

Relação entre divulgação de ações regulatórias de propósito sancionador e a rotatividade de CEO

Relationship between the announcement of administrative sanctioning proceedings and CEO turnover

Relación entre divulgación de acciones reguladoras con finalidad sancionadora y la rotación del CEO

Rinaldo de Sousa Guimarães

Doutorando em Ciências Contábeis (UFRJ),
Rio de Janeiro/RJ, Brasil
rinaldoguimaraes96@gmail.com

<https://orcid.org/0009-0004-7251-055X>

Luciana Santos Santiago*

Doutoranda em Ciências Contábeis (UFRJ),
Rio de Janeiro/RJ, Brasil
lusan3812@gmail.com

<https://orcid.org/0000-0001-9705-6227>

Marcelo Alvaro da Silva Macedo

Doutor em Engenharia de Produção (UFRJ)
Professor do Programa de Pós-Graduação em
Ciências Contábeis (UFRJ), Rio de Janeiro/RJ, Brasil
malvaro@facc.ufrj.br

<http://orcid.org/0000-0003-2071-8661>

Endereço do contato principal para correspondência*

Avenida Pasteur, nº 250 - FACC/UFRJ - sala 250, Urca, CEP: 22290-240 – Rio de Janeiro/RJ, Brasil

Resumo

Esta pesquisa objetivou investigar a probabilidade de ocorrência de rotatividade forçada de CEO no contexto brasileiro, a partir da divulgação de ações regulatórias resultantes dos processos administrativos sancionadores (PAS) da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Para tanto, considerou-se uma amostra de 272 firmas brasileiras de capital aberto listadas na B3 (Brasil, Bolsa, Balcão) e 121 PAS instaurados e julgados pela CVM entre 2011 e 2021. As análises foram feitas por meio da utilização das técnicas estatísticas de Regressão Logística Binária e Multinomial. Os resultados apontam que a abertura – e consequente anúncio ao mercado – de PAS visando investigar potenciais irregularidades por agentes econômicos vinculados às companhias abertas brasileiras aumenta a probabilidade de ocorrência de rotatividade de CEO. Ao se analisar heterogeneidades na forma de saída destes CEOs, visualizou-se que tal evento é direcionado principalmente por saída voluntária do gestor; não se percebendo efeitos na probabilidade de saída forçada (tendo por base de comparação a possibilidade de retenção de CEO).

Palavras-chave: Rotatividade de CEO; *Enforcement* regulatório; Processos Administrativos Sancionadores

Abstract

This research aims to investigate the likelihood of forced CEO turnover in Brazil, based on the announcement of administrative sanctioning proceedings (PAS) conducted by the Brazilian Securities Commission (CVM). For this purpose, a sample of 272 Brazilian firms listed on the Brazilian Exchange B3 (*Brasil, Bolsa, Balcão*) and 121 PAS initiated and judged by CVM were considered from the period between 2011 and 2021. The analyses were conducted with the statistical techniques of binary and multinomial logistic regressions. The results indicate that the initiation – and subsequent announcement to the market – of PAS to investigate potential irregularities by economic agents in Brazilian listed companies increase the likelihood of CEO turnover. When analyzing heterogeneities in the types of CEO turnover analyzed, voluntary CEO turnover is more often, and no effects were perceived on the likelihood of forced CEO turnover compared to the likelihood of no turnover).

Keywords: CEO turnover; Regulatory Enforcement; Administrative Sanctioning Proceedings

Resumen

Esta investigación tuvo como objetivo investigar la probabilidad de rotación forzada de CEO en el contexto brasileño, a partir de la divulgación de acciones reguladoras resultantes de Procesos Administrativos

Sancionadores (PAS) de la Comisión de Valores Mobiliarios (CVM) de Brasil. Para este propósito, se consideró una muestra de 272 empresas brasileñas listadas en B3 (*Brasil, Bolsa, Balcão*) y 121 PAS iniciados y juzgado por la CVM. Los análisis fueron realizados con las técnicas estadísticas de Regresión Logística Binaria y Multinomial. Los resultados indican que el inicio – y posterior anuncio al mercado – de PAS para investigar posibles irregularidades por parte de agentes económicos vinculados a empresas cotizadas en la bolsa brasileña aumenta la probabilidad de rotación de CEO. Al analizar las heterogeneidades en la forma de salida de estos CEOs, se observó que estos eventos son impulsados principalmente por salidas voluntarias; y no se percibieron efectos sobre la probabilidad de salida forzada (en comparación con la posibilidad de retención del CEO).

Palabras clave: Rotación de CEO; *Enforcement* regulatorio; Procesos Administrativos Sancionadores

1 Introdução

A rotatividade ou turnover de CEO tem despertado interesse nos pesquisadores que buscavam por meio dos seus estudos, explicar ou prever a sucessão, além de se concentrarem nas causas e potenciais efeitos destes eventos. O interesse na rotatividade de CEO pelos pesquisadores foi desencadeado principalmente pela hipótese de que a permanência do CEO, o gerenciamento de resultados e o desempenho corporativo estão relacionados e até mesmo dependentes um dos outros (Leker & Salomo, 2000).

A hipótese de que a probabilidade e a velocidade da rotatividade de CEO estão positivamente relacionadas ao gerenciamento de resultados, pode ser comprovada por meio do estudo dos autores Hazarika et al. (2012) que encontraram evidências de que a magnitude do gerenciamento de resultados e não a sua direção, aumenta a probabilidade e a velocidade da rotatividade de CEO.

Por outro lado, a hipótese de que a rotatividade de CEO e o desempenho corporativo estão relacionados foi fundamentada por Leker e Salomo (2000), que apontaram a necessidade de diferenciar as possíveis razões da rotatividade de CEO antes de tentar avaliar as variações de desempenho no decorrer de um evento de rotatividade. Além disso, os autores discutiram a falta de transparência nas ações e decisões do CEO como um fator preponderante na relação entre a rotatividade do CEO e o desempenho reportado da empresa.

O desempenho corporativo ou ações e decisões do CEO precisam ser monitorados pelos acionistas na tentativa de limitar o conflito de interesses, pressuposto fundamental que ocasiona os problemas tratados pela Teoria da Agência (Chakravarty & Zajac, 1984; Leker & Salomo, 2000). O conflito de interesses ocorre quando os acionistas e CEOs buscam maximizar seu próprio bem-estar em detrimento ao da empresa (Jensen & Meckling, 1976; Eisenhardt, 1989; Girão & Machado, 2013). Assim, é em decorrência desse conflito de interesses que os CEOs se beneficiam das lacunas existentes na legislação para atingirem os seus objetivos pessoais (Murcia & Santos, 2009).

Dessa forma, existe a necessidade da interferência de um órgão regulador e fiscalizador, por meio da expedição de regras e normas para que possa reduzir os comportamentos oportunistas dos CEOs prejudiciais ao valor da empresa. Nesse contexto, o *enforcement* legal propõe que a eficiência de um sistema judiciário nacional é capaz de sustentar maior governança corporativa no ambiente empresarial tanto em países desenvolvidos quanto em desenvolvimento (Berglöf & Claessens, 2006).

No Brasil, é a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) que atua como órgão regulador e fiscalizador, sendo responsável pelo controle e normatização do mercado de valores mobiliários (Assaf Neto, 2010). Ademais, a CVM por meio da instauração do processo administrativo sancionador (PAS) impõe sanções às pessoas físicas e jurídicas participantes do mercado mobiliário que cometam ações ilegais (Medauar, 1993; Smetana, 2015).

Ao longo dos anos, os processos administrativos sancionadores no âmbito da CVM têm sido classificados sob três tipos de ritos: ordinário, sumário e simplificado. A distinção entre eles está no prazo e no montante da penalidade imposta (Borges & Andrade, 2019). A possibilidade de condução de PAS por meio de rito sumário existiu até 2017, quando a CVM extinguiu esta modalidade e criou o rito simplificado para condução de processos investigativos de infrações consideradas objetivas e de menor nível de complexidade comprobatória. Esta substituição nestas modalidades foi feita de modo a separar os papéis de acusador e de julgador dos PAS, que eram centralizados na mesma equipe nos procedimentos de rito sumário. Os processos por rito ordinário, por sua vez, devem ser observados para os casos investigativos com maiores graus de complexidade e subjetividade (CVM, 2014, 2017).

Para os PAS instaurados até 2017, havia distinção nos valores das multas que poderiam ser aplicadas pela CVM a depender do rito adotado, com o máximo de 100 mil reais para os PAS conduzidos de forma sumária e de até 500 mil reais (ou até três vezes o montante de vantagem econômica eventualmente obtida por atividade ilícita sob investigação) para os de rito ordinário. Com a substituição do rito sumário pelo rito simplificado, não há mais a definição expressa de distinção entre os dois tipos de ritos. Assim, em regra, os limites máximos para todos os processos, independentemente do rito, passaram a ser o mesmo (CVM, 2014, 2017, 2021).

As penalidades administrativas impostas pela CVM estão definidas no Art. 11 da Lei nº 9.457/97, Art. 11 da Lei nº 6.385/76 e Art. 130 da Lei nº 8.112/90 (BRASIL, 1997). Essas penalidades compreendem a absolvição, a advertência, a multa, consideradas de menor gravidade, enquanto que a suspensão do exercício de cargo, a suspensão ou a anulação de autorização ou do registro para o exercício de atividades, a proibição de exercer determinadas operações de mercado são enquadradas como penalidades de maiores gravidades (Borges & Andrade, 2019).

Na literatura pertinente sobre o efeito das ações de execução dos órgãos reguladores e de fiscalização do governo sobre a rotatividade de CEOs, Chang et al. (2021) constataram que as ações de fiscalização da Comissão de Valores Mobiliários dos Estados Unidos (SEC) estão associadas às probabilidades da rotatividade forçada de CEOs e CFOs. Essa rotatividade de CEO classificada como forçada, assim como a saída voluntária e a possibilidade de retenção do CEO foram exploradas pelos estudos de Parrino (1997), Campbell et al. (2011), Hazarika et al. (2012) e Matos e Colauto (2017). Sob outra perspectiva, os estudos brasileiros de Fontes (2013), Fusiger et al. (2015), Melo et al. (2017), Borges e Andrade (2019) e Santos et al. (2020) concentraram em realizar levantamentos descritivos da atuação regulatória no cenário do mercado de capitais brasileiro, sem levar consideração a rotatividade do CEO.

Diante do exposto, vislumbra-se uma lacuna de pesquisa no cenário brasileiro e busca-se neste estudo responder a seguinte questão: Qual a probabilidade de ocorrência de rotatividade forçada de CEO a partir da divulgação de ações regulatórias de propósito sancionador, instauradas contra firmas de capital aberto? Assim, o objetivo geral deste estudo é investigar a probabilidade de ocorrência de rotatividade forçada de CEO no contexto brasileiro, a partir do anúncio de ações regulatórias de propósito sancionador por parte da entidade reguladora do país (CVM). Contudo, o estudo não tem como propósito analisar a relação de dependência entre a rotatividade ou turnover de CEO e a ação sancionadora imposta pela CVM.

A presente pesquisa se justifica por investigar a probabilidade de rotatividade forçada de CEO no cenário brasileiro em virtude da divulgação de ações regulatórias de propósito sancionador impostas pela CVM. As evidências apresentadas podem ser úteis aos participantes do mercado financeiro brasileiro (CVM, Banco Central, instituições financeiras, Bolsa de Valores, pessoas físicas, etc.) na análise sobre ações regulatórias impostas pela CVM relacionada a forma como a rotatividade de CEO ocorre nas empresas. Como contribuição teórica, esta pesquisa avança no debate das ações regulatórias impostas pela CVM, no sentido de inserir a estrutura de liderança das empresas (Rotatividade de CEO). Por outro lado, este artigo também contribui em termos práticos, ao considerar as ocorrências de rotatividade forçada de CEO associadas à divulgação de ações regulatórias de propósito sancionador, propiciando a expansão das discussões sobre a relevância do papel regulador e fiscalizador da CVM, com relação ao seu desempenho diante de atos ilícitos corporativos. Outra contribuição prática seria propiciar discussões quanto à eficácia da aplicabilidade de sanções administrativas para punir irregularidades ou crimes corporativos cometidos no mercado mobiliário, com o propósito de aprimorar a qualidade e a transparência da informação para os seus diversos *stakeholders*.

2 Referencial Teórico

2.1 Rotatividade de CEO

A base teórica para a rotatividade de CEOs decorre de pesquisas que a relacionaram com o gerenciamento de resultados, o desempenho corporativo e as ações de execução dos órgãos reguladores e fiscalizadores, utilizando a Teoria da Agência e o *enforcement* legal.

A relação entre gerenciamento de resultados e rotatividade de CEO pode ser fundamentada na Teoria da Agência quando supõe que os acionistas não conseguem monitorar efetivamente os gestores contra a manipulação de resultados ou o comportamento oportunista (Chen et al, 2016). Os acionistas, na tentativa de monitorar a perda residual de valor da empresa resultante dos conflitos de interesse com os administradores, incorrem no denominado custo de agência (Jensen & Meckling, 1976). Existe uma forma para minimizar esse conflito de interesse e para orientar os gerentes a se concentrarem na criação de valor da empresa: mecanismos de governança interna (Fama & Jensen, 1983). No entanto, os mecanismos de governança interna tais como conselhos de administração e remuneração de CEOs podem não restringir efetivamente os gerentes de se comportarem de forma oportunista, distorcendo os resultados financeiros, destruindo o valor das empresas e prejudicando os acionistas (Hazarika et al., 2012). Nesse contexto, o gerenciamento de resultados fornece um ambiente propício para examinar se os mecanismos de governança interna funcionam para disciplinar os gerentes que se engajam em atividades de interesse próprio, mas potencialmente onerosas para os acionistas.

A falta de transparência nas ações e decisões dos CEOs, como a manipulação dos lucros, é um conceito relevante na discussão entre a rotatividade de CEO e o desempenho mencionado pelas empresas. Sendo assim, esse desempenho reportado das empresas pode se tornar uma ferramenta estratégica para o CEO, e, assim, pode estar sujeito a ações e decisões discricionárias específicas de sua parte, com o propósito de manter o seu cargo de alto executivo e impedir a sua demissão (Leker & Salomo, 2000; Brickley, 2003).

Contudo, não existe consenso na literatura se medidas utilizadas para mensurar o desempenho corporativo devem ser baseadas no mercado de ações ou no desempenho contábil (Lausten, 2002). Estudos apresentaram evidências de que a rotatividade forçada de CEO foi influenciada por grandes e significativos declínios no desempenho da empresa, considerando não só o preço das ações como retornos ajustados ao mercado e mudanças nos lucros contábeis (Barro & Barro, 1990; Murphy & Zimmerman, 1993; Denis & Denis, 1995; Brickley, 2003). A credibilidade das medidas de desempenho baseadas na contabilidade pode ser questionada com base na abordagem proposta pela Teoria Positiva da Contabilidade porque sugere que gerentes podem manipular as demonstrações financeiras de acordo com seus interesses pessoais (Holthausen & Leftwich, 1983).

Na literatura vigente sobre a relação entre a rotatividade de CEO e o desempenho corporativo, há consenso de que os CEOs são mais propensos a serem demitidos em empresas com baixo desempenho no ano anterior à rotatividade em comparação com as empresas sem rotatividade de CEO e com demissão voluntária (Huson et al., 2001; Hazarika et al., 2012; Gorton et al., 2017; Matos & Colauto, 2017). Em contrapartida, o alto desempenho das empresas não impede a probabilidade de rotatividade dos CEOs quando esses gerenciam os resultados na tentativa de atenuar os efeitos de não alcançarem as expectativas de lucros do mercado (Hazarika et al., 2012).

No tocante às classificações de rotatividade do CEO em forçada e voluntária, o estudo de Parrino (1997) foi considerado precursor em determinar essas classificações para a saída de CEO. Todavia, Matos e Colauto (2017) salientaram que não há um consenso entre os pesquisadores sobre essa classificação, além de ser apontada como tendenciosa, já que as empresas buscam ocultar as verdadeiras razões da saída do CEO, empregando expressões evasivas ou vagas para justificá-las.

A rotatividade é classificada como forçada quando ocorre declaração explícita para demissão, conflito ou em que o executivo foi solicitado a pedir demissão e as demais justificativas são enquadradas como saídas voluntárias (Worrell et al., 1993; Engel et al., 2003; Campbell et al., 2011). O estudo de Dissanaike e Papazian (2004) revelou os obstáculos para classificar de forma objetiva e precisa as rotatividades de CEO entre forçadas e voluntárias. Na tentativa de mitigar a natureza tendenciosa das classificações de rotatividade de CEO, os estudos de Bushman et al. (2010), Parrino (1997) e Matos e Colauto (2017) introduziram elementos de objetividade, buscando informações veiculadas em mídia especializada para se aproximar dos verdadeiros motivos da saída do CEO.

Um aspecto relevante a ser considerado na rotatividade de CEO diz respeito às ações executórias expedidas por órgãos reguladores e fiscalizadores para coibir fraudes corporativas. Chen et al. (2016) argumentam que os casos explícitos de irregularidades dos CEOs, como fraude corporativa, e que são resultantes de investigações por autoridades reguladoras e fiscalizadoras, desempenham um papel fundamental na concepção da decisão de demissão do CEO do conselho.

A fraude corporativa é um dos principais sintomas de problemas de agência, e sua influência na rotatividade de CEOs está bem fundamentada em estudos anteriores sobre o mercado financeiro dos EUA (Chen et al., 2016). Karpoff et al. (2014) foi um dos estudos que corroboram a hipótese da influência da fraude corporativa na rotatividade de CEOs, ao inferirem que 93% dos executivos considerados culpados foram demitidos dos seus empregos quando a SEC e o Departamento de Justiça americano os acusaram de distorções financeiras. Mais recentemente, o estudo de Chang et al. (2021) acrescentou que os CEOs praticantes de fraudes são provavelmente forçados a renunciar a seus cargos quando são sancionados e impedidos de atuar como executivos e diretores pela SEC.

Na tentativa de reduzir as fraudes corporativas, as empresas têm adotado os mecanismos de controle de governança corporativa classificados como internos e externos. Todavia, os mecanismos internos tradicionais de governança corporativa como *blockholders*, tamanho e independência de conselhos de administração e remuneração de CEOs nem sempre se mostram plenamente eficazes na redução de fraudes corporativas (Schnatterly, 2003; Dah & Frye, 2017; Ongsakul et al., 2022). Já os mecanismos de controle de governança corporativa externos estão diretamente relacionados aos controles do mercado de capitais, à atuação de fundos de investimentos, ao comportamento ativista de investidores institucionais e de acionistas, além do ambiente legal, regulatório e fiscalizador (Hitt et al., 2007; Gill et al., 2009).

Assim, as empresas que buscam empregar boas práticas de governança corporativa devem considerar os mecanismos internos e externos de maneira simultânea, bem como o nível de proteção ao acionista (Klapper & Love, 2004; De Luca et al., 2021). Nesse sentido, países com mercados financeiros desenvolvidos, boas práticas de governança corporativa e maior valorização das empresas, apresentam forte proteção aos acionistas, o que inclui tanto os direitos previstos em lei e regulamentos, como o cumprimento efetivo da sua aplicação (La Porta et al., 1998, 2000; Pukthuanthong et al., 2018; De Luca et al., 2021).

A existência de leis não configura um ambiente regulatório e fiscalizador capaz de salvaguardar os direitos dos acionistas, o que denota a eficácia desse ambiente seria a adequada aplicação e observância aos mecanismos legais, aspectos relacionados ao conceito de *enforcement* legal (De Luca et al., 2021). A qualidade do *enforcement* legal pelos órgãos reguladores e fiscalizadores, assim como os tribunais de um país são elementos fundamentais para a governança corporativa (La Porta et al., 1998).

Nos países onde a qualidade do *enforcement* é baixa e o ambiente legal é menos desenvolvido,

geralmente os investidores têm mais dificuldade e custos mais elevados na execução de contratos, além de ser verificado algum tipo de ineficiência e corrupção nos tribunais, revelando ainda um enfraquecido sistema judicial e policial (Lerner & Schoar, 2005; Admati, 2017).

Dessa forma, a extensão do *enforcement* legal varia de país para país e os órgãos reguladores desempenham papel crucial para coibir as companhias, em virtude do seu poder legal, e, assim, impactar a conformidade das empresas às práticas consideradas aceitas ou desejáveis (Pache & Santos, 2010; De Luca et al., 2021). A extensão do *enforcement* legal também é considerada uma medida do nível de monitoramento do governo, bem como a aplicação de penas mais severas pela violação de práticas (Banerjee, 2011).

No Brasil, a CVM é órgão responsável pela regulação e fiscalização do mercado de valores mobiliários, assim como pela qualidade do *enforcement* legal (Dantas et al., 2011). Melo et al. (2017) salienta que o papel da CVM é corrigir as falhas no mercado mobiliário e aplicar sanções administrativas aos infratores que descumprem as regras constituídas por meio de processos administrativos.

No contexto brasileiro, o tempo de permanência do CEO no cargo em relação a outros países é um aspecto diferencial e motivador para investigação do potencial que as ações de propósito sancionador têm de influenciar a probabilidade de ocorrência de rotatividade de CEO. O levantamento feito por Machado e Sonza (2022) com dados de 230 empresas brasileiras listadas na B3 entre 2010–2019 aponta um tempo de permanência média de executivos em cargos de CEO de aproximadamente 3,5 anos. Esta característica de temporalidade é inferior ao que se observa no contexto de países desenvolvidos, tal como os EUA, onde se identificou um tempo de permanência média de aproximadamente 6,6 anos, com base no estudo de Leng e Pan (2022) que considerou 2.651 firmas listadas entre 1993–2007. O tempo de permanência de CEOs brasileiros é também inferior a de outras economias emergentes, tal como a da China, tomando por base dados de 1.161 firmas no intervalo de 2008–2016 coletados por Liu e Jiang (2020), em que se identificou um tempo de permanência média de aproximadamente 5,5 anos. Estes quantitativos caracterizam o Brasil como tendo um maior volume ocorrência de eventos de rotatividade de CEO em comparação com outras jurisdições.

A atuação dos órgãos reguladores tem passado por alterações significativas no decorrer do tempo, em decorrência das transformações dos setores econômicos e das complexidades dos negócios, e em virtude do comportamento oportunista dos diversos agentes participantes do processo regulatório, tornando esses órgãos primordiais para coagir as possíveis irregularidades contábeis e administrativas (Schipper, 2003; Kothari et al., 2010).

2.2 Processos Sancionadores

Os países adotam medidas diferenciadas para apurar e punir as irregularidades cometidas pelos agentes participantes do mercado mobiliário. Nos EUA, a SEC é o órgão responsável por introduzir medidas com o propósito de detectar e investigar as irregularidades realizadas por infratores, de reduzir a assimetria informacional e de melhorar a eficiência dos mercados, mantendo a integridade e a proteção dos investidores, se fazendo valer de procedimentos administrativos e civis como mecanismos de propósito sancionador (Nourayi, 1994; Silvers, 2016). Além disso, é responsável pela emissão do *Accounting and Auditing Enforcement Releases* (AAER) que indica diversos processos relacionados à má conduta contábil, apresentando a natureza das ações e o efeito ocasionado nas demonstrações contábeis (Borges & Andrade, 2019).

Na China, a Comissão Reguladora de Valores Mobiliários da China (CSRC) atua como o principal órgão regulador, supervisionando os mercados de valores mobiliários, investigando e disciplinando o comportamento corporativo fraudulento (Chen et al., 2016). Os processos chineses relacionados à aquisição de ações ilegais ou manipulação de preços de ações, às fraudes nas demonstrações financeiras e à violação de provisões de fundos por parte dos acionistas são apresentados por meio do *China Stock Market and Accounting Research Database* (CSMAR) (Borges & Andrade, 2019). Tal como no mercado americano, os procedimentos de propósito sancionador no mercado chinês são conduzidos por meio de mecanismos que incluem ações administrativas e civis, tendo esta última possibilidade sido incluída a partir de uma mudança legislativa ocorrida em 2019 (Chen, 2022).

Considerando o comportamento de mercado dos EUA, o estudo de Silvers (2016) sugere que a supervisão da SEC gera aumento no valor das empresas, suportando a ideia de que a fiscalização de um ente governamental limita os riscos de ocorrência de fraudes. Neste estudo, o autor contou com uma amostra de empresas estrangeiras listadas em bolsa de valores estadunidense e identificou padrões de valorização acionária maiores para empresas de países com ambientes legais mais fracos, uma vez que passaram a estar sob supervisão da SEC.

No cenário brasileiro, a CVM é o órgão competente para investigar irregularidades em relação ao mercado de valores mobiliários mediante a instauração do PAS, que poderão terminar com sanções e aplicação de punições aos agentes infratores por meio de mecanismos administrativos e sem prejuízo da responsabilidade civil e penal (Santos et al., 2020). Os procedimentos nos PAS conduzidos pela CVM ocorreram sob três tipos ao longo dos anos: rito ordinário, rito sumário (até 2017) e rito simplificado (a partir

de 2017). Os processos julgados por ritos sumários ou simplificado compreendem aqueles relativos às infrações consideradas objetivas e consistem em prazos de resolução e valores das multas menores; enquanto os processos por rito ordinário têm prazos maiores de julgamento e penalidades com valores das multas maiores (Borges & Andrade, 2019; CVM, 2014, 2017, 2021).

As penalidades aplicadas pela CVM podem compreender a absolvição, a advertência e a multa consideradas sanções de menor gravidade, ao passo que a suspensão do exercício do cargo, a inabilitação temporária para o exercício do cargo, a suspensão e a cassação de autorização ou de registros, bem como a proibição de atuar em determinadas operações de mercado são exemplos de sanções graves (Coelho, 2004; Borges & Andrade, 2019). Para ilustrar o cenário brasileiro, o Apêndice B apresenta informações gerais com o quantitativo de processos administrativos sancionadores ao longo dos anos de 2011 a 2021.

2.3 Estudos Anteriores e desenvolvimento da hipótese

Os estudos anteriores e similares em relação ao tema processos sancionadores compreendem as pesquisas de Fontes (2013), Fusiger et al. (2015), Karpoff et al. (2014), Smetana (2015), Melo et al. (2017), e Xu et al. (2017), Pukthuanthong et al (2018) e, mais recentemente, Borges e Andrade (2019), Santos et al. (2020) e Chang et al. (2021).

A pesquisa de Fontes (2013) avaliou a conduta dos Conselhos de Administração das companhias abertas brasileiras envolvidas em processos administrativos sancionadores instaurados pela CVM, fundamentada nos pressupostos das teorias das agências e dos *stakeholders*. Os achados dessa pesquisa demonstraram que os conselheiros privilegiam os interesses dos acionistas controladores em detrimento aos acionistas minoritários, não se veem como gestores, desconhecem a legislação pertinente e necessitam de qualificação técnica necessária para enfrentar a complexidade do mundo corporativo.

Já o estudo de Fusiger et al. (2015) identificou as principais infrações cometidas pelos auditores independentes, pessoas físicas ou jurídicas, que ocasionaram processos administrativos sancionadores, instaurados pela CVM. Os autores concluíram que o erro na emissão de relatório, seguida da falta ou execução inadequada do planejamento e dos procedimentos de auditoria foram as infrações de maior ocorrência constatada na pesquisa.

Karpoff et al. (2014) relataram que 89% dos CEOs apontados como culpados por manipulações de resultados e que acarretaram ações de fiscalização da SEC foram demitidos. Por outro lado, o estudo de Melo et al. (2017) procuraram examinar a qualidade da informação contábil e a atuação da CVM mediante os PAS, concluindo que a CVM caracteriza como infração gravíssima os aspectos associados à má qualidade da informação contábil.

Xu et al. (2017) constataram que a atuação da Comissão Reguladora de Valores Mobiliários Chinês ainda é considerada ineficaz e insuficiente no combate de crimes no mercado de valores mobiliários, apesar do crescimento no número de fiscalizações desde o ano de 2011. Os autores também verificaram que as empresas privadas enfrentam um ambiente regulatório mais rígido com penalidades mais severas, enquanto as empresas estatais, particularmente as controladas pelo governo central, usufruem de um ambiente regulatório menos severo.

Pukthuanthong et al. (2018) examinaram as mudanças operacionais e de desempenho em decorrência da rotatividade forçada de CEOs ocasionadas por conflitos sobre a direção estratégica das empresas entre os conselhos de administração e os CEOs. Os autores concluíram que a rotatividade forçada de CEO causada por conflitos entre os conselhos de administração e os CEOs sobre a direção estratégica tendem a ser precedidas por declínios significativos no desempenho operacional e no valor das ações corporativas, bem como tendem a melhorar desempenho corporativo após a rotatividade do CEO.

Borges e Andrade (2019) identificaram como as empresas listadas na B3, categorizadas por setores, foram classificadas em relação aos PAS instaurados pela CVM. Os resultados encontrados pelos autores apontaram que o Setor Financeiro apresentou a maior quantidade de PAS e que as infrações correspondem a erros de divulgação ou ocultação de informações e irregularidades nas demonstrações financeiras, assim como as multas correspondem as penalidades mais impostas pela CVM.

Santos et al. (2020) estudaram o impacto das irregularidades em análise e/ou julgadas nos PAS no valor de mercado das empresas brasileiras, concluindo que as irregularidades ocorridas no período analisado não impactaram o valor de mercado das empresas brasileiras.

Diante do exposto, nota-se na literatura nacional apenas pesquisas com foco em investigar questões relacionadas à atuação regulatória no contexto do mercado de capitais brasileiro centradas, em sua maioria, em fazer levantamentos descritivos desta atuação. No contexto internacional, Chang et al. (2021) analisaram os efeitos das ações de execução da SEC sobre a rotatividade forçada de CEOs culpados por tais ações, após suas violações aos dispositivos da Lei *Sarbanes Oxley* (SOX). Os autores concluíram que as probabilidades de rotatividade de CEOs estão associadas às ações de fiscalização da SEC, principalmente por violações da SOX 303 e 305. Os resultados também apontaram que no período pós SOX, os CEOs perderam seus empregos quando as empresas enfrentarem processos de falência, acusações criminais e reapresentarem os lucros. Em contrapartida, não foi encontrado na literatura nacional qualquer estudo que associasse a probabilidade de ocorrência de rotatividade forçada de CEO a partir da

divulgação de ações regulatórias de propósito sancionador, instauradas pela CVM contra as empresas de capital aberto. Assim, apresenta-se a seguinte hipótese de pesquisa:

Hipótese: A probabilidade de ocorrência de rotatividade forçada de CEO é maior a partir da divulgação de ações regulatórias de propósito sancionador.

3 Metodologia

Considerando o objetivo de investigar a probabilidade de ocorrência de rotatividade forçada de CEO no contexto brasileiro, a partir do anúncio de instauração de PAS pela CVM, a presente pesquisa pode ser tipificada como empírica, correlacional e quantitativa. Empírica porque as conclusões tiradas a seguir se baseiam em dados coletados de observações/eventos reais; correlacional, visto a ênfase em investigar a existência de relação entre a ocorrência de rotatividade de CEO e ações de *enforcement* regulatório; e quantitativa, tendo em vista a utilização de métodos estatísticos para instrumentalizar a análise dos dados. (Kumar, 2011)

Para testar empiricamente a hipótese elencada na seção 2 foram utilizadas duas fontes de dados. Primeiramente, recorreu-se ao *site* da B3 para obtenção de informações acerca do histórico de listagem de companhias abertas e seus respectivos setores. Utilizou-se como segunda fonte de informações o *site* da CVM, em que foi possível fazer levantamento de dois tipos de informações: (i) relativas a PAS abertos pela CVM contra firmas listadas na B3; e (ii) dados anuais da estrutura de liderança das companhias – nos Formulários de Referência (FRE) entregues à CVM –, e identificação das eventuais ocorrências de mudanças nesta estrutura ao longo do período analisado – nas atas de Assembleias Gerais Ordinárias/Extraordinárias e de reuniões de Conselhos de Administração, e em Fatos Relevantes.

A CVM regulamentou o formato e exigência do FRE em 7 de dezembro de 2009, através da Instrução Normativa N.º 408/2009, a qual passou a vigorar para os exercícios iniciados a partir de 1.º de janeiro de 2010 (CVM, 2009). Considerando a impossibilidade de comparação do primeiro ano de divulgação destes formulários com o ano anterior para identificação de mudanças nas estruturas de liderança das firmas, a amostra do presente estudo considerou as firmas listadas na B3 entre 2011 e 2021. A Tabela 1 apresenta a composição da amostra.

Tabela 1

Composição da Amostra

| | | |
|-----|--|-------|
| | Firmas listadas na B3 | (458) |
| (-) | Firmas com registro não ativo ou com ausência de informações (2011 – 2021) | (186) |
| (=) | Firmas listadas na B3 que compuseram a amostra (2011 – 2021) | 272 |

Foram delineadas as seguintes métricas para construção das variáveis – dependentes e independentes – utilizadas nesta pesquisa, as quais apresentam-se listadas no Apêndice A. Conforme discutido na seção 2 desta pesquisa, a literatura tem pontuado diversas características à nível de firma, de setor, relacionados à governança corporativa, às especificidades de gestores, dentre outros aspectos, que se relacionam à ocorrência de rotatividade de CEO. Não há, entretanto, consenso na pesquisa acadêmica que se preocupa em estudar estes tipos de eventos sobre quais variáveis são sumariamente relevantes, tendo em vista os achados divergentes. Neste sentido, optou-se no presente estudo considerar primeiramente variáveis indicadoras de rotatividade e de *enforcement regulatório*, em conjunto com variáveis de controle relacionadas ao tamanho das companhias e à capacidade de monitoramento do Conselho de Administração sobre a diretoria executiva. O Apêndice A descreve como cada uma das variáveis foi construída.

Seguindo o que se estabelece na literatura sobre o tópico de rotatividade de CEO, conduziu-se o estudo deste evento sob duas óticas. Primeiramente, considerando apenas a ocorrência ou não de saída dos CEOs do comando das companhias às quais são vinculados. E em segunda instância, considerando as três possibilidades com as quais ocorre tal rotatividade – retenção, saída forçada e saída voluntária. (Parrino, 1997; Hazarika et al., 2012; Matos & Colauto, 2017).

Assim, a retenção foi classificada nos casos em que o CEO se mantém no cargo entre determinado ano e no ano seguinte, observando-se as datas de eleição do gestor (Parrino, 1997). A saída forçada é classificada quando a rotatividade ocorreu em decorrência de pelo menos uma das seguintes situações: (i) existe descrição clara de que o CEO anterior foi demitido; (ii) não houve comunicado entre o momento de sua eleição e de sua saída sobre a necessidade de alteração do indivíduo ocupante do cargo de CEO; (iii) a saída do ocupante anterior do cargo de CEO não ocorreu por problemas relacionados à saúde ou em decorrência de morte; (iv) após a saída do cargo de CEO, o executivo não ocupa nenhuma outra posição dentro da companhia ou deixa de ocupar posições que acumulava, como os cargos de Direção e/ou Conselheiros (Parrino, 1997; Campbell et al, 2011). Classificou-se como Saída voluntária os casos em que a saída do CEO não ocorreu em função de nenhuma das situações elencadas para a rotatividade classificada como “Saída forçada” (Parrino, 1997).

A utilização da abertura de PAS como métrica para fazer um levantamento da atuação regulatória

da CVM, por sua vez, baseia-se no entendimento de que a entidade reguladora do mercado de capitais brasileiro faz uso da prerrogativa de fiscalizar e punir infrações dos agentes econômicos por ela regulados (Dantas et al., 2011). Considerou-se, portanto, tais processos como a materialização da atividade de *enforcement* pela CVM.

Diante do entendimento contido na literatura de que maiores níveis de governança corporativa podem sugerir que as firmas possuem maior potencial de minimizar a ocorrência de irregularidades e de punir gestores que cometem infrações no desempenho de suas atividades (Hazarika et al., 2012), considerou-se neste estudo variáveis de controle relacionadas a esta características da firma e que tocam especificamente a capacidade de monitoramento do Conselho de Administração, sejam elas: Tamanho do Conselho de Administração (“Tamanho_CA”), Remuneração do Conselho de Administração (“Remuneração_CA”) e Dualidade de CEO (“Dualidade”). Por fim, considerou-se também uma variável para controlar o tamanho das firmas (“Tamanho”), dado que a ocorrência de rotatividade de CEO com base em indicadores de desempenho tende a ser menor em firmas maiores. (Brickley, 2003; Chen et al., 2016; Dah & Frye, 2017; Pukthuanthong et al., 2018).

De modo a alcançar o objetivo proposto da presente pesquisa, foram utilizadas as técnicas estatísticas de regressão logística binária e multinomial (Fávero & Belfiore, 2017). Assim, a investigação foi conduzida em duas etapas. A primeira considerou a mera ocorrência de rotatividade de CEO, de modo a estimar a probabilidade sob um prisma dicotômico, com a aplicação de um modelo de regressão logística binário e o uso de “Rotatividade” como variável dependente. Em um segundo momento, estimou-se a probabilidade de ocorrência de rotatividade de CEO, dentre as três possibilidades: (i) retenção de CEO, (ii) saída forçada de CEO, e (iii) saída voluntária de CEO. Para esta segunda análise, aplicou-se um modelo de regressão logística multinomial, com a utilização de “Rotatividade_Tipo” como variável dependente.

Finalmente, todas as especificações para condução da estratégia empírica incluem efeitos fixos de tempo e de setor. Silvers (2016) e Ongsakul et al. (2022) pontuam que eventos de rotatividade de CEO podem ocorrer com maior constância em setores e momentos específicos. Desta forma, a inclusão de efeitos fixos de tempo foi feita de modo a controlar choques que podem atingir todas as firmas homogeneamente e são variáveis ao longo dos anos, enquanto efeitos fixos de setor são cruciais para controlar características não observáveis invariáveis e específicas de cada setor e que podem afetar o volume e tipo de ocorrências de rotatividade dentro dos diferentes setores econômicos do mercado brasileiro.

4 Apresentação e Discussão de Resultados

A Figura 1 ilustra a distribuição de ocorrência de rotatividade de CEO para as firmas que compuseram a amostra principal deste estudo no decorrer dos anos analisados (2011 – 2021). Do total de 272 empresas consideradas, dentre as três possibilidades de classificação de rotatividade de CEO, a mais prevalente é a de retenção de CEO em todos os períodos, ocorrendo em um intervalo de, aproximadamente, 79,4% (em 2015 e em 2018) a 91,5% (em 2011) das firmas da amostra.

Dentre as firmas da amostra, nos casos em que houve saída de CEO, tem-se um volume maior de ocorrência de saída forçada dos gestores, com uma variação de 5,5% (em 2011) a 14,3% (em 2014), aproximadamente. A menor ocorrência se refere aos casos de saída voluntária de CEO, variando entre 2,9% (em 2011) a 7,4% (em 2015, em 2017 e em 2018), aproximadamente. As tendências ora observadas estão alinhadas a colocação feita por Matos & Colauto (2017), de que eventos de rotatividade de CEO de natureza voluntária – ou a divulgação de justificativas desta natureza – tendem a ocorrer em menor quantidade.

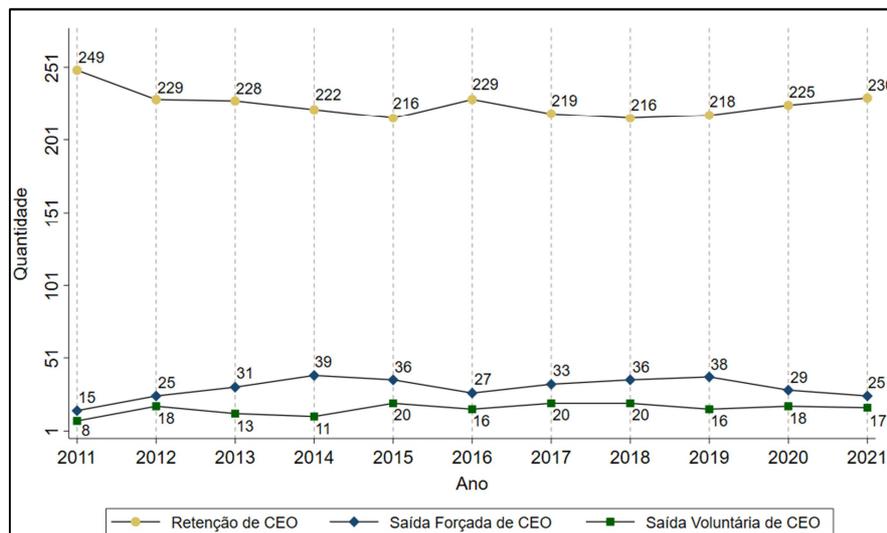


Figura 1 - Distribuição anual nas ocorrências de Rotatividade de CEO em firmas brasileiras

Em relação aos PAS que passaram por todo o devido processo – abertura e julgamento – pela CVM no intervalo entre 2011 e 2021, a Figura 2 ilustra a distribuição anual de processos de finalidade sancionadora, considerados nas análises centrais deste estudo. De um total de 547 PAS julgados entre 2011 e 2021 com atas divulgadas pela entidade brasileira que regula o mercado mobiliário em seu *site*, 158 deles foram instaurados neste período contra firmas listadas na B3 e 121 destes se referiam a companhias que se adequaram aos requisitos para composição da amostra. Dentre as 272 firmas que compuseram a amostra desta pesquisa, 60 delas tiveram pelo menos um PAS instaurado e julgado tendo como réu algum agente vinculado a elas.

O início e o término destes processos podem não ocorrer necessariamente dentro do mesmo ano. Especificamente em relação aos 121 PAS ora considerados, o tempo médio entre a instauração e o julgamento é de, aproximadamente, 2 anos e 8 meses. O menor e o maior prazo observado desta temporalidade é de, aproximadamente, 7 meses e 7 anos, respectivamente. Assim, a redução no volume de abertura de PAS em anos mais recentes, conforme ilustrado na Figura 2, decorre da não apresentação de processos ainda não concluídos.

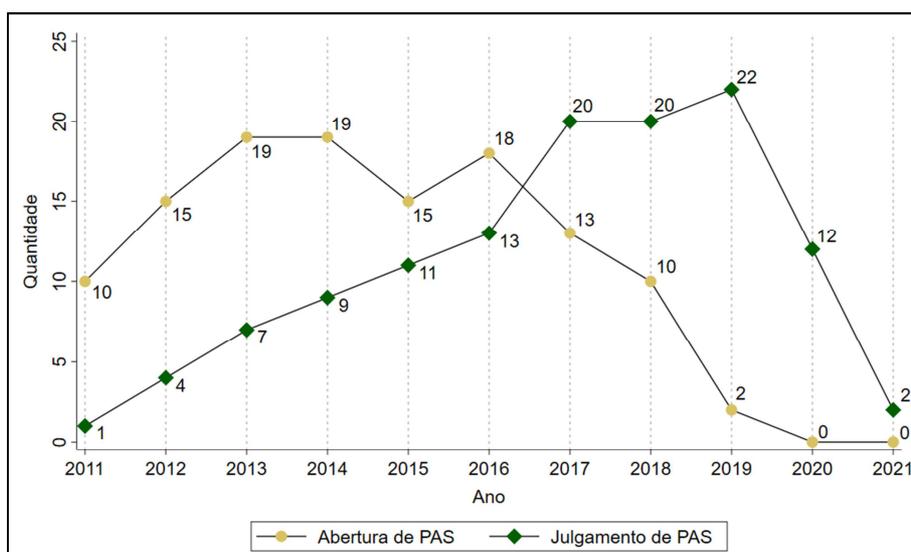


Figura 2 - Distribuição anual de PAS instaurados e julgados pela CVM contra firmas listadas na B3

A Tabela 2 detalha as estatísticas descritivas das variáveis independentes de controle. Para “Dualidade”, cabe destacar que a ocorrência desta estrutura de liderança ao longo do período analisado se deu em menor quantitativo em comparação com estrutura de Não Dualidade. A presença de um mesmo indivíduo acumulando os cargos de CEO e Presidente do Conselho de Administração ocorreu em um intervalo que varia de, aproximadamente, 11,0% (em 2020 e em 2021) a 27,9% (em 2011) das firmas da amostra, conforme ilustrado na Figura 3.

Tabela 2

Estatísticas Descritivas – Variáveis Independentes de Controle

| Variável | Obs. | Média | Desvio-Padrão | Mínimo | Máximo |
|------------------------------|-------|---------------|----------------|--------|------------------|
| Tamanho_CA _{it} | 2.992 | 6,41 | 3,74 | 0 | 30 |
| Remuneração_CA _{it} | 2.992 | 2.263.992 | 7.286.713 | 0,00 | 211.438.336,00 |
| Tamanho _{it} | 2.992 | 36.626.715,82 | 163.498.341,80 | 8,00 | 2.069.206.016,00 |

Os resultados dos modelos de regressão logística estão dispostos na Tabela 3, em que se apresenta dois conjuntos de resultados para cada análise. As Colunas 1-2 reportam os resultados do modelo de regressão logística binária, enquanto as Colunas 3-6 apresentam os resultados para o modelo multinomial. Todas as especificações de modelos incluem efeitos fixos de tempo e de setor. Nas colunas 1, 3 e 5, considera-se a amostra principal da pesquisa, conforme descrito na Tabela 1. Para fins de comparação, incluíram-se as Colunas 2, 4 e 6, de modo a ilustrar que as inferências feitas por meio das análises principais se mantêm quando se considera um conjunto de dados em painel desbalanceado, composto por todo o conjunto de firmas listadas na B3. A Coluna 7 sintetiza os resultados esperados, com base na lógica discutida na seção 3.

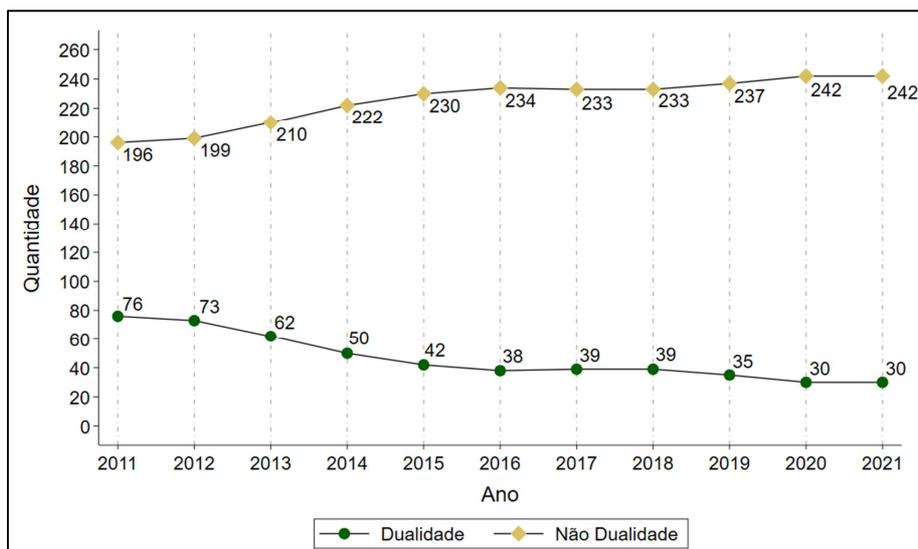


Figura 3 - Distribuição anual de Dualidade entre as Firms da Amostra

Com base no teste χ^2 e considerando um nível de significância de até 10%, rejeita-se a hipótese nula de que todos os parâmetros estimados são estatisticamente iguais a zero, ou seja, pelo menos uma das variáveis independentes é estatisticamente significativa para explicar a probabilidade de ocorrência do evento investigado nas análises conduzidas por meio dos modelos de regressão logística (linhas “LR Chi2” e “Prob > Chi2” na Tabela 3).

Os resultados apresentados nas colunas 1-2 da Tabela 3 referentes a regressão logística binária indicam que a variável dependente de interesse, PAS, é estatisticamente significativa a pelo menos 10%, sugerindo que a abertura pela CVM de PAS contra firmas brasileiras tem influência positiva na probabilidade de ocorrência de rotatividade de CEO.

Tabela 3
Resultados das Regressões

| Variáveis Independentes | Regressão Logística Binária | | Regressão Logística Multinomial | | | | Sinais Esperados |
|---------------------------------|-----------------------------------|-----------------------|--|-----------------------|---------------------------------------|-----------------------|------------------|
| | | | Categoria 0 – Retenção de CEO (Categoria base) | | | | |
| | | | Categoria 1 – Saída forçada de CEO | | Categoria 2 – Saída voluntária de CEO | | |
| | Variável Dependente: Rotatividade | | Variável Dependente: Rotatividade_Tipo | | | | |
| (1) | (2) | (3) | (4) | (5) | (6) | (7) | |
| PAS (Erro Padrão) | ** 0,339 (0,164) | *** 0,410 (0,154) | 0,211 (0,199) | 0,267 (0,188) | ** 0,569 (0,242) | *** 0,658 (0,224) | + |
| Tamanho_CA (Erro Padrão) | *** 0,368 (0,118) | *** 0,352 (0,108) | ** 0,311 (0,143) | ** 0,329 (0,130) | ** 0,473 (0,183) | ** 0,396 (0,169) | + |
| Remuneração_CA (Erro Padrão) | ** -0,034 (0,016) | -0,015 (0,013) | -0,021 (0,019) | -0,008 (0,016) | ** -0,058 (0,023) | -0,028 (0,020) | - |
| Dualidade (Erro Padrão) | *** -0,901 (0,188) | *** -0,861 (0,177) | *** -0,826 (0,224) | *** -0,818 (0,213) | *** -1,042 (0,319) | *** -0,943 (0,295) | - |
| Tamanho (Erro Padrão) | -0,007 (0,029) | -0,025 (0,026) | -0,010 (0,035) | -0,014 (0,031) | -0,006 (0,047) | -0,051 (0,043) | + |
| Painel balanceado | Sim | Não | Sim | Não | Sim | Não | |
| Efeito Fixo de Tempo | Sim | Sim | Sim | Sim | Sim | Sim | |
| Efeitos Fixos de Setor | Sim | Sim | Sim | Sim | Sim | Sim | |
| Observações | 2.992 | 3.555 | 2.992 | 3.555 | 2.992 | 3.555 | |
| LR Chi2 | 138,34 | 156,33 | 162,03 | 180,95 | 162,03 | 180,95 | |
| Prob > Chi2 | 0,000 | 0,000 | 0,048 | 0,045 | 0,048 | 0,045 | |

Nota: *, ** e *** indicam significância estatística, respectivamente, a 10%, 5% e 1%.

Dentre as variáveis de controle consideradas, todas as que se relacionam com a capacidade de monitoramento do Conselho de Administração se mostraram significantes para a amostra central do estudo. De modo geral, estes achados corroboram a colocação de Hazarika et al. (2012) de que boas práticas de governança corporativa elevam o potencial de que estruturas de monitoramento interno das firmas venham a disciplinar gestores que possuam condutas inadequadas. Os achados para a proxy de Tamanho do Conselho de Administração indicam influência positiva desta variável sobre a probabilidade de ocorrência

de rotatividade de CEO, o que está em linha com a colocação apresentada em Pukthuanthong et al. (2018) de que conselhos maiores têm maior capacidade de coibir práticas inadequadas da diretoria executiva das companhias, ainda que sejam mais lentos em tomar decisões.

Ainda para a amostra principal da pesquisa, as variáveis de Remuneração do Conselho de Administração e de Dualidade de CEO apresentaram influência negativa sobre a probabilidade de ocorrência de rotatividade de CEO. Os achados para a variável “Tamanho_CA” corroboram o que é sugerido por Dah e Frye (2017), os quais pontuam que níveis excessivos de compensação à membros de Conselho de Administração tendem a ser um sinal de captura deste órgão pela diretoria executiva, garantindo proteção adicional à manutenção do cargo de CEO, potencialmente levando a um enfraquecimento na capacidade de monitoramento do Conselho. A influência negativa encontrada para “Dualidade”, por sua vez, está em linha com o entendimento de que o poder fiscalizador do Conselho de Administração é minimizado quando a mesma pessoa que preside este órgão dentro da companhia também acumula o cargo de CEO, dada a concentração de poderes executivos e de monitoramento para este único indivíduo (Chen et al., 2016; Dah & Frye, 2017; Pukthuanthong et al., 2018).

A única variável considerada no modelo que não apresentou influência significativa foi “Tamanho”, o que sugere que a complexidade organizacional capturada pela *proxy* para tamanho das companhias não é um indicativo, por si, de variações na ocorrência de Rotatividade de CEO, ainda que haja potencial de que seja um potencial mediador na relação entre desempenho corporativo e rotatividade de CEO, conforme destaca Brickley (2003).

Todos os achados pontuados para a análise binária com a amostra principal são reiterados ao conduzir a análise com o painel desbalanceado, excetuando-se a variável “Remuneração_CA”, a qual não se mostrou significativa para esta amostra adaptada, apesar de manter o mesmo sinal.

Considerando os resultados a partir do modelo de regressão logística multinomial (Colunas 3-6 da Tabela 3), com base nas três possibilidades para rotatividade de CEO – retenção, saída forçada e saída voluntária –, observa-se que a variável que indica a existência de PAS instaurado contra firmas se apresentou com sinal positivo e significativo para a Categoria 2, mas não para a Categoria 1, nos dois conjuntos de análises conduzidos.

Isto revela que, nas amostras ora estudadas e em comparação com a categoria que denota a retenção de CEO, enfrentar litígios abertos pela entidade reguladora aumenta a probabilidade de rotatividade de CEO com a saída voluntária do gestor, não afetando, entretanto, a probabilidade de saída forçada. Este achado opõe-se às evidências e percepções pontuadas por estudos realizados em outros mercados mais desenvolvidos, como o dos EUA (Karpoff et al., 2014; Chang et al., 2021); e de outras economias emergentes, como a da China (Chen et al., 2016); os quais sugerem que CEOs acusados de fraudes corporativas teriam uma tendência maior de sair de seus cargos de maneira forçada.

As estimativas obtidas pelo modelo de regressão logística multinomial conforme apresentadas na Tabela 3 foram obtidos a partir da comparação de cada uma das categorias, 1 (Saída forçada de CEO) e 2 (Saída voluntária de CEO), com a categoria 0 (Retenção de CEO). Isso permitiu comparar variações de probabilidade de cada um dos tipos de saída em relação a possibilidade de retenção de CEO. Por esta análise, não há estimativas que mostram a comparação de probabilidades entre cada um dos tipos possíveis de saída. Para adereçar este ponto, realizou-se um modelo de regressão logística multinomial complementar, alterando a categoria base para a categoria 2, de modo que as análises de probabilidade fossem computadas utilizando a possibilidade de saída voluntária de CEO com o propósito de comparação. Os resultados deste modelo complementar estão apresentados na Tabela 4. O modelo complementar inclui as mesmas especificações da análise central apresentada na Tabela 3.

As estatísticas de validade do modelo complementar são idênticas às do modelo central (linhas “LR Chi²” e “Prob > Chi²” da Tabela 4), tendo em vista que a única alteração se refere a escolha da categoria base. A Coluna 1 da Tabela 4 compara variações de probabilidade da possibilidade de retenção de CEO em relação a de saída voluntária. A magnitude das estimativas obtidas para todas as variáveis consideradas são iguais aos resultados apresentados na Coluna 5 da Tabela 3, com sinais opostos devido à alteração na categoria utilizada como base.

A Coluna 2 da Tabela 4, por sua vez, apresenta os resultados para análise de mudanças de probabilidade pela comparação entre a possibilidade de saída forçada de CEO em relação a de saída voluntária de CEO. Nesta análise, a variável indicadora de instauração de PAS contra firmas se apresentou com sinal negativo. Isto é sugestivo de que o enfrentamento de ações de propósito sancionador instauradas pela CVM contra firmas brasileiras teria menor probabilidade de ocorrência de saída forçada em comparação com saída voluntária. No entanto, com base na comparação destas subamostras dos tipos possíveis de saída de CEO, não se pode aceitar estatisticamente esta interpretação pela ausência de significância à pelo menos 10%.

Com relação à percepção de divergência entre diferentes níveis de “qualidade” do ambiente regulatório de como atividades de *enforcement* se materializam e afetam aspectos da gestão diante de irregularidades praticadas no âmbito do mercado de capitais vai de encontro com evidências e argumentos apresentados por Pache e Santos (2010), Banerjee (2011) e De Luca et al. (2021). Pode-se, portanto, inferir que apesar da identificação e divulgação de potenciais condutas inadequadas serem relevantes para afetar

a probabilidade de ocorrência de rotatividade de CEO, a sinalização de saída de maneira forçada dos gestores incumbentes ligados a firmas investigadas como mecanismo de sinalização de punição não se materializa no contexto institucional brasileiro.

Tabela 4

Resultados da Regressão Logística Multinomial com alteração na categoria base

| Variáveis Independentes | Regressão Logística Multinomial | |
|---------------------------------|--|------------------------------------|
| | Categoria 2 – Saída voluntária de CEO (Categoria base) | |
| | Categoria 0 – Retenção de CEO | Categoria 1 – Saída forçada de CEO |
| | Variável Dependente: Rotatividade_Tipo | |
| | (1) | (2) |
| PAS (Erro Padrão) | ** -0,569 (0,242) | -0,358 (0,290) |
| Tamanho_CA (Erro Padrão) | ** -0,473 (0,183) | -0,161 (0,218) |
| Remuneração_CA (Erro Padrão) | ** 0,058 (0,023) | 0,369 (0,028) |
| Dualidade (Erro Padrão) | *** 1,042 (0,319) | 0,217 (0,380) |
| Tamanho (Erro Padrão) | 0,006 (0,047) | -0,005 (0,055) |
| Painel balanceado | Sim | |
| Efeito Fixo de Tempo | Sim | |
| Efeitos Fixos de Setor | Sim | |
| Observações | 2.992 | |
| LR Chi2 | 162,03 | |
| Prob > Chi2 | 0,048 | |

Nota: *, ** e *** indicam significância estatística, respectivamente, a 10%, 5% e 1%.

Uma justificativa potencial para a inferência acima é de que a saída destes profissionais seria motivada de maneira voluntária (ou não capturada como forçada pelos mecanismos utilizados nesta pesquisa) após o risco de litígio regulatório ser apontado e teria mais prevalência nos casos em que a pessoa ocupante da posição de CEO estivesse arrolada como um dos acusados à época de condução dos PAS. Esta colocação se sustenta ao testar se há relação entre o tipo de rotatividade e a identificação nominal de CEOs atuantes sendo acusados em PAS, conforme se apresenta na Tabela 5.

Tabela 5

Relação entre Rotatividade e CEOs Nominalmente Acusados em PAS

| CEO Acusado | Rotatividade de CEO | | | Total |
|-------------------------|---------------------|----------------------|-------------------------|-------|
| | Retenção de CEO | Saída Forçada de CEO | Saída Voluntária de CEO | |
| Não | 473 | 78 | 46 | 597 |
| Sim | 46 | 8 | 9 | 63 |
| Total | 519 | 86 | 55 | 660 |
| Pearson chi2(2) = 3,247 | | Prob = 0,197 | | |

Entre 2011 e 2021, dentre as 511 ocorrências de rotatividade de CEO da amostra principal deste estudo (334 saídas forçadas e 177 saídas voluntárias, conforme ilustrado na Figura 1), 141 delas ocorreram em firmas nas quais havia condução de algum PAS. Neste contexto, a maioria dos CEOs foram mantidos em seus cargos ainda que nominalmente acusados. Quanto aos casos de saída, a minoria deles, de aproximadamente 12,1%, se refere a casos de CEOs acusados, o que sugere que a atribuição de responsabilização de irregularidades pelo regulador não é o principal fator para tais saídas. Ressalta-se, portanto a diferença proporcional na distribuição das duas alternativas de saída. A proporção de CEOs acusados que deixam o cargo voluntariamente é mais representativa em seu grupo – aproximadamente 16,4% – frente ao que se observa para os que saem forçadamente – aproximadamente 9,3%. Esta composição deste cruzamento entre essas duas características, somada com a inexistência de relação estatisticamente significativa entre elas (teste qui-quadrado com dois graus de liberdade = 3,247, Prob = 0,197) fortalecem os argumentos acima apresentados.

Ademais, no mesmo sentido do que foi identificado a partir da análise binária, as evidências fornecidas pela regressão logística multinomial também sugerem influência significativa do tamanho do Conselho de Administração e da característica de dualidade de CEO, e a inexistência de influência estatisticamente significativa para a variável indicadora do tamanho das firmas. A variável “Remuneração_CA”, por sua vez, somente se mostrou relevante para afetar a ocorrência de rotatividade,

por meio de saída voluntária de CEO e para as estimações realizadas com a amostra principal do estudo.

Cabe destacar a relação entre a variável Dualidade com a variável de Rotatividade, tendo em vista o elevado grau de significância estatística e a baixa variabilidade no cálculo da influência negativa da primeira variável sobre a probabilidade de ocorrência da segunda. A Tabela 6 apresenta a distribuição da estrutura de liderança quanto a presença de Dualidade entre as firmas que compõem a amostra principal e enfrentaram PAS ao longo do período analisado.

Tabela 6
Relação entre Dualidade e Rotatividade

| Dualidade | Rotatividade de CEO | | | Total |
|------------------------------|---------------------|----------------------|-------------------------|-------|
| | Retenção de CEO | Saída Forçada de CEO | Saída Voluntária de CEO | |
| Não | 386 | 81 | 50 | 517 |
| Sim | 133 | 5 | 5 | 143 |
| Total | 519 | 86 | 55 | 660 |
| Pearson $\chi^2(2) = 22,653$ | | Prob = 0,000 | | |

Para a ocorrência de retenção de CEO e em comparação os casos de saída, observa-se elevada concentração para quando o gestor também acumula o cargo de Presidente do Conselho de Administração, num volume de aproximadamente 34,5% em relação ao total de casos de manutenção da posição de CEO. Para as possibilidades de saída, identifica-se uma proporção razoavelmente inferior de estrutura de dualidade, que varia entre, aproximadamente, 6,2% para saída forçada e 10,0% para saída voluntária. Adicionalmente, tem-se que a relação entre as variáveis “Dualidade” e “Rotatividade_Tipo” se mostra estatisticamente significativa (teste qui-quadrado com dois graus de liberdade = 22,653, Prob = 0,000), também ajudando a sustentar o entendimento da já mencionada redução do potencial de monitoramento dos Conselhos de Administração pela ocorrência desta configuração de liderança (Chen et al., 2016; Dah & Frye, 2017; Pukthuanthong et al., 2018).

Em suma, os resultados da pesquisa sugerem que a probabilidade de saída dos CEOs tende a ocorrer principalmente de maneira forçada quando o tamanho do Conselho é maior, em função da possibilidade de o CEO possuir menor poder de atuação em relação aos demais membros do Conselho. Por outro lado, quando o CEO ocupa a posição de presidente e membro do Conselho (Dualidade), a saída do CEO tende a ocorrer de maneira voluntária já que o CEO detém maior poder de atuação e influência dentro da empresa.

Por fim, com base nos resultados discutidos, pode-se rejeitar a hipótese pontuada na seção 2, visto que a probabilidade de ocorrência de rotatividade forçada de CEO é menos elevada mediante a divulgação de ações regulatórias de propósito sancionador pela CVM. O contexto brasileiro estudado sugere que tal rotatividade deriva de saídas voluntárias por parte dos CEOs o que contraria o resultado encontrado pelo estudo de Chang et al. (2021) de que as probabilidades de saídas forçadas de CEOs estão associadas às ações de fiscalização da SEC no mercado mobiliário norte americano.

5 Considerações Finais

A presente pesquisa objetivou investigar a probabilidade de ocorrência de rotatividade forçada de CEO no contexto brasileiro, a partir do anúncio de abertura de PAS pela CVM. Para tanto, foi realizado este estudo empírico, correlacional e quantitativo, com base em dados de 272 companhias abertas brasileiras listadas na B3 entre o período de 2011–2021 e em informações de PAS instaurados e julgados pela CVM no decorrer deste mesmo período.

Os resultados apontaram que a abertura de PAS visando investigar potenciais irregularidades por agentes econômicos vinculados à companhias abertas brasileiras aumenta a probabilidade de ocorrência de rotatividade de CEO. Ao analisar a heterogeneidade na forma de saída destes CEOs, visualizou-se que tal evento é direcionado principalmente por saída voluntária do gestor, não se percebendo efeitos na probabilidade de saída forçada, quando comparados a possibilidade de retenção de CEO. Assim, esses resultados sugerem que os Conselhos de Administração das empresas brasileiras ora investigadas não têm mostrado atuação suficientemente contundente em responsabilizar gestores responsáveis por companhias em que se identificaram a ocorrência de fraudes corporativas, contrastando com o que se observa no contexto norte-americano e chinês, nos quais há maior pressão por uma saída forçada de CEOs mediante a ocorrência de litígios regulatórios (Karpoff et al., 2014; Chen et al., 2016; Chang et al., 2021).

No que tange às variáveis relacionadas à capacidade de monitoramento dos Conselhos de Administração – Tamanho do Conselho, Remuneração do Conselho e Dualidade de CEO –, estas se mostraram significantes para alterar a probabilidade de ocorrência de rotatividade. Já a variável “Tamanho” das companhias não apresentou influência significativa, o que denota que a complexidade organizacional capturada pela *proxy* não é um indicativo, por si, de variações na ocorrência de Rotatividade de CEO.

Os resultados apurados neste estudo podem ser de grande relevância para os diversos

participantes do mercado mobiliário (administradores, acionistas majoritários, acionistas minoritários, membros de conselho fiscal, intermediários e demais públicos), no sentido de demonstrar que a probabilidade de ocorrência de rotatividade de CEO é maior a partir da divulgação de ações regulatórias de propósito sancionador pela CVM, mas também que as empresas brasileiras ainda não penalizam tais gestores a partir da instauração de processos sancionadores pela entidade regulatória com a demissão destes profissionais.

Este estudo apresenta contribuições teóricas e práticas. Em termos teóricos, contribui ao avançar na literatura sobre a relação entre eventos de rotatividade de CEO e atuação regulatória em mercados de capitais, tendo em vista que investigações relativas à tais eventos sobre este aspecto de estrutura de liderança de firmas é geralmente adereçado por variáveis que mensuram características relacionadas a desempenho e à governança corporativa; o que tem levado estudiosos do assunto a achados conflitantes. Verifica-se, portanto, que esta pesquisa tem potencial de contribuição com a literatura ao se avaliar a probabilidade de ações regulatórias em um aspecto relacionado a estrutura de liderança das empresas (Rotatividade de CEO) com enfoque no mercado mobiliário brasileiro.

No que se refere às contribuições práticas, estudar a rotatividade forçada de CEO associada à divulgação de ações regulatórias sancionadoras possibilita avançar em discussões sobre a importância do papel regulador e fiscalizador da CVM, com relação ao seu desempenho diante de ilícitos corporativos cometidos por administradores, acionistas, membros de conselho fiscal, intermediários e demais públicos que participam do mercado mobiliário, com o propósito de melhorar a qualidade e a transparência das informações para os seus diversos *stakeholders*, bem como a eficácia das sanções aplicáveis diante de tais irregularidades.

Como principal limitação desta pesquisa, mencionam-se eventuais imprecisões na categorização dos tipos de saída de CEO a partir dos mecanismos utilizados. Estratégias de “camuflagem” de uma saída forçada como voluntária e vice-versa, que não constem nos documentos utilizados para este estudo, podem não ser capturadas. Apesar disso, a maior parte de ocorrências que diferenciam as formas de saída dos executivos foram abrangidas nos estudos de Parrino (1997) e Campbell et al. (2011) que forneceram base para nossa classificação, o que minimiza quaisquer problemas potenciais de classificações imprecisas. Chama-se atenção também para a impossibilidade de se estender a análise para antes do período ora considerado, tendo em vista que informações sobre estrutura de liderança das firmas, por meio dos Formulários de Referência, somente passaram ser obrigatórios a partir do exercício social de 2011; impossibilitando explorar a totalidade de processos sancionadores instaurados pela CVM. Apesar disto, visualizou-se estabilidade nos resultados obtidos a partir das diferentes configurações de amostras apresentadas.

Finalmente, de modo a investigar se as estimções ora obtidas se mantêm estáveis, sugere-se que pesquisas futuras realizem análises com outras métricas de governança – independência dos membros do Conselho de Administração e instalação de Comitê de Auditoria, por exemplo –, bem como especificidades dos CEOs que podem estar associadas às suas habilidades de gestão – idade, área de formação, período no cargo, dentre outras.

Referências

- Admati, A. R. (2017). A skeptical view of financialized corporate governance. *Journal of Economic Perspectives*, 31(3), 131-50. <https://doi.org/10.1257/jep.31.3.131>
- Assaf Neto, A. (2010). Mercado Financeiro. 9.^a ed. São Paulo. Editora Atlas.
- Banerjee, D. S. (2011). On the sufficiency of regulatory enforcement in combating piracy. *Journal of Regulatory Economics*, 40(2), 160-176. <https://doi.org/10.1007/s11149-011-9154-3>
- Barro, J. R., & Barro, R. J. (1990). Pay, performance, and turnover of bank CEOs. *Journal of Labor Economics*, 8(4), 448-481. <https://doi.org/10.1086/298230>
- Berglöf, E., & Claessens, S. (2006). Enforcement and good corporate governance in developing countries and transition economies. *The World Bank Research Observer*, 21(1), 123-150. <https://doi.org/10.1093/wbro/lkj005>
- Borges, S. R. P., & Andrade, M. E. M. C. (2019). Empresas listadas na B3 vs. Processos Sancionadores da CVM: em qual setor você aposta?. *Revista Mineira de Contabilidade*, 20(1), 63-75. <https://doi.org/10.21714/2446-9114RMC2019v20n1t05>
- Brasil. (1997). Lei 9.457, de 05 de maio de 1997. Altera dispositivos da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Diário Oficial da República Federativa do Brasil, Brasília, DF.

- Brickley, J. A. (2003). Empirical research on CEO turnover and firm-performance: A discussion. *Journal of Accounting and Economics*, 36(1-3), 227-233. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2003.09.003>
- Bushman, R., Dai, Z., & Wang, X. (2010). Risk and CEO turnover. *Journal of Financial Economics*, 96(3), 381-398. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2010.03.001>
- Campbell, T. C., Gallmeyer, M., Johnson, S. A., Rutherford, J., & Stanley, B. W. (2011). CEO optimism and forced turnover. *Journal of Financial Economics*, 101(3), 695-712. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2011.03.004>
- Chakravarthy, B. S., & Zajac, E. J. (1984). Tailoring incentive systems to a strategic context. *Planning Review*, 12(6), 30-35. <https://doi.org/10.1108/eb054082>
- Chang, J.-C., Sun, H.-L., & Tang, A. P. (2021). Effect of SEC enforcement actions on forced turnover of executives: Evidence associated with SOX provisions. *International Review of Economics & Finance*, 76, 277-287. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2021.06.005>
- Chen, J. (2022). The Chinese-style securities class action mechanism for investor protection: context, content, comparison and consequence. *Asia Pacific Law Review*, 30(2) 287-308. <https://doi.org/10.1080/10192557.2022.2073907>
- Chen, J., Cumming, D., Hou, W., & Lee, E. (2016). CEO accountability for corporate fraud: Evidence from the split share structure reform in China. *Journal of Business Ethics*, 138(4), 787-806. <https://doi.org/10.1007/s10551-014-2467-2>
- Coelho, F. U. (2004). *Curso de Direito Comercial*. 2. ed. São Paulo. Editora Saraiva.
- CVM - Comissão de Valores Mobiliários. (2009). Instrução CVM Nº 480, de 7 de dezembro de 2009. Recuperado de <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst480.html>.
- CVM – Comissão de Valores Mobiliários. (2014). Instrução CVM nº 545. Dispõe sobre os processos administrativos sancionadores de rito sumário. Recuperado de <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/inst/anexos/500/inst545.pdf>
- CVM – Comissão de Valores Mobiliários. (2017). Instrução CVM nº 538. Dispõe sobre os processos administrativos sancionadores.. Recuperado de <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/deliberacoes/anexos/0500/deli538consolid.pdf>
- CVM – Comissão de Valores Mobiliários. (2021). Resolução CVM nº 45. Dispõe sobre o rito dos procedimentos relativos à atuação sancionadora no âmbito da Comissão de Valores Mobiliários. Recuperado de <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/resolucoes/anexos/001/resol045consolid.pdf>
- CVM – Comissão de Valores Mobiliários (n.d.). Relatório de Atividade Sancionadora da CVM. Recuperado de: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/relatorios/relatorio-de-atividade-sancionadora>
- Dah, M. A., & Frye, M. B. (2017). Is board compensation excessive?. *Journal of Corporate Finance*, 45, 566-585. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.06.001>
- Dantas, J. A., Chaves, S. M. T., Silva, M. R., & Carvalho, R. P. (2011). Determinações de refazimento/republicação de demonstrações financeiras pela CVM: o papel dos auditores independentes. *Revista Universo Contábil*, 7(2), 45-64. <https://doi.org/10.4270/ruc.20117>
- De Luca, V. M., Góis, A. D., De Luca, M. M. M., & Medeiros, J. T. (2021). Impacto do Enforcement Legal na Relação entre a Governança Corporativa e o Desempenho Empresarial. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 14(1), 332-348. <https://doi.org/10.14392/asaa.2021140110>
- Denis, D. J., & Denis, D. K. (1995). Performance changes following top management dismissals. *The Journal of finance*, 50(4), 1029-1057. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1995.tb04049.x>
- Dissanaïke, G., & Papazian, A. (2004). Management turnover in stock market winners and losers: a clinical

- investigation. *ECGI-Finance Working Paper*, n. 61. <http://doi.org/10.1016/j.iref.2019.03.006>
- Eisenhardt, K. M. (1989). Agency theory: An assessment and review. *Academy of Management Review*, 14(1), 57-74. <https://doi.org/10.5465/amr.1989.4279003>
- Engel, E., Hayes, R. M., & Wang, X. (2003). CEO turnover and properties of accounting information. *Journal of Accounting and Economics*, 36(1), 197-226. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2003.08.001>
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Agency problems and residual claims. *The Journal of Law and Economics*, 26(2), 327-349. <https://doi.org/10.1086/467038>
- Fávero, L. P., & Belfiore, P. (2017). *Manual de Análise de Dados: Estatística e Modelagem Multivariada com Excel®, SPSS® e Stata®*. Rio de Janeiro: Elsevier.
- Fontes, R. M. (2013). *Avaliação da atuação do Conselho de Administração a partir dos processos instaurados pela CVM*. Dissertação de mestrado, Universidade de Brasília, Brasília, Brasil.
- Fusiger, P., Silva, L. M. D., & Carraro, W. B. W. H. (2015). Auditoria Independente: principais infrações que acarretam em processo administrativo sancionador pela Comissão de Valores Mobiliários. *Revista Contexto*, Porto Alegre, 15(30), 76-93.
- Gill, M. S., Vijay, T. S., & Jha, S. (2009). Corporate governance mechanisms and firm performance: a survey of literature. *IUP Journal of Corporate Governance*, 8(1), 7-22.
- Girão, L. F. A. P., & Machado, M. R. (2013). A produção científica sobre assimetria informacional em periódicos internacionais de Contabilidade. *RC&C*, 5(1), 99-119. <https://doi.org/10.5380/rcc.v5i1.29923>
- Gorton, G. B., Huang, L., & Kang, Q. (2017). The limitations of stock market efficiency: Price informativeness and CEO turnover. *Review of Finance*, 21(1), 153-200. <https://doi.org/10.1093/rof/rfw008>
- Hazarika, S., Karpoff, J. M., & Nahata, R. (2012). Internal corporate governance, CEO turnover, and earnings management. *Journal of Financial Economics*, 104(1), 44-69. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2011.10.011>
- Hitt, M. A., Ireland, R. D., & Hoskisson, R. E. (2007). *Strategic Management: Competitiveness and Globalization*. Ohio: Thomson/South-Western.
- Holthausen, R. W., & Leftwich, R. W. (1983). The economic consequences of accounting choice implications of costly contracting and monitoring. *Journal of Accounting and Economics*, 5, 77-117. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(83\)90007-1](https://doi.org/10.1016/0165-4101(83)90007-1)
- Huson, M. R., Parrino, R., & Starks, L. T. (2001). Internal monitoring mechanisms and CEO turnover: A long-term perspective. *The Journal of Finance*, 56(6), 2265-2297. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00405>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behaviour, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360. <https://doi.org/10.2139/ssrn.94043>
- Karpoff, J. M., Lee, D. S., Martin, G. S. (2014). The consequences to managers for financial misrepresentation. In: Di Pietra, R., McLeay, S., Ronen, J. (eds.) *Accounting and Regulation*. Springer, New York. https://doi.org/10.1007/978-1-4614-8097-6_14
- Klapper, L., & Love, I. (2004). Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. *Journal of Corporate Finance*, 10(5), 703-728. [https://doi.org/10.1016/S0929-1199\(03\)00046-4](https://doi.org/10.1016/S0929-1199(03)00046-4)
- Kothari, S. P., Ramanna, K., & Skinner, D. J. (2010). Implications for GAAP from an analysis of positive research in accounting. *Journal of Accounting and Economics*, 50(2-3), 246-286. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2010.09.003>
- Kumar, R. (2011). *Research methodology*. 3ª ed. [S.l.] SAGE.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), 3-27. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00065-9](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00065-9)

- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (1998). Law and Finance. *Journal of Political Economy*, 106(6), 1113-1155. <https://doi.org/10.1086/250042>
- Lausten, M. (2002). CEO turnover, firm performance and corporate governance: empirical evidence on Danish firms. *International Journal of Industrial Organization*, 20(3), 391-414. [https://doi.org/10.1016/S0167-7187\(00\)00083-7](https://doi.org/10.1016/S0167-7187(00)00083-7)
- Leker, J., & Salomo, S. (2000). CEO turnover and corporate performance. *Scandinavian Journal of Management*, 16(3), 287-303. [https://doi.org/10.1016/S0956-5221\(99\)00023-8](https://doi.org/10.1016/S0956-5221(99)00023-8)
- Leng, T., & Pan, L. (2022). CEOs' general managerial skills and corporate risk taking subject to the moderator of CEO tenure. *European Financial Management*, 1– 37. <https://doi.org/10.1111/eufm.12401>
- Lerner, J., & Schoar, A. (2005). Does legal enforcement affect financial transactions? The contractual channel in private equity. *The Quarterly Journal of Economics*, 120(1), 223-246. <https://doi.org/10.1162/0033553053327443>
- Liu, C., & Jiang, H. (2020). Impact of CEO characteristics on firm performance: evidence from China listed firms. *Applied Economics Letters*, 27(14), 1–5. <https://doi.org/10.1080/13504851.2019.1607965>
- Machado, V. N., & Sonza, I. B. (2022). Remuneração dos executivos e risco. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 19(2), 112-126. <https://doi.org/10.5007/2175-8069.2022.e81436>
- Matos, R. M., & Colauto, R. D. (2017). Justificativas do turnover de CEOs: Estudo em companhias brasileiras investidas por fundos de pensão. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 11(30), 24-35. <https://doi.org/10.11606/rco.v11i30.134430>
- Medauar, O. (1993). *A Processualidade no Direito Administrativo*. Revista dos Tribunais: São Paulo.
- Melo, L. B., Alvarenga, F. de O., Marques, J. A. da C., & Sauerbronn, F. F. (2017). Qualidade da informação contábil e os processos administrativos julgados pela CVM: uma análise entre 2014 e 2016. *Pensar Contábil*, 19(70), 24-33.
- Murcia, F. D.-R., & Santos, A. S. (2009). Fatores determinantes do nível de disclosure voluntário das companhias abertas do Brasil. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade*, 3(2), 72-95. <https://doi.org/10.17524/repec.v3i2.68>
- Murphy, K. J., & Zimmerman, J. L. (1993). Financial performance surrounding CEO turnover. *Journal of Accounting and Economics*, 16(1-3), 273-315. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(93\)90014-7](https://doi.org/10.1016/0165-4101(93)90014-7)
- Nourayi, M. M. (1994). Stock price responses to the SEC's enforcement actions. *Journal of Accounting and Public Policy*, 13(4), 333-347. [https://doi.org/10.1016/0278-4254\(94\)90003-5](https://doi.org/10.1016/0278-4254(94)90003-5)
- Ongsakul, V., Jaroenjitrkam, A., Treepongkaruna, S., & Jiraporn, P. (2022). Does board gender diversity reduce 'CEO luck'?. *Accounting & Finance*, 62(1), 243-260. <http://doi.org/10.1111/acfi.12788>
- Pache, A.-C., & Santos, F. (2010). When worlds collide: The internal dynamics of organizational responses to conflicting institutional demands. *Academy of Management Review*, 35(3), 455-476. <https://doi.org/10.5465/amr.35.3.zok455>
- Parrino, R. (1997). CEO turnover and outside succession a cross-sectional analysis. *Journal of financial Economics*, v. 46, n. 2, p. 165-197. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(97\)00028-7](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(97)00028-7)
- Pukthuanthong, K., Ullah, S., Walker, T. J., & Zhang, J. (2018). Conflict-induced forced CEO turnover and firm performance. *Managerial Finance*, 44(9), 1134-1154. <https://doi.org/10.1108/MF-06-2017-0227>
- Santos, S. F. S., Funchal, B., & Nossa, S. N. (2020). Irregularidades e o valor de mercado das empresas. *Revista de Administração Mackenzie*, 21. <https://doi.org/10.1590/1678-6971/eRAMD200057>
- Schipper, K. (2003). Principles-based accounting standards. *Accounting Horizons*, 17(1), 61-72. <https://doi.org/10.2308/acch.2003.17.1.61>

- Schnatterly, K. (2003). Increasing firm value through detection and prevention of white-collar crime. *Strategic Management Journal*, 24(7), 587-614. <https://doi.org/10.1002/smj.330>
- Silvers, R. (2016). The valuation impact of SEC enforcement actions on nontarget foreign firms. *Journal of Accounting Research*, 54(1), 187-234. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.12098>
- Smetana, T. B. S. (2015). *Os processos administrativos sancionadores julgados pela CVM e sua relação com compliance: um estudo com as empresas listadas no índice de governança corporativa*. Dissertação de Mestrado, Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo.
- Worrell, D. L., Davidson, W. N., & Glascock, J. L. (1993). Stockholder reactions to departures and appointments of key executives attributable to firings. *Academy of Management Journal*, v. 36, n. 2, p. 387-401. <https://doi.org/10.5465/256528>
- Xu, W., Chen, J., & Xu, G. (2017). An empirical analysis of the public enforcement of securities law in China: finding the missing piece of the puzzle. *European Business Organization Law Review*, 18, 367-389. <https://doi.org/10.1007/s40804-017-0070-6>

* Uma versão preprint do artigo foi apresentada no XIII AdCont, 2022.

NOTAS

AGRADECIMENTOS

Agradecemos à CAPES (Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior) pela bolsa de doutorado.

CONTRIBUIÇÃO DE AUTORIA

Concepção e elaboração do manuscrito: R. S. Guimarães, L. S. Santiago, M. A. S. Macedo

Coleta de dados: R. S. Guimarães, L. S. Santiago

Análise de dados: R. S. Guimarães, L. S. Santiago, M. A. S. Macedo

Discussão dos resultados: R. S. Guimarães, L. S. Santiago, M. A. S. Macedo

Revisão e aprovação: R. S. Guimarães, L. S. Santiago, M. A. S. Macedo

CONJUNTO DE DADOS DE PESQUISA

O conjunto de dados que dá suporte aos resultados deste estudo não está disponível publicamente.

FINANCIAMENTO

O presente trabalho foi financiado em parte pela Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior – Brasil (CAPES) – Código de Financiamento 001.

CONSENTIMENTO DE USO DE IMAGEM

Não se aplica.

APROVAÇÃO DE COMITÊ DE ÉTICA EM PESQUISA

Não se aplica.

CONFLITO DE INTERESSES

Não se aplica.

LICENÇA DE USO

Os Direitos Autorais para artigos publicados neste periódico são do autor, com direitos de primeira publicação para a Revista. Em virtude de aparecerem nesta Revista de acesso público, os artigos são de uso gratuito, com atribuições próprias, em aplicações educacionais, de exercício profissional e para gestão pública. A Revista adotou a licença [Creative Commons Atribuição 4.0 Internacional - CC BY NC ND](https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/). Esta licença permite acessar, baixar (download), copiar, imprimir, compartilhar, reutilizar e distribuir os artigos desde que com a citação da fonte, atribuindo os devidos créditos de autoria. Nesses casos, nenhuma permissão é necessária por parte dos autores ou dos editores. Autores têm autorização para assumir contratos adicionais separadamente, para distribuição não-exclusiva da versão do trabalho publicada nesta revista (ex.: publicar em repositório institucional ou um capítulo de livro).

PUBLISHER

Universidade Federal de Santa Catarina. Curso de Ciências Contábeis e Programa de Pós-graduação em Contabilidade. Publicação no [Portal de Periódicos UFSC](https://portal.periodicos.ufsc.br/). As ideias expressadas neste artigo são de

responsabilidade de seus autores, não representando, necessariamente, a opinião dos editores ou da universidade.

EDITORES

José Alonso Borba, Denize Demarche Minatti Ferreira, Carlos Eduardo Facin Lavarda.

HISTÓRICO

Recebido em: 14/12/2022 – Revisado por pares em: 18/05/2023 – Reformulado em: 13/11/2023 – Recomendado para publicação em: 15/11/2023 – Publicado em: 08/12/2023