estudo o primeiro trabalho não qualitativo sobre teoria do alto escalão no Brasil que foca a diferença entre empresas de controle familiar e não familiar. Já existem há algum tempo dados e informações disponíveis sobre empresas de capital aberto que permitem conhecer melhor o contexto de país emergente e com uma economia de porte. Concordamos com Crossland e Hambrick (2007), quando argumentam que os CEOs possuem diferentes graus de discrição em distintos países. Acrescentamos que num país com predominância de empresas de controle familiar, mesmo nas empresas de capital

aberto, com certeza os CEOs possuem muita influência sobre as decisões e impacto no desempenho das empresas que comandam.

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Nosso artigo teve como objetivo analisar a relação entre o tempo de mandato do CEO e o desempenho de empresas listadas BM&F, moderado pela governança corporativa, entre 1997 e 2012. Nosso estudo procurou compreender melhor o desafio das empresas familiares e sua governança ao compará-las como empresas de controle não familiar. Nossos resultados sugerem que a governança corporativa tem se preocupado muito com os resultados de curto prazo, mas que pelas características dos CEOs das empresas familiares o efeito é mais sentido nas empresas não familiares. Sugerimos, então, que o papel dos conselhos de administração, um dos pilares da governança corporativa, seja mais abrangente e focado além do controle financeiro, e que considere ainda outros aspectos importantes de sua atuação quando ligados aos negócios familiares. Finalizamos concordando com a argumentação de Rappaport (2005) de que o valor da empresa vai depender da sua habilidade de geração de caixa no longo prazo, criando crescimento e proporcionando dividendos para os acionistas, neste caso, a importância de equilibrar curto e longo prazo.

REFERÊNCIAS

- Algood, S. & Farrell, K. (2000). The impact of tenure on the firm performance-CEO turnover relation. *Journal of Financial Research*, 23, 373–390.
- Anderson, R. & Reeb, D. (2003). Founding-family ownership and firm performance: Evidence from the S&P 500. *Journal of Finance*, 58(2), 1301–1328.
- Angriawan, A. & Abebe, M. (2011). Chief Executive background characteristics and environmental scanning emphasis: An empirical investigation. *Journal of Business Strategies*, 28(1), 75–96.
- Aronoff, C.E. & Ward, J.L. (1996). *Family business governance: Maximising family and business potential* (4th ed.). Marietta, GA: Family Enterprise Publishers.
- Bantel, K. & Jackson, S. (1989). Top management and innovations in banking: Does the composition of the top team make a difference? *Strategic Management Journal*, 10, 107–124.

- Beckhard, R. & Dyer, W. (1983). Managing change in the family firm: Issues and strategies. *Sloan Management Review*, 24, 59-65.
- Benavides-Velasco, C., Quintana-García, C. & Guzmán-Parra, V. (2013). Trends in family business research. *Small Business Economics*, 40(1), p. 41-57.
- Brockman, C. & Russel, J. (2012). EBITDA: Use it...or lose it? *International Journal of Business Accounting and Finance*, 6(2), 84-92.
- Buffet, W. (2003). Berkshire Hathaway Inc. 2002 *Annual Report*, p. 1-77, 2003.
- Bruton, G., Fried, V. & Hisrich, R. (1997). Venture capitalist and CEO dismissal, *Entrepreneurship: Theory and Practice*, 21, 41-54.
- Casillas, J. & Acedo, F. (2007). Evolution of the intellectual structure of family business literature: A bibliometric study of FBR. *Family Business Review*, 20(2), 141–162.
- Churchill, N. & Hatten, K. (1987). Non-market-based transfers of wealth and power: A research framework for Family Businesses. *American Journal of Small Business*, 11(3), 51-64.
- Chrisman, J., Steier L. & Chua, J. (2008). Toward a theoretical basis for understanding the dynamics of strategic performance in family firms. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 32, 935– 947.
- Claessens, S., Djankov, S. & Lang, L. (2000). The separation of ownership and control in East Asian corporations. *Journal of Financial Economics*, 58, 81–112.
- Coles, J., McWilliams, V. & Sen, N. (2001). An examination of the relationship of governance mechanisms to performance. *Journal of Management*, 27(1), 23-50.
- Crossland, C. & Hambrick, D. (2007). How national systems differ in their constraints on corporate executives: A study of CEO effects in three countries. *Strategic Management Journal*, 28(8), 767–789.
- Daily, C. & Dollinger, M. (1992). An empirical examination of ownership structure in family and professionally managed firms. *Family Business Review*, 5(2), 117–136.
- Dalton D., Johnson J. & Ellstrand, A. (1999). Number of directors and financial performance: A meta-analysis. *Academy of Management Journal*, 42(6), 674-686.
- Dino, R., Lubatkin, M., Schulze, W. & Ling, Y. (2005). The effects of parental altruism on the governance of family-managed firms. *Journal of Organizational Behavior*, 26(3), 313–330.
- Donckels, R. & Frölich, E. (1991). *Sind Familienbetriebe wirklich anders? Europäische Stratos Erfahrungen*. In: IGA – Internationales Gewerbearchiv, 4, 219-235.

Eisenberg, T., Sundgren, S. & Wells, M. (1998). Larger board size and decreasing firm value in small firms. *Journal of Financial Economics*, 48, 35-54.

Eisenhardt, K., Kahwajy, J. & Bourgeois, L. (1997). Conflict and strategic choice: How Top Management Teams disagree. *California Management Review*, 39(2), 42-63.

Engelen, P., Essen, M. & Carney, M. (2013). Does 'good' corporate governance help in a crisis? The impact of country- and firm-level governance mechanisms in the European financial crisis. *Corporate Governance: An International Review*, 21(3), 201-224.

Essen, M., Oosterhout, J. & Carney, M. (2012). Corporate boards and the performance of Asian firms: A meta-analysis. *Asia Pacific Journal of Management*, 29(4), 873-905.

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

Finkelstein, S. & Hambrick, D. (1996). *Strategic leadership: Top executives and their effects in organization*. St Paul: West.

Forbes, D. & Milliken, F. (1999). Cognition and corporate governance: Understanding boards of directors as strategic decision-making groups. *Academy of Management Review*, 24, 489-505.

Fried, V. & Hisrich, R. (1992). Venture capital and the investor. *Management Research News*, 4, 28-40.

Fried, V. & Hisrich, R. (1995). The venture capitalist: A relationship investor. *California Management Review*, 37(2), 101-113.

Gallo, M.A. & Kenyon-Rouvinez, D. (2005). The importance of family and business governance. In: D. Kenyon-Rouvinez, & J.L. Ward (Eds.), *Family Business Key Issues* (p. 45-57). New York: Palgrave MacMillan.

Geraerts, G. (1984). The effect of ownership on the organization structure in small firms. *Administrative Science Quarterly*, 29, 232-237.

Gersick, K., Davis, J., Hampton, M. & Lansberg, I. (1997). *Generation to generation: Lifecycles of the family business*. Boston, MA: Harvard Business School Press.

Gorman, M. & Sahlman, W. (1989). What do venture capitalists do? *Journal of Business Venturing*, 4(4), 231-248.

Grim, C. & Smith, K. (1991). Research notes and communications management and organizational change: A note on the railroad industry. *Strategic Management Journal*, 12(7), 557-562.

Handler, W. (1992). The succession experience of the next-generation. *Family Business Review*, 5(3), 283-307.

- Hambrick, D., Cho, T. & Chen, M.J. (1996). The influence of Top Management Team heterogeneity on firms' competitive moves. *Administrative Science Quarterly*, 41(4), 659-684.
- Hambrick, D., Geletkanycz, M. A. & Fredrickson, J. W. (1993). Top executive commitment to the status quo: Some tests of its determinants, *Strategic Management Journal*, 14, p. 401-418.
- Hambrick, D. & Fukutomi, G. (1991). The seasons of a CEO's tenure. *Academy of Management Review*, 16(4), p. 719-742.
- Hambrick, D. & Mason, P. (1984). Upper echelons: The organization as a reflection of its top managers. *Academy of Management Review*, 9(2), 193-206.
- Handler, W. (1989). Methodological issues and considerations in studying family businesses. *Family Business Review*, 2(3), 257-276.
- Hawawini, G., Subramanian, V. & Verdin, P. (2003). Is performance driven by industry- or firm-specific factors? A new look at the evidence. *Strategic Management Journal*, 24,(1), 1-16.
- Henderson, A., Miller, D. & Hambrick, D. (2006). How quickly do CEOs become obsolete? Industry dynamism, CEO tenure, and company performance. *Strategic Management Journal*, 27(5), 447-460.
- Hermalin, B. & Weisbach, M. (1988). The determinants of Board Composition. *RAND Journal of Economics*, 19(4), 589-606.
- Hmieleski, K. & Ensley, M. (2007). A contextual examination of new venture performance entrepreneur leadership behavior, top management team heterogeneity and environmental dynamism. *Journal of Organizational Behavior*, 28(7), 865-889.
- Hoskisson, R., Hitt, M., Wan, W. & Yiu, D. (1999). Theory and research in strategic management: Swings of a pendulum. *Journal of Management*, 25(3), 417-456.
- Jaw, Y. & Lin, W. (2009). Corporate elite characteristics and firm's internationalization: CEO-level and TMT-level roles. *The International Journal of Human Resource Management*, 20(1), 220-233.
- Jensen, M. & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- King, A. (2001). Warning: Use of EBITDA may be dangerous to your career. *Strategic Finance*, 83(3), 35-37.
- Koerberle-Schmid, A., Brockhoff, K, & Witt, P. (2009). Performanceimplikationen von Aufsichtsgremien in deutschen Familienunternehmen. *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, 79(2), 83-111.

- Kutz, M. (2008). Toward a conceptual model of contextual intelligence: A transferable leadership construct. *Leadership Review*, 8, 18–31.
- Lansberg, I. (1999). *Succeeding Generations: realizing the dream of families in business*. Cambridge, MA: Harvard University Press.
- Lange, K. (2009). Institutional embeddedness and the strategic leeway of actors: The case of the German therapeutical biotech industry. *Socio-Economic Review*, 7(1), 181-207.
- Le Breton-Miller, I. & Miller, D. (2006). Why do some family businesses out-compete? Governance, long-term orientation, and sustainable capability. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 30(6), 731–746.
- Litz, R. (1995). The family business: toward definitional clarity, *Family Business Review*, 8(2), 71-81.
- Luo, X., Kanuri, V. & Andrews, M. (2014). How does CEO tenure matter? The mediating role of firm-employee and firm-customer relationships. *Strategic Management Journal*, 35(4), 452-511.
- McConaughy, D. (2000). *Family CEO vs. non-family CEOs in the family controlled firm: An examination of the level and sensitivity of pay to performance*. Family Firm Institute.
- McConaughy, D., Matthews H. & Fialko, A. (2001). Founding family controlled firms: Performance, risk, and value. *Journal of Small Business Management*, 39(1), 31-49.
- Michel, J. & Hambrick, D. (1992). Diversification posture and Top Management Team characteristics. *Academy of Management Journal*, 35(1), 9–37.
- Miller, D. (1991). Stale in the saddle: CEO tenure and the match between organization and environment. *Management Science*, 37(1), 34–52.
- Miller, D. & Breton-Miller, I. (2005). Management insights from great and struggling family businesses. *Long Range Planning*, 38(6), 517-530.
- Miller, D. & Breton-Miller, I. (2005). Managing for the long run: Lessons in competitive advantage from great family businesses. Boston, MA: Harvard Business School Press.
- Miller, D. & Shamsie, J. (2001). Learning across the life cycle: Experimentation and performance among the Hollywood studio heads. *Strategic Management Journal*, 22(8), 725–745.
- Mustakallio, M., Autio, E. & Zahra, S. (2002). Relational and contractual governance in family firms: Effects on strategic decision making. *Family Business Review*, 15(3), 205-227.
- Neter, J., Wasserman, W. & Kutner, M. (1985). *Applied linear statistical models*. Homewood, IL: Irwin.

- Neubauer, F. & Lank, A. (1998). *The family business: Its governance for sustainability*. New York, NY: MacMillan Press Ltd.
- Pfeffer, J. (1983). Organizational demography. In Cummings, L. and Staw, B. *Research in Organizational Behavior*, JAI Press, 5, 299-359.
- Rajagopalan, N. & Deepak, K. (1996). CEO characteristics: Does industry matter? *Academy of Management Journal*, 39(1), 197–215.
- Rappaport, A. (2005). The economics of short-term performance obsession. *Financial Analysts Journal*, 61(3), 65-79.
- Reed, R. & Reed, M. (1989). CEO experience and diversification strategy fit. *Journal of Management Studies*, 26(3), 251–270.
- Ruhnka, J., Feldman, H. & Thomas, J. (1992). The 'living dead' phenomenon in venture capital investments. *Journal of Business Venturing*, 7(2), 137–155.
- Shanker, M. & Astrachan, J. (1996). Myths and realities: Family businesses' contribution to the US economy: A framework for assessing family business statistics. *Family Business Review*, 9(2), 107-123.
- Sharma, P., Chrisman, J. J. & Chua, J. H. (2003). Predictors of satisfaction with the succession process em family firms. *Journal of Business Venturing*, 18, 667-687.
- Sharma, P. (2004). An overview of the field of family business studies: Current status and directions for the future. *Family Business Review*, 17(1), 1–36.
- Shen, W. & Cannella, A. (2002). Revisiting the performance consequences of CEO succession: The impacts of successor type, post succession senior executive turnover, and departing CEO tenure. *Academy of Management Journal*, 45(4), 717–733.
- Simsek, Z. (2007). CEO tenure and organizational performance. *Strategic Management Journal*, 28(6), 653-662.
- Staw, B. M., Sandelands, L. E. & Dutton, J. E. (1981). Threat-rigidity effects in organizational behavior: A multilevel analysis. *Administrative Science Quarterly*, 26, p. 501-524.
- Thomas, A., Litschert, R. & Ramaswamy, K. (1991). The performance impact of strategy-manager coalignment: An empirical examination. *Strategic Management Journal*, 12(7), 509–522.
- Tsai, J., Knutson, B. & Fung, H. (2006). Cultural variation in affect valuation. *Journal of Personality and Social Psychology*, 90(2), 288 –307.
- Uhlaner, L. (2005). The use of the Guttman scale in development of a family orientation index for small-to-medium-sized firms. *Family Business Review*, 43(1), 41-56.

Wagner, W.; Pfeffer, J.; O'Reilly, C. (1984). Organizational demography and turnover in top-management group. *Administrative Science Quarterly*, 29(1), 74-92.

Ward, J. (1987). Keeping the family business healthy. San Francisco, CA: Jossey-Bass.

Ward, J. (2004). *Perpetuating the family business: 50 lessons learned from long-lasting, successful families in business*. New York, NY: Palgrave Macmillan.

Wiersema, M. & Bantel, K. (1992). Top Management Team demography and corporate strategic change. *Academy of Management Journal*, 35(1), 91-121.

Wortman, M. (1994). Theoretical foundations for family-owned businesses: A conceptual and research based paradigm. *Family Business Review*, 7(1), 3-27.

Wu, W.-Y., Chiang, C.-Y. & Jiang, J.-S. (2002). Interrelationships between TMT management styles and organizational innovation. *Industrial Management & Data Systems*, 102(3), 171-183.

Zahra, S. & Sharma, P. (2004). Family business research: A strategic reflection. *Family Business Review*, 17(4), 331-346.

Zhang, Y. & Rajagopalan, N. (2010). Once an outsider, always an outsider? CEO origin, strategic change, and firm performance. *Strategic Management Journal*, 31, 334-346.

APÊNDICE 1. Questionário de pesquisa

Nota: para efeito de simplificação, entender a sigla CEO como sendo o presidente da empresa.

Empresa: _____

Data de Fundação da Empresa: _____

Nacionalidade da Empresa: _____

Características do CEO	2012	2...	11997
Use a letra A no ano de 2012 e nos anos em que o CEO ocupou o cargo. Em caso de haver outros CEOs favor usar B, C, D ... para os anos em que eles estiveram no cargo.			
Nacionalidade do CEO (de cada CEO): (Marque B para Brasileira e E para estrangeiro)			
Data de nascimento (de cada CEO):			
Marque a opção abaixo que melhor descreve o nível de instrução do CEO:			
a) Sem diploma universitário			
b) Qualquer curso de graduação			
c) Curso de pós-graduação			
d) Mestrado			
e) Doutor.			
Marque qual a opção abaixo que melhor descreve a formação acadêmica do CEO:			
a) Engenharia			
b) Ciências			
c) Administração			

d) Economia			
e) Artes			
f) Direito			
g) Negócios (outra que não administração, como finanças, contabilidade)			
Outras			
Aponte o tempo em que o CEO ocupa o cargo (de todos os CEO):			
Aponte o tempo em anos que o CEO esteve ou está na empresa (de todos os CEO):			
Aponte se a empresa é controlada por um dos grupos abaixo: Marque F para controle Familiar G para Governo e C para Controle disperso			
Marque qual foi o cargo anterior do CEO: Marque P se foi promovido internamente ou F se foi contratado de fora da empresa			

APÊNDICE 2. Lista de empresas na amostra

Aliperti, Alpargatas, Arezzo, Autometal, Cacique, Casan, Cedro, Cemat, CEMIG, CESP, CIA HERIG, Conservas Oderich S.A., COPEL, Coteminas, CREMER, CYRELLA, DIMED, DOHLER, DUFREY AG, DURATEX, Encorpar, ENERGISA, Estácio, EUCATEX, Excelsior, FER HERINGER, FIBRIA, FRASLE, GERDAU, GPC, GRENDENE, Guararapes, HYPERMARCAS, IND ROMI, IOCHPE MAXION S.A., ITAU TEC, JEREISSATI, JHSF, KARSTEN, LAFONTE, Magazine Luiza, MANGELS, Marcopolo, MENDEZJR, Metal GUERDAU, Metalgrafica Iguacu S.A., METISA, MG Poliéster, MILLS, MONARK, MRV, PETROPAR, Portobelo, RIOSULENSE, SABESP, São Carlos, Saraiva, SENIOR, SLCAGRICOLA, SPRINGER, SPRINGS PART, TECNISA, TEGMA, TEX RENAUX, TIME FOR FUN, Tractebel Energia S.A., Trevisa, Unicasa, Vale, VALID, Vicunha Têxtil S.A., WEG, WLM.