

# Origem e fama do CEO no desempenho das empresas e na percepção do mercado\*

Lucas Tresso Caruso Marcolino<sup>1</sup>

 <https://orcid.org/0000-0002-8774-4680>

E-mail: lucas.tresso@gmail.com

Vinicius Augusto Brunassi Silva<sup>1</sup>

 <https://orcid.org/0000-0002-1299-321X>

E-mail: vinicius.brunassi@fecap.br

<sup>1</sup> Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado, Programa de Mestrado em Ciências Contábeis, São Paulo, SP, Brasil

Recebido em 21.08.2021 – Desk aceite em 08.09.2021 – 2ª versão aprovada em 19.01.2022

Editor-Chefe: Fábio Frezatti

Editora Associada: Andrea Maria Accioly Fonseca Minardi

## RESUMO

Este artigo investigou as decisões de trocas de *chief executive officer* (CEO) e as relações entre as características do novo CEO escolhido com o desempenho da empresa e as percepções do mercado de ações. Nosso estudo visa ampliar os entendimentos em uma área ainda pouco explorada pela literatura. Em especial, apresentamos um novo direcionamento para o estudo de Malmendier e Tate (2009) ao abordar a questão do CEO *superstar* considerando a percepção do mercado acerca da contratação do executivo e seu desempenho na nova empresa. O artigo evidencia uma nova questão de pesquisa que permeia a percepção do mercado acerca da troca de executivos classificados como *superstar*. Em adição, o estudo conecta as literaturas sobre CEOs *superstars* e troca de executivos, apresentando novos achados para a temática. Os resultados obtidos trazem novos achados para a literatura e elucidam que CEOs *superstars* são positivamente avaliados pelo mercado no anúncio da contratação. Contudo, tais executivos não demonstram melhor desempenho que as demais empresas do setor em períodos posteriores, o que corrobora e amplia os aspectos negativos encontrados por Malmendier e Tate (2009). A metodologia usada foi estudo de eventos, MQO, Logit e Probit. O presente artigo evidencia que empresas maiores e com melhor desempenho operacional possuem maior probabilidade de escolher um novo CEO com *status* de *superstar* em situações de troca de executivos. CEOs de origem externa e classificados como *superstar* são, em média, mais bem avaliados do que seus pares pelo mercado na janela de evento referente ao anúncio de contratação. Contudo, o desempenho de tais executivos pode ficar aquém dos resultados apurados para a média dos setores. Os resultados supracitados ampliam a discussão a respeito das decisões de troca de executivos e salientam novos achados sobre o papel da origem do CEO e seu *status* de reconhecimento e fama.

**Palavras-chave:** troca de CEO, estudo de evento, desempenho de empresas, *superstar*.

## Endereço para correspondência

Lucas Tresso Caruso Marcolino

Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado, Programa de Mestrado em Ciências Contábeis

Avenida da Liberdade, 532 – CEP 01502-001

Liberdade – São Paulo – SP – Brasil

\*Trabalho apresentado no XLV Encontro da ANPAD, outubro de 2021.



## 1. INTRODUÇÃO

Decisões de troca de *chief executive officer* (CEO) são uma das formas mais utilizadas pela governança da empresa como medida para recuperação dos resultados (Dardour et al., 2018).

Tais decisões de troca de CEO, no entanto, ultrapassam questões meramente relacionadas ao desempenho financeiro da empresa e assumem uma conotação ainda maior no que tange à percepção do mercado e à volatilidade das ações. Um novo CEO pode gerar incertezas sobre suas habilidades, de forma a elevar a volatilidade dos retornos (Pan et al., 2015). Ainda analisando o aspecto da volatilidade das ações, Clayton et al. (2005) discorrem que a saída voluntária de um CEO apresenta resultados de volatilidade menores se comparada a uma troca forçada de CEO.

Sobre o desempenho do negócio, diversos estudos e pesquisas acadêmicas abordaram os CEOs analisando suas características, dualidade de presença como CEO e membro do conselho, vínculo familiar de gestão, origem interna ou externa e as relações que essas variáveis apresentam quando comparadas com os indicadores financeiros da empresa (Warner et al., 1988; Khurana & Nohria, 2005; Bennedsen et al., 2007; Zagorchev, 2013; Dardour et al., 2018).

A decisão de troca de um CEO, ao ser divulgada por uma empresa, pode ser interpretada de maneiras diferentes devido a diversos aspectos relacionados às características do novo CEO e a sua procedência (Clayton et al., 2005; Pan et al., 2015). Distintos estudiosos têm observado que a origem do novo CEO, pertencer à organização atual (interno) ou contratado de fora da empresa (externo), é uma característica relevante para as expectativas futuras do desempenho financeiro e da percepção do mercado em relação às trocas (Giambatista et al., 2005; Jalal & Prezas, 2012; Khurana & Nohria, 2005; Weisbach, 1988).

Este artigo avalia as decisões de troca de CEO e enfatiza as relações entre origem e fama do CEO contratado com o desempenho da empresa e as percepções do mercado de ações. Nosso estudo contribui para a literatura de finanças corporativas e troca de executivos em pelo menos três vertentes. Primeiro, aferimos se executivos reconhecidos com maior prestígio pela mídia (*superstar*) são avaliados de forma distinta pelo mercado de ações nos eventos de anúncio de contratação por determinada empresa.

Rosen (1981) abordou as discussões a respeito dos *superstars* e da importância desse fenômeno para a

economia moderna. Os aspectos relativos à economia dos *superstars* alcançaram o mundo empresarial e, em especial, as posições de liderança da organização. Os CEOs alcançam classificações que se assemelham à de celebridades quando atingem um desempenho de sucesso durante sua atuação (Hayward et al., 2004; Treadway et al., 2009; Fleck et al., 2014).

Malmendier e Tate (2009) investigaram o processo de autopromoção de um CEO e como ele afeta os resultados das empresas no longo prazo e constataram que, à medida que os CEOs elevam seu *status* e sua fama, os resultados das empresas pioram ao longo do tempo.

Diferente da pesquisa de Malmendier e Tate (2009), nosso estudo ressalta a troca de executivos e aborda a questão do CEO *superstar* considerando a percepção do mercado acerca da contratação do executivo e seu desempenho na nova empresa. Desta forma, ao analisar as relações existentes entre o CEO *superstar* e os retornos anormais, este trabalho visa ampliar os entendimentos nessa área que é pouco explorada.

O artigo utiliza uma estratégia adicional ao que é apresentado por Malmendier e Tate (2009) para apurar se determinado CEO é considerado *superstar* pela mídia. Além da classificação feita por meio de prêmios recebidos (semelhante ao procedimento adotado pelos pesquisadores supracitados), utilizamos informações sobre o volume de pesquisas no Google para cada CEO da nossa amostra, conforme diversos estudos recentes (Bank et al., 2011; Takeda & Wakao, 2014; Ekinci & Bulut, 2020). Tal procedimento é importante para aferir o prestígio atribuído pela mídia para certos executivos, já que incorpora a participação recorrente de executivos em notícias e programas de alcance internacional e nacional.

Por fim, investigamos o desempenho do CEO na nova empresa comparando: (i) os resultados entre CEOs promovidos internamente e os contratados junto ao mercado e (ii) executivos classificados como *superstar* pela mídia *versus* CEOs sem *status* de reconhecimento e fama no momento do anúncio da troca. Acreditamos que esse é o primeiro artigo a investigar as relações entre os CEOs *superstars* e os retornos anormais das ações no evento de anúncio de troca. As conclusões deste estudo, ainda que amplamente descritivas, fornecem contribuições de natureza acadêmica e prática para a temática.

## 2. REFERENCIAL TEÓRICO

Com frequência, a troca do CEO é um dos instrumentos mais utilizados pela governança corporativa quando o desempenho da empresa apresenta resultados abaixo do esperado (Dardour et al., 2018).

Estudos realizados na França, entre 2003 e 2012, apontaram que o desempenho contábil possui maior peso do que o desempenho das ações no mercado para as decisões de troca de CEOs (Dardour et al., 2018).

Em adição, a escolha de um CEO familiar pode implicar problemas ainda maiores em relação ao desempenho das empresas. Estudos conduzidos na Dinamarca apontam que o desempenho operacional é estatisticamente inferior para CEOs familiares se comparado com os que não possuem vínculo familiar (Bennedsen et al., 2007). Estudos mostram evidências de que a estrutura do Conselho de Administração e o monitoramento afetam a rotatividade dos CEOs e que maior independência do conselho leva a um processo mais rigoroso de monitoramento deles (Guo & Masulis, 2015). A participação de diretores externos no conselho também afeta, de maneira negativa, a chance de troca do CEO quando a empresa apresenta desempenhos abaixo do esperado (Dardour et al., 2018).

Os pormenores de monitoramento dos CEOs estão relacionados com o problema de agência (Jensen & Meckling, 1976). A sua remuneração é frequentemente analisada pelos aspectos do problema de agência como uma das soluções possíveis. Bertrand e Mullainathan (2001) mostram resultados empíricos a respeito da importância do processo de monitoramento na definição da remuneração do CEO.

Existe a tendência de deterioração do desempenho da empresa antes de ocorrer a troca do CEO e os anúncios de troca são percebidos pelo mercado com otimismo e com retornos anormais positivos no preço das ações sugerindo que os investidores, no geral, analisam os anúncios de troca de CEO como boas notícias para a melhoria do desempenho futuro das empresas (Warner et al., 1988; Weisbach, 1988; Bonnier & Bruner, 1989; Huson et al., 2004).

A forma como ocorre a substituição do CEO atual e a decisão do sucessor à posição também afetam, de modo elevado, a possibilidade de a empresa melhorar seu desempenho (Huson et al., 2004; Khurana & Nohria, 2005).

Warner et al. (1988) apresentaram uma relação negativa entre o desempenho do preço das ações e as decisões de mudanças na administração da empresa. Vale ressaltar que os resultados obtidos pelos autores nos Estados Unidos apresentam conclusões diferentes

dos estudos conduzidos na França por Dardour et al. (2018), em que o desempenho gerencial foi apresentado com maior peso na explicação da troca de CEO.

Zagorchev (2013) investigou como o anúncio de trocas de CEO do setor financeiro dos Estados Unidos afeta o mercado acionário. O estudo concentrou-se em analisar empresas unicamente do setor financeiro e mostrou que o tipo de saída do CEO é fundamental para entender as reações subsequentes do mercado.

As trocas do CEO também se apresentam como uma forma de comunicar mudanças ao mercado e tentar recuperar a legitimidade com investidores e outros *stakeholders*. Existem evidências de que o mercado responde positivamente ao anúncio de troca de CEO quando as empresas sinalizam claramente uma ruptura com os padrões antigos (Gangloff et al., 2016). Tais efeitos corroboram com a ideia de que investidores se preocupam com questões de sucessão (Shen & Cannella, 2003).

As características e o perfil do CEO afetam o processo de tomada de decisão e podem estar associados a comportamentos antiéticos e oportunistas. Um estudo com 68 empresas brasileiras concluiu que existe uma correlação positiva entre CEOs narcisistas e práticas de evasão fiscal (*tax avoidance*) (Araújo et al., 2020). Outro estudo conduzido com 227 empresas listadas na B3 entre 2010 e 2016 aponta que novos CEOs tendem a gerenciar resultados por meio de escolhas contábeis dentro dos limites das normas para apresentar um desempenho superior ao dos seus antecessores (Souza Neto et al., 2021).

A troca de CEO é entendida pelo mercado como incerteza acerca das novas estratégias que possam ser adotadas, bem como a habilidade do novo CEO. No caso de saída forçada do CEO, a volatilidade aumenta em 24% no primeiro ano (Clayton et al., 2005). Esses resultados estão em linha com os estudos de Pan et al. (2015) e Orekhova et al. (2019). Outro estudo recente destaca a importância do CEO para o desempenho operacional da empresa: quando ele é hospitalizado por um período de 10 dias, a empresa apresenta redução de 0,5 pontos percentuais em seu desempenho operacional (Bennedsen et al., 2020).

Em adição, estudos apontam correlações positivas entre a *performance* da empresa e as decisões de um CEO externo para a posição (Garcia-Blandon et al., 2019). Além disso, ao analisarem se os CEOs possuíam ou não um MBA, não encontraram diferenças estatisticamente significantes, porém, destacam que aqueles com formação em engenharia tendem a apresentar melhores

desempenhos (Garcia-Blandon et al., 2019). Ao analisar a área de formação em engenharia, os resultados dos estudos de Garcia-Blandon et al. (2019) estão alinhados com os estudos de Murphy et al. (1991), quando enfocam as relações entre a alocação dos talentos e o crescimento da produtividade dos Estados Unidos. Sobre o aspecto do MBA, Bertrand e Schoar (2003) apontam que o CEO com MBA possui uma relação positiva com o desempenho do negócio. Kaplan et al. (2012) ressaltam que o desempenho está positivamente relacionado com as habilidades do CEO.

A literatura recente sobre trocas de CEOs tem apresentado, como de suma importância para as empresas, a decisão do tipo de origem dos candidatos: CEO internos e externos (Weisbach, 1988; Giambatista et al., 2005; Khurana & Nohria, 2005; Jalal & Prezas, 2012). A escolha de troca de CEO por um substituto de dentro da organização está relacionada com a redução da assimetria informacional nesse processo de escolha, uma vez que os membros do Conselho de Administração já possuem informações mais detalhadas sobre o candidato (Harris & Helfat, 1997; Tian et al., 2011).

Um estudo de natureza causal apresenta evidências de que um CEO não relacionado com a família possui elevado valor para o processo de gestão da empresa (Bennedsen et al., 2007). Bloom e Van Reenen (2007) apontam que práticas gerenciais mais pobres são mais comuns em empresas familiares, nas quais o controle gerencial foi passado para o filho primogênito. As mudanças estratégicas de CEOs internos possuem características mais incrementais e contínuas por focarem nos recursos organizacionais existentes e por tenderem a uma visão de mudança estratégica mais limitada às experiências passadas dentro da própria empresa (Zang & Rajagopalan, 2010).

Pesquisas recentes mostram que a atuação dos CEOs supera questões simplesmente administrativas, já que estes ocupam espaços que se assemelham ao de celebridades. Eles são classificados como celebridades quando alcançam um desempenho de sucesso em diferentes situações ao longo do tempo (Hayward et al., 2004; Treadway et al., 2009; Fleck et al., 2014). *Superstar* é um fenômeno de grande importância no mundo moderno. Em seu artigo seminal, Rosen (1981) aborda o efeito econômico das pessoas que alcançam o *status* de *superstar*.

O estudo de Malmendier e Tate (2009) apresenta evidências de que o aumento da fama e do poder do CEO está intimamente relacionado com os problemas de

agência e que tais executivos tendem a destruir o valor das empresas no longo prazo. Ao se tornar um CEO *superstar*, a dedicação direcionada para atividades que envolvem benefícios particulares, tais como escrever livros, participar em conselhos de outras empresas e jogar golfe, começa a ocupar a agenda do executivo (Malmendier & Tate, 2009).

Destaca-se nessa pesquisa o efeito de destruição de valor ao longo do tempo após o CEO receber uma premiação. Ao analisar o retorno sobre ativos (ROA), aqueles ganhadores de prêmios apresentam destruição da rentabilidade das empresas nos dois anos subsequentes ao recebimento do prêmio. No entanto, a sua remuneração total é positivamente afetada após o recebimento do prêmio (Malmendier & Tate, 2009).

Crespim Junior (2019), inspirado pelos trabalhos de Malmendier e Tate (2009), apresentou uma releitura a respeito da popularidade dos CEOs abordando o mercado brasileiro. Seus resultados apontam para o aumento da sua popularidade entre o período de 2013 a 2017. Sob o aspecto de desempenho das empresas, os indicadores ROE e ROA apresentaram uma relação positiva com a popularidade dos CEOs. No que tange à remuneração, os resultados obtidos indicam que maior popularidade está associada a maiores remunerações.

Maia et al. (2018) estudaram a relação entre a reputação do gestor e o desempenho empresarial sob quatro perspectivas: inovação, internacional, operacional e de mercado. Os pesquisadores observaram diferenças positivas para o desempenho de mercado (medido pelo *Market-to-Book*) entre gestores de maior e menor reputação.

Na medida em que o processo de comunicação corporativa evolui expondo o CEO e, em decorrência, a mídia e os jornalistas focam na sua figura, cria-se uma cultura de fama (Hayward et al., 2004; Treadway et al., 2009; Fleck et al., 2014) que afeta negativamente o seu comportamento e leva à queda do desempenho das empresas (Malmendier & Tate, 2009).

O presente artigo contribui com a pesquisa de Malmendier e Tate (2009) ao enfatizar a troca de executivos e o papel dos CEOs *superstars* como gestores de uma nova empresa. Em adição, avaliamos os anúncios de contratação de um novo CEO considerando a origem dos executivos (internos e externos). Com isso, exploramos a relevância dos *superstars* e da origem dos executivos contratados no desempenho das empresas e nas reações do mercado no momento do anúncio de trocas.

### 3. DADOS E ESTRATÉGIA EMPÍRICA

As análises realizadas foram feitas com uma base de dados única contendo 132 observações organizadas em um formato de corte transversal após coleta e organização de informações de empresas listadas na Bolsa de Valores Brasileira (B3) para o período de janeiro de 2010 até dezembro 2019. A coleta das informações sobre cada CEO foi feita por pesquisa na base de dados da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) via Formulário de Referência. As cotações de ações e indicadores de desempenho das empresas foram obtidas por meio do sistema Economática®.

A construção da variável CEO *superstar* foi baseada na análise de diferentes prêmios recebidos por eles – semelhante ao procedimento adotado por Malmendier e Tate (2009) – e na utilização do volume de pesquisas realizadas no Google para cada um, de forma semelhante a diversos estudos recentes (Bank et al., 2011; Takeda & Wakao, 2014; Ekinci & Bulut, 2020).

Como primeiro critério, avaliamos diferentes prêmios recebidos pelos executivos. Para isso, foram mapeadas nove potenciais fontes de ampla circulação e focadas em negócios: Forbes, Valor Econômico, Exame, Época Negócios, Você S/A, Você RH, HSM Management, Harvard Business Review – HBR, Grupo Gestão RH (GGRH) e Americas Society/Council of the Americas (AS/COA). Infelizmente, percebemos que a cultura de premiação e de reconhecimento difundida nos EUA, que permitiu o levantamento de dados no estudo de Malmendier e Tate (2009), não é observada de forma consolidada no Brasil e apenas as premiações atribuídas pela Forbes e pelo Valor Econômico foram utilizadas. Na Forbes foi possível acessar sete edições entre 2014 e 2019. No Valor Econômico foi possível acessar 10 edições entre 2010 e 2019 (uma edição por ano). Vale ressaltar que as sete edições da Forbes e as 10 edições do Valor Econômico são publicações especiais dedicadas a prêmios e destaques dos melhores CEOs de cada ano. Cabe também salientar que aparições de CEOs em edições comuns são frequentes. Contudo, tais aparições não representam uma premiação em si e, desta forma, não foram consideradas na base para a definição da variável CEO *superstar*.

Além disso, como esse estudo concentrou sua atenção para as percepções do mercado, a *proxy* baseada em premiações parecia ser insuficiente. É possível imaginar a existência de CEOs cujos nomes são popularmente conhecidos no mercado pelas conquistas que obtiveram,

independentemente de terem recebidos prêmios ou não. Assim, ao considerar o resultado de buscas realizadas no Google para o nome de cada um deles, no período de 12 meses anteriores ao mês do Fato Relevante, é possível estabelecer um critério de reconhecimento de maneira semelhante à estratégia adota por Bank et al. (2011) para reconhecimento das empresas.

A coleta de tais dados foi feita por meio da ferramenta SEMrush e, por meio dela, foram obtidos os resultados aproximados, para o período de 12 meses anteriores ao mês do evento, do número total de pesquisas no Google Brasil, considerando possíveis formas diferentes de procura com abreviações ou nomes incompletos. Ressaltamos que a estratégia empírica de considerar o número de pesquisas sobre o CEO no Google se assemelha ao método adotado por Crespim Junior (2019) em seu estudo que propõe a releitura de Malmendier e Tate (2009) para realidade do mercado brasileiro.

O critério para definição da variável *dummy* de CEO *superstar* levou em consideração a combinação de prêmios recebidos e a quantidade de buscas do seu nome nos 12 meses anteriores ao mês do anúncio da contratação pela empresa. Assim, os CEOs premiados pela Forbes ou pelo Valor Econômico ou com quantidade elevada de buscas no Google no ano anterior às divulgações das contratações foram classificados como *superstars* (analisamos a quantidade de buscas para todos os executivos da amostra e definimos como CEO *superstar* os executivos com maior quantidade de buscas). Dessa forma, essa variável considera os ganhadores de prêmios e os executivos com buscas por nome acima do 8º decil na quantidade de buscas como critério de classificação.

O conteúdo proveniente dos resultados de busca no Google foi analisado com cautela. Casos de escândalos éticos, corrupção, problemas de gestão ou dificuldades da empresa podem elevar o resultado de pesquisas sobre o CEO tornando-o um *superstar* não pelo desempenho superior alcançado ou pela elevada *expertise* na análise de negócios e conjunturas para a mídia, mas, sim, por um problema que o envolve. Para eliminar esse efeito, casos relacionados a escândalos de corrupção e indicações de conteúdos negativos não foram considerados para a definição de um CEO *superstar*.

A Tabela 1 apresenta as descrições detalhadas das variáveis selecionadas com base na revisão teórica deste trabalho.

**Tabela 1**

Definição das variáveis explicativas

Grupo	Variável	Símbolo	Definição
Variáveis de interesse do novo CEO	Origem	Orig	<i>Dummy</i> para origem do novo CEO; se a escolha for um CEO externo será igual a 1.
	<i>Superstar</i>	Star	<i>Dummy</i> : se o CEO for um <i>superstar</i> recebe valor igual a 1.
Características do novo CEO	Escolaridade	Esc	Anos de estudos do CEO em curso superior considerando Graduação, Pós-Graduação, MBA, Mestrado e Doutorado.
	Área de Formação	Form	<i>Dummy</i> para áreas de Engenharia sendo igual a 1 e outras áreas de formação igual a 0. Garcia-Blandon et al. (2019) e Murphy et al. (1991) apresentaram indícios de que formação em engenharia está associada com melhor desempenho.
	MBA, Pós-Graduação, Mestrado e/ou Doutorado	Pós	Variável <i>dummy</i> com valor 1 para CEO que concluíram cursos de MBA, Pós-graduação, Mestrado e/ou Doutorado e 0 para CEO formados apenas na Graduação ou sem formação superior completa.
	Sexo	Sexo	Variável <i>dummy</i> com valor 1 para homens e 0 para mulheres.
	Anos de Experiência	Exp	Anos de atuação do novo CEO em cargos de gestão conforme claramente divulgado no Fato Relevante da Troca de CEO ou no Formulário de Referência da CVM no momento de registro do novo CEO.
Variáveis da empresa	Taxa de Retorno	ROA	Última informação divulgada da empresa antes da data do evento. Cálculo dado pelo lucro líquido dividido pelo total do ativo.
	Alavancagem	Alav	Última informação divulgada da empresa antes da data do evento. Cálculo dado pelo total da dívida, dividido pelo patrimônio líquido.
	Lucro por Ação	L/A	Última informação divulgada da empresa antes da data do evento. Lucro da empresa no período, dividido pela quantidade de ações em circulação.
	<i>Market-to-Book Ratio</i>	M/B	Última informação divulgada da empresa antes da data do evento. Valor de mercado da empresa (preço da ação multiplicado pela quantidade de ações em circulação), dividido pelo valor de registro da empresa.
	Tamanho	LnTam	Última informação divulgada da empresa antes da data do evento. Valores dos ativos totais expressos em logaritmo natural.
	Governança	Gov	Variável <i>dummy</i> : o valor é igual a 1 para empresas classificadas como novo mercado ou nível 2.

CVM = Comissão de Valores Mobiliários.

Fonte: Elaborada pelos autores.

Como uma primeira investigação, este artigo analisou as diferenças nas médias ou proporções das características dos CEOs no momento da troca e do desempenho da empresa, imediatamente antes do anúncio da sua troca, separando as amostras de acordo com as variáveis de interesse: origem (interno ou externo), reconhecimento e fama (normal ou *superstar*).

Foram utilizadas as estatísticas de teste para o estimador pontual da diferença entre as duas médias

amostrais, como parâmetro para verificar a existência de diferença entre os CEOs para os grupos, de acordo com a origem, o reconhecimento e a fama.

Para aferir as decisões acerca da contratação do novo CEO, utilizamos modelos de escolha discreta (Logit e Probit) de forma complementar aos testes de diferenças de médias. A especificação econométrica para os modelos de probabilidade está expressa na fórmula 1.

$$Prob(y = 1|x) = G(\alpha_0 + \alpha_1 ROA_{it-1} + \alpha_2 Alav_{it-1} + \alpha_3 L/A_{it-1} + \alpha_4 M/B_{it-1} + \alpha_5 LnTam_{it-1} + \alpha_6 Gov_{it-1} + \varepsilon_i) \quad 1$$

em que  $Y$  é uma variável *dummy* com valor 1 para CEO externo e 0 para o interno ou 1 para CEO ou *superstar* e 0 para o normal;  $G$  é uma Função Distribuição Acumulada (FDA), cuja forma específica depende do estimador utilizado (Logit ou Probit);  $\alpha_0$  é o intercepto;  $\alpha_n$  são os coeficientes para cada uma das variáveis explicativas; e  $\varepsilon$  é o termo aleatório de erro. As outras variáveis estão definidas na Tabela 1.

Para investigar os efeitos do anúncio de troca na percepção do mercado, adotou-se como técnica a realização de estudo de eventos. O procedimento de estimação do retorno esperado ( $\bar{R}_i$ ) considera informações históricas de preço para definição da janela de estimação. Para dados diários, recomenda-se a adoção de uma janela temporal mínima de 30 dias (Soares et al., 2002). O procedimento adotado neste estudo considerou como período padrão de janela pré-evento os 100 dias anteriores à janela de evento.

A estimativa de retorno esperado ( $\bar{R}_i$ ) foi definida por meio de uma regressão linear simples, em que  $\bar{R}_i = \alpha + \beta * R_{mt}$ . A variável  $\bar{R}_i$  é a taxa de retorno esperado (retorno normal) do ativo em um período de tempo  $t$ ,  $\alpha$  é o intercepto da regressão linear,  $R_{mt}$  é o retorno de mercado nos dias específicos da janela de evento e  $\beta$  é

o coeficiente angular da regressão linear. Consideramos neste estudo o retorno do Índice da Bolsa de Valores de São Paulo (Ibovespa) como *proxy* para retorno de mercado.

O estudo de evento foi conduzido para três janelas de evento diferentes: um dia antes do evento e um dia depois dele (-1,+1), três dias antes do evento e três dias após (-3,+3) e cinco dias anteriores ao anúncio e cinco dias posteriores (-5,+5). Como premissa, dias sem negociações foram eliminados da série histórica de cotações no momento de elaboração das janelas de estimação e evento.

Utilizamos regressões múltiplas com estimação dos coeficientes por Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) para verificar as relações entre os retornos anormais acumulados nas janelas de evento e as variáveis de interesse do estudo (origem e *superstar*).

$$\begin{aligned} CAR_i = & \alpha_0 + \alpha_1 ROA_{it-1} + \alpha_2 Alav_{it-1} + \alpha_3 L / A_{it-1} + \alpha_4 M / B_{it-1} + \alpha_5 Gov_{it-1} \\ & + \alpha_6 LnTam_{it-1} + \alpha_7 Esc_{it-1} + \alpha_8 Form_{it-1} + \alpha_9 Pós_{it-1} + \alpha_{10} Sexo_{it-1} \\ & + \alpha_{11} Exp_{it-1} + \alpha_{12} Orig_{it-1} + \alpha_{13} Star_{it-1} + \alpha_{14} Orig * Star_{it-1} + \varepsilon_i \end{aligned}$$

2

em que  $\alpha_0$  é o intercepto;  $\alpha_n$  são os coeficientes para cada uma das variáveis explicativas; e  $\varepsilon$  é o termo aleatório de erro. As outras variáveis estão definidas na Tabela 1.

Por fim, investigamos a relação entre a decisão de troca do CEO, enfatizando as variáveis origem e *superstar*, e a *performance* da empresa ao longo do tempo. Foram

selecionados três indicadores como *proxy* para resultados do negócio: o ROA, como medida de desempenho operacional; o L/A, como medida de valor ao acionista; e o *Market-to-Book Ratio* (Valor de Mercado pelo Valor Patrimonial – M/B), como medida de percepção geral de valor do mercado e oportunidade de crescimento.

## 4. ANÁLISE DOS RESULTADOS

### 4.1 Estatística Descritiva

Na Tabela 2 são apresentadas as estatísticas descritivas das variáveis de resultados financeiros das empresas, para uma amostra final de 132 observações.

Foi adotada a técnica de winsorização para a realização

das análises. Adotou-se 5% como parâmetro para a técnica, devido à quantidade limitada de dados na base. A winsorização a 1% representaria ajuste apenas no maior valor e no menor valor e não seria suficiente para corrigir as distorções na base.

**Tabela 2**

Estatísticas descritivas das variáveis da empresa

Empresas (n)	Tratamento	Estatística descritiva	Indicadores da empresa					
			ROA	Alav	L/A	M/B	Tam	Gov
132	Sem winsorização	Mínimo	-613,7	-14,2	-4819,6	-126,6	0,0	0,00
		Média	-8,7	104,5	-91,5	0,4	47,9	0,76
		Máximo	73,1	450,5	1385,5	24,8	866,8	1,00
		Desvio-padrão	61,2	120,7	556,8	16,2	149,0	0,43
	Winsorização a 5%	Mínimo	-34,3	0,0	-322,8	-0,5	0,2	0,00
		Média	-1,7	103,9	-23,6	2,0	22,0	0,76
		Máximo	17,9	425,5	5,2	8,4	118,9	1,00
		Desvio-padrão	13,0	116,4	78,3	2,3	35,0	0,43

**Nota:** As variáveis do resultado financeiro da empresa representam a informação imediatamente anterior disponível à data do anúncio da troca do CEO. O conjunto de variáveis “Sem winsorização” apresentam os valores obtidos sem nenhum tratamento no ajuste. O conjunto de variáveis “Com winsorização” apresentam os valores após winsorização a 5% para as observações mais elevadas e mais baixas. Tamanho em milhões de reais utilizando ativos totais como proxy.

**Fonte:** Elaborada pelos autores.

A Tabela 3 aborda as características do novo CEO para a amostra final de 132 observações. Os resultados são apresentados com destaque para as variáveis de interesse.

**Tabela 3**

Estatísticas descritivas das variáveis de características do novo CEO

Características do CEO		Total		Origem				Fama/Reconhecimento			
				Interno		Externo		Normal		Superstar	
		CEO(n)	%	CEO(n)	%	CEO(n)	%	CEO(n)	%	CEO(n)	%
<b>TOTAL</b>		<b>132</b>	<b>100</b>	<b>92</b>	<b>70</b>	<b>40</b>	<b>30</b>	<b>97</b>	<b>73</b>	<b>35</b>	<b>27</b>
Sexo	Homem	127	96	89	67	38	93	70	34	26	18
	Mulher	5	4	3	2	2	4	3	1	1	0
Educação	Sem formação superior	4	3	4	3	0	4	3	0	0	0
	Superior completo	48	36	37	28	11	34	26	14	11	7
	MBA/Pós-graduação	63	48	38	29	25	49	37	14	11	8
	Mestrado/Doutorado	17	13	13	10	4	10	8	7	5	4
Área de formação (graduação)	Engenharia	52	39	34	26	18	34	26	18	14	11
	Negócios	58	44	42	32	16	46	35	12	9	7
	Outros	17	13	12	9	5	12	9	5	4	1
	Não possui	5	4	4	3	1	5	4	0	0	0
Anos de estudo	≤ 3 anos	3	2	3	2	0	3	2	0	0	0
	4 a 5 anos	47	36	36	27	11	34	26	13	10	7
	6 a 7 anos	45	34	30	23	15	33	25	12	9	6
	8 a 9 anos	15	11	10	8	5	10	8	5	4	3
	> 9 anos	22	17	13	10	9	17	13	5	4	2
Anos de experiência em cargos de gestão	≤ 5 anos	10	8	8	6	2	9	7	1	1	0
	5 a 15 anos	53	40	35	27	18	39	30	14	11	7
	16 a 25 anos	47	36	33	25	14	34	26	13	10	8
	26 a 35 anos	16	12	11	8	5	11	8	5	4	3
	36 a 40 anos	3	2	3	2	0	2	2	1	1	1
	> 40 anos	3	2	2	2	1	2	2	1	1	0

**Nota:** “%” representa a frequência relativa com base na quantidade total de CEO contidos na base. Informação no momento do anúncio de troca do CEO. Formação em Negócios compreende as áreas de Administração, Economia e Contabilidade.

**Fonte:** Elaborada pelos autores.

Antes de avançarmos com a análise dos resultados das regressões, investigamos possíveis problemas de multicolinearidade entre as variáveis do estudo. Análises de correlação e Fatores de Inflacionamento da Variância (VIF) indicam ausência de problemas de multicolinearidade nas variáveis.

## 4.2 Diferenças entre Empresas e CEOs para as Variáveis de Interesse

### 4.2.1 Características dos CEOs

A Tabela 4 apresenta as médias e as diferenças entre médias e proporções para os grupos CEO interno e CEO externo. As variáveis referentes aos anos de estudo e se

possui MBA, Pós-graduação, Mestrado ou Doutorado foram as únicas a apresentarem diferenças consideráveis entre as médias ou proporções estatisticamente significantes a 10%.

A análise da variável “Pós” pode sugerir que a promoção de CEOs internos são decisões mais pautadas nas conquistas e no desempenho já apresentado por ele na empresa. Tais resultados estão em conformidade com as discussões de Harris e Helfat (1997) e Tian et al. (2011) sobre a assimetria de informação no processo de troca de CEO. Seria razoável supor que, à medida que o CEO é externo, pautar-se na trajetória educacional e nos títulos acadêmicos do CEO poderia ajudar na redução da assimetria informacional do processo.

**Tabela 4**

*Características dos CEOs: diferenças para interno e externo*

Características do CEO		Total		Origem do novo CEO					
				CEO interno		CEO externo		Diferença	
		Média ou proporção	Desvio-padrão	Média ou proporção	Desvio-padrão	Média ou proporção	Desvio-padrão	Média ou proporção	Test-t
Sexo	Homem = 1	0,96	0,19	0,97	0,18	0,95	0,22	-0,02	-0,48
Pós	MBA/Pós/Mestrado/Doutorado = 1	0,61	0,49	0,55	0,50	0,73	0,45	0,17	1,84*
Form	Engenharia = 1	0,39	0,49	0,37	0,49	0,45	0,50	0,08	0,87
Esc	Escolaridade (anos)	6,15	2,54	5,91	2,60	6,70	2,34	0,79	1,71*
Exp	Cargos de gestão (anos)	16,96	9,51	17,14	9,89	16,55	8,69	-0,59	-0,34

**Nota:** Características dos CEOs para o total de 132 observações e para as subamostras CEO interno (92 observações) e externo (40 observações). São apresentados as médias e o desvio-padrão para as variáveis de características do CEO.

\*\*\* =  $p < 0,01$ ; \*\* =  $p < 0,05$ ; \* =  $p < 0,10$ .

**Fonte:** Elaborada pelos autores.

A Tabela 5 apresenta os resultados das médias e proporções e das diferenças entre médias e proporções para os grupos CEO normal e CEO *superstar*.

As variáveis referentes aos anos de estudo e se o CEO possui MBA, Pós-graduação, Mestrado ou Doutorado não apresentam grandes diferenças para os grupos de CEO normal e *superstar* e não são estatisticamente significantes. Esses resultados podem significar que a educação formal não é o principal componente para alcançar o *status* de *superstar* e estão em linha com as ideias de diversos estudos que sinalizam que os eles ganham fama de acordo com o desempenho alcançado durante sua gestão (Hayward et al., 2004; Treadway et al., 2009; Fleck et al., 2014).

A proporção de CEOs com formação em engenharia é, em média, 16% maior para o grupo de *superstar* e estatisticamente significativa a 10%. Esses resultados corroboram os achados de Crespim Junior (2019) em sua releitura dos estudos de Malmendier e Tate (2009) para o Brasil. Considerando que o *status* de *superstar* é alcançado com base no desempenho anterior obtido, tais resultados podem sugerir uma concentração maior de engenheiros no grupo CEO *superstar* em comparação ao grupo normal, o que está alinhado aos resultados de Garcia-Blandon et al. (2019) sobre o desempenho superior para os formados em Engenharia e aos de Murphy et al. (1991) sobre as maiores taxas de crescimento em países com maior proporção de engenheiros.

**Tabela 5**

Características dos CEOs: diferenças para normal e superstar

Características do CEO		Total		Fama/Reconhecimento do novo CEO					
				CEO normal		CEO superstar		Diferença	
		Média ou proporção	Desvio-padrão	Média ou proporção	Desvio-padrão	Média ou proporção	Desvio-padrão	Média ou proporção	Test-t
Sexo	Homem = 1	0,96	0,19	0,96	0,20	0,97	0,17	0,01	0,34
Pós	MBA/Pós/Mestrado/Doutorado = 1	0,61	0,49	0,61	0,49	0,60	0,50	-0,01	-0,09
Form	Engenharia = 1	0,39	0,49	0,35	0,48	0,51	0,51	0,16	1,70 *
Esc	Escolaridade (Anos)	6,15	2,54	6,14	2,65	6,17	2,24	0,03	0,06
Exp	Cargos de gestão (Anos)	16,96	9,51	16,30	9,66	18,80	8,95	2,50	1,39

**Nota:** Características dos CEOs para o total de 132 observações e para as subamostras CEO normal (97 observações) e superstar (35 observações). São apresentados as médias e o desvio-padrão para as variáveis de características do CEO.

\*\*\* =  $p < 0,01$ ; \*\* =  $p < 0,05$ ; \* =  $p < 0,10$ .

**Fonte:** Elaborada pelos autores.

A Tabela 4 apresenta evidências iniciais de que a educação e a obtenção de títulos acadêmicos são mais relevantes para decisões de contratação de CEOs externos. No que diz respeito aos CEOs *superstars*, os resultados da Tabela 5 não mostram diferenças para as características supracitadas, o que pode indicar que a escolha por eles é amparada pela experiência e pelo desempenho anteriormente alcançado.

#### 4.2.2 Desempenho das empresas antes do anúncio da troca do CEO

A Tabela 6 apresenta as médias e as diferenças entre

médias para os grupos CEO normal e CEO *superstar* em relação às variáveis de desempenho das empresas.

Ao interpretar as diferenças nas médias, é possível verificar se características das empresas estão associadas com uma maior chance de o CEO selecionado ser um *superstar*. Foram encontradas diferenças nas médias positivas e estatisticamente significante a 1% para as variáveis de desempenho ROA e Tamanho. A variável M/B apresentou uma diferença positiva e estatisticamente significante a 10%. Governança apresentou diferença estatisticamente significantes a 5%.

**Tabela 6**

Desempenho das empresas: diferenças para CEO normal e superstar

Desempenho da empresa resultado anterior à data do evento		Total		Fama/Reconhecimento do novo CEO					
				CEO normal		CEO superstar		Diferença	
		Média ou proporção	Desvio-padrão	Média ou proporção	Desvio-padrão	Média ou proporção	Desvio-padrão	Média ou proporção	Test-t
ROA	Retorno sobre os Ativos	-2,18	12,51	-4,14	13,84	4,93	7,26	9,07	4,74***
Alav	Dívida sobre PL	110,39	117,11	103,19	119,89	105,80	107,65	2,61	0,12
L/A	Lucro por Ação	-24,90	80,62	-29,09	84,79	-8,22	54,81	20,87	1,62
M/B	Market-to-Book	1,79	2,04	1,74	2,18	2,66	2,44	0,93	1,95*
Tam	Ln Ativos	15,60	1,83	15,11	1,90	16,46	1,49	1,35	4,18***
Gov	Governança = 1	0,75	0,43	0,71	0,46	0,89	0,32	0,17	2,02**

**Nota:** Desempenho das empresas para o total de 124 observações e para as subamostras CEO normal (89 observações) e CEO superstar (35 observações). São apresentados as médias e o desvio-padrão para as variáveis do desempenho da empresa após winsorização a 5%.

\*\*\* =  $p < 0,01$ ; \*\* =  $p < 0,05$ ; \* =  $p < 0,10$ .

**Fonte:** Elaborada pelos autores.

As diferenças observadas sugerem que empresas maiores possuem mais chance de contratar um CEO *superstar* do que as menores. Tais resultados podem estar diretamente associados com o efeito que o *status superstar* gera na remuneração do CEO, conforme discutido nos estudos de Malmendier e Tate (2009).

O ROA e o M/B também podem estar associados com a maior capacidade das empresas em contratar um CEO *superstar*. Parece razoável afirmar que o efeito de concentração de um *superstar*, em número limitado de pessoas que ganham um quantia significativa de dinheiro descrita por Sherwin Rosen (1981), é um fator que limita a

capacidade de empresas de menor porte ou com resultados baixos acessarem esses profissionais.

A Tabela 7 apresenta os coeficientes para os modelos de probabilidade do novo CEO ser um *superstar*, de acordo com o desempenho da empresa anterior ao anúncio de troca. Os resultados dos sinais dos coeficientes e a significância estatística dos estimadores das regressões convergem, no geral, para os mesmos resultados obtidos pelo teste das diferenças. Por meio das análises iniciais de diferença entre médias e com base nas regressões Logit e Probit podemos destacar que empresas com mais ativos e com melhor desempenho operacional (ROA) possuem maior probabilidade de escolherem um novo CEO com *status* de *superstar*.

**Tabela 7**

Resultados da estimação Logit e Probit para CEO *superstar*

Desempenho da empresa	Variável dependente: Fama/Reconhecimento do CEO (CEO <i>superstar</i> = 1)							
	Sem winsorização				Dados winsorizados a 5%			
	Logit		Probit		Logit		Probit	
	Coeficiente	Efeito marginal	Coeficiente	Efeito marginal	Coeficiente	Efeito marginal	Coeficiente	Efeito marginal
Constante	-7,700*** (2,2405)	-	-4,616*** (1,3042)	-	-8,677*** (2,7171)	-	-5,070*** (1,5621)	-
ROA	0,0512 (0,0314)	0,005	0,0292 (0,0178)	0,005	0,1068** (0,0467)	0,016	0,0547** (0,0247)	0,015
Alav	-0,0004 (0,0013)	0,000	-0,0002 (0,0007)	0,000	0,0001 (0,0025)	0,000	0,0000 (0,0015)	0,000
L/A	0,0009 (0,0013)	0,000	0,0004 (0,0007)	0,000	-0,0043 (0,0048)	-0,001	-0,0019 (0,0027)	-0,001
M/B	0,1462* (0,084)	0,014	0,0931* (0,0517)	0,016	0,1098 (0,1349)	0,016	0,0750 (0,0807)	0,021
Tam	0,3480*** (0,1284)	0,032	0,2067*** (0,0752)	0,036	0,4106** (0,1598)	0,060	0,2373** (0,0929)	0,065
Gov	1,0398 (0,6571)	0,080	0,6506* (0,374)	0,093	0,8973 (0,6423)	0,114	0,5887 (0,3723)	0,140
Pseudo-R <sup>2</sup>	21,0%		21,3%		21,8%		21,7%	
LV	-58,3		-58,1		-57,7		-57,7	
Observações	124		124		124		124	

**Nota:** Resultados das estimações dos modelos não lineares de probabilidade (Logit e Probit). Os resultados apresentam os coeficientes estimados e o efeito marginal. Erros-padrão estão apresentados entre parênteses. LV é abreviação para Log Verossimilhança. A amostra foi de 132 observações para 124 em virtude da exclusão de empresas financeiras na regressão.

\*\*\* =  $p < 0,01$ ; \*\* =  $p < 0,05$ ; \* =  $p < 0,10$ .

**Fonte:** Elaborada pelos autores.

### 4.3 Resultados do Estudo de Eventos

A Tabela 8 apresenta os valores médios do retorno anormal acumulado médio (*cumulative average abnormal return* – CAAR) para diferentes janelas de evento e os testes de diferenças entre médias para os grupos relacionados à origem do CEO e ao seu *status* de reconhecimento e fama.

Ao analisar as diferenças do CAAR para os eventos separados entre CEO interno e externo, é possível notar que, para todas as janelas de evento, o resultado apresentou diferenças positivas. Para a janela de evento (-1,+1), o resultado foi estatisticamente significativo e evidencia que os retornos anormais relacionados com a troca de um CEO são mais expressivos no momento em que a informação sobre a troca ocorre.

No caso de CEO *superstar*, o resultado foi positivo para as janelas (-1,+1) e (-5,+5). Não foram observadas diferenças estatisticamente significantes para as janelas de evento.

**Tabela 8**

Diferenças do CAAR em relação à origem do CEO e status de fama e reconhecimento

Características do novo CEO	Nº CEO	CAAR [-1;+1]		CAAR [-3;+3]		CAAR [-5;+5]		
		Média	Desvio-padrão	Média	Desvio-padrão	Média	Desvio-padrão	
<b>TOTAL</b>	<b>132</b>	<b>0,09%</b>	<b>9,22%</b>	<b>0,31%</b>	<b>12,46%</b>	<b>-0,99%</b>	<b>13,40%</b>	
CEO Origem	Interno	92	-0,77%	9,40%	-0,72%	12,78%	-1,90%	13,50%
	Externo	40	2,11%**	8,91%	2,71%**	11,87%	1,11%	13,35%
	Dif.		2,88%*	1,72%	3,43%	2,30%	3,01%	2,54%
CEO Superstar	Normal	97	0,03%	10,47%	0,67%	14,10%	-1,48%	14,78%
	Superstar	35	0,26%	4,21%	-0,71%	6,10%	0,36%	8,69%
	Dif.		0,23%	1,28%	-1,38%	1,76%	1,84%	2,10%

**Nota:** Desempenho das empresas para o total de 132 observações e para as subamostras da Origem do CEO e seu status de reconhecimento e fama. São apresentados as médias e o desvio-padrão para CAAR do total e eventos.

\*\*\* =  $p < 0,01$ ; \*\* =  $p < 0,05$ ; \* =  $p < 0,10$ .

**Fonte:** Elaborada pelos autores.

Na Tabela 9 são apresentados os resultados das relações entre os retornos anormais de cada evento com as variáveis de interesse: origem e CEO *superstar*. Foi considerado o retorno anormal acumulado (*cumulative abnormal return* – CAR) para cada janela de evento. Para a variável CEO *superstar*, utilizamos o critério de buscas concernente ao 8º decil para a quantidade de pesquisas no Google.

Para os três primeiros resultados das regressões sem a inclusão de *dummies* de controle para setor e ano, foram encontradas correlações positivas e estatisticamente significantes a pelo menos 10% para a origem do CEO em todas as janelas de eventos. A variável CEO *superstar* e a iteração entre origem e *superstar* mostraram-se estatisticamente significantes para os resultados das regressões (1) e (3). Os coeficientes das variáveis de

interesse e sua iteração apresentam evidências de que os CEO externos e os *superstars* estão positivamente correlacionados com retornos anormais maiores.

Os resultados para as regressões com a inclusão de *dummies* de controle para setor e ano foram estatisticamente significantes para a variável origem do CEO e a iteração entre CEO origem e *superstar* apenas para a janela de evento (-1,+1). Ainda assim, os sinais e magnitudes dos coeficientes não apresentam mudanças expressivas com a inclusão das *dummies* de controle. A natureza do evento de troca do CEO parece exercer um efeito de curto prazo na percepção do mercado e fornece maior força de explicação para as regressões (1) e (4) justamente por considerarem janelas de eventos mais curtas.

**Tabela 9**

Coeficientes de regressão por Mínimos Quadrados Ordinários (MQO)

Variáveis	Variável dependente: CAR com janela de previsão de 100 dias					
	Variáveis de interesse: CEO origem e CEO <i>superstar</i>					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	CAR(-1;1)	CAR(-3;3)	CAR(-5;5)	CAR(-1;1)	CAR(-3;3)	CAR(-5;5)
Constante	0,0317 (0,0924)	-0,0238 (0,1089)	-0,0113 (0,1247)	0,0142 (0,1018)	0,0010 (0,1345)	-0,0250 (0,1398)
ROA	0,0016 (0,0011)	0,0025* (0,0014)	0,0043*** (0,0015)	0,0018 (0,0013)	0,0033** (0,0013)	0,0056*** (0,0015)
Alavancagem	0,0002** (0,0001)	0,0002** (0,0001)	0,0002* (0,0001)	0,0002* (0,0001)	0,0003** (0,0001)	0,0002 (0,0001)
Lucro Por Ação	0,0001 (0,0001)	0,0001 (0,0001)	0,0000 (0,0002)	0,0000 (0,0001)	-0,0000 (0,0002)	-0,0002 (0,0002)
Market-to-Book	-0,0147** (0,0058)	-0,0181*** (0,0067)	-0,0254*** (0,0075)	-0,0148*** (0,0055)	-0,0190*** (0,0067)	-0,0242*** (0,0072)

**Tabela 9**  
Cont.

Variáveis	Variável dependente: CAR com janela de previsão de 100 dias					
	Variáveis de interesse: CEO origem e CEO superstar					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	CAR(-1;1)	CAR(-3;3)	CAR(-5;5)	CAR(-1;1)	CAR(-3;3)	CAR(-5;5)
Governança	-0,0371*	-0,0127	0,0070	-0,0349	-0,0135	-0,0076
	(0,0219)	(0,0318)	(0,0318)	(0,0242)	(0,0340)	(0,0378)
Tamanho (Ln Ativos)	-0,0020	0,0020	-0,0051	-0,0031	0,0029	-0,0037
	(0,0056)	(0,0075)	(0,0079)	(0,0058)	(0,0082)	(0,0089)
Escolaridade	0,0036	0,0013	0,0064	0,0049	0,0017	0,0075
	(0,0044)	(0,0064)	(0,0072)	(0,0052)	(0,0074)	(0,0079)
Formação Engenharia	-0,0234	-0,0287	-0,0188	-0,0260	-0,0360	-0,0309
	(0,0170)	(0,0211)	(0,0243)	(0,0191)	(0,0239)	(0,0254)
Pós-graduação	-0,0301	-0,0525*	-0,0668**	-0,0259	-0,0492	-0,0638*
	(0,0217)	(0,0288)	(0,0308)	(0,0244)	(0,0329)	(0,0352)
Sexo	0,0593*	0,0985***	0,1403***	0,0569	0,0770	0,1036*
	(0,0302)	(0,0357)	(0,0449)	(0,0354)	(0,0473)	(0,0559)
Experiência	-0,0020**	-0,0036***	-0,0030**	-0,0022**	-0,0043***	-0,0036**
	(0,0009)	(0,0011)	(0,0013)	(0,0008)	(0,0013)	(0,0014)
CEO_Origem	0,0471**	0,0560*	0,0659**	0,0494*	0,0399	0,0387
	(0,0218)	(0,0292)	(0,0324)	(0,0255)	(0,0312)	(0,0373)
CEO_Superstar	0,0410**	0,0169	0,0540*	0,0368*	0,0066	0,0495
	(0,0197)	(0,0247)	(0,0299)	(0,0205)	(0,0271)	(0,0350)
Origem*Superstar	-0,0536**	-0,0573	-0,0918**	-0,0700**	-0,0486	-0,0772
	(0,0258)	(0,0377)	(0,0452)	(0,0303)	(0,0440)	(0,0552)
Dummy (ano)	Não	Não	Não	Sim	Sim	Sim
Dummy (setor)	Não	Não	Não	Sim	Sim	Sim
Observações	124	124	124	124	124	124
R-quadrado	0,2495	0,2378	0,2454	0,3124	0,3058	0,3196

**Nota:** Resultados das estimações do Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) para variáveis dependentes CAR em diferentes janelas de evento. Erros-padrão robusto dos coeficientes estão apresentados entre parênteses. Variáveis da empresa winsorizadas a 5%. A amostra foi de 132 observações para 124 em virtude da exclusão de empresas financeiras na regressão.

\*\*\* =  $p < 0,01$ ; \*\* =  $p < 0,05$ ; \* =  $p < 0,10$ .

**Fonte:** Elaborada pelos autores.

Enfatizando a janela de evento (-1,+1), podemos aferir que CEOs contratados externamente junto ao mercado são melhor avaliados pelos acionistas da empresa contratante no momento da divulgação. O resultado das regressões para o CAR apresenta, em média, efeito positivo de 4,71% (sem controle para o ano de troca e setor de atuação) e 4,94% (com controle para as informações de ano e setor) para CEOs com origem externa em comparação aos executivos internos.

O resultado é similar para o CEO *superstar*. Em média, o mercado atribui diferença positiva de 4,10% (sem controle para o ano de troca e setor de atuação) e 3,68% (com controle para as informações de ano e setor) para executivos classificados como estrelas.

O resultado do coeficiente de interação entre as variáveis CEO *superstar* e origem é negativo. Contudo, o resultado médio atribuído ao CAR (CEO\_Origem + CEO\_Superstar – Origem\*Superstar) é positivo, sinalizando que a divulgação da contratação de CEOs externos e *superstars* é bem recebida pelo mercado.

Com isso, os resultados acerca da origem do CEO vão ao encontro com os achados de Bennedsen et al. (2007), cuja pesquisa realçou que executivos externos apresentam melhor desempenho que executivos internos. Nossos resultados mostram que, pelo menos para a janela mais próxima ao evento, o mercado reage positivamente à divulgação de contratação de um CEO externo. Em adição, nosso estudo também evidencia que o mercado reage,

em média, positivamente à divulgação de contratação de CEOs *superstars*, o que acreditamos ser curioso considerando os resultados de Malmendier e Tate (2009), cujo desempenho do executivo após a classificação de *superstar* piora ao longo do tempo.

No tocante às variáveis de controle, empresas com melhores desempenhos operacionais (ROA) parecem estar associadas com retornos anormais positivos maiores. A variável M/B apresenta relações negativas e estatisticamente significantes com o retorno anormal e pode sugerir que investidores interpretam a troca de CEO em empresas com oportunidades de crescimento futuro como uma sinalização de maior incerteza e risco ao negócio, conforme indicado em outros estudos (Clayton et al., 2005; Pan et al., 2015; Orekhova et al., 2019).

Apesar de a variável “Sexo” apresentar significância estatística para diversas janelas, a base de dados possui apenas cinco mulheres, não permitindo análises profundas para a variável. Aferimos também que a variável “Experiência” apresentou um coeficiente negativo e estatisticamente significativo para todas as regressões. Esses resultados parecem convergir com outros estudos que indicam que a experiência anterior do CEO está negativamente relacionada ao desempenho financeiro da empresa após o processo de sucessão (Hamori & Koyuncu, 2015). Essas relações são particularmente observadas quando o contexto de sucessão é semelhante ao cargo anterior do CEO (mesma indústria ou organizações com tamanho semelhante) e parecem alinhadas com os estudos de Serra et al. (2016), em que experiências específicas apresentam relações negativas com o desempenho da empresa.

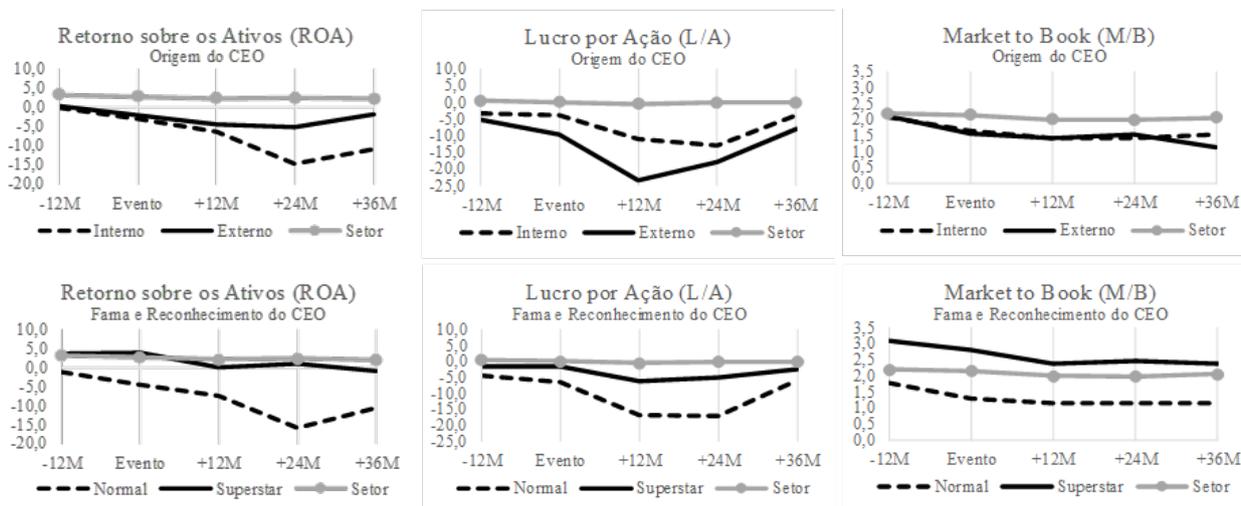
#### 4.4 Troca de CEO e Geração de Valor no Longo Prazo

Três variáveis foram selecionadas como proxy para desempenho da organização: (i) ROA, para o desempenho operacional do CEO; (ii) L/A, visando capturar o valor para o acionista; (iii) M/B, como medida de percepção geral de valor da empresa e oportunidade de crescimento no futuro.

Para obtenção de um parâmetro de comparação, utilizou-se a média do desempenho de todas as empresas do mesmo setor, no mesmo período de comparação antes e após o evento.

Para diversos indicadores, as empresas que passaram por decisões de troca de CEO apresentam um desempenho abaixo da média dos setores. Essa observação converge com a ideia de que a troca do CEO está relacionada com desempenhos ruins (Dardour et al., 2018).

O resultado - 12 meses antes do evento de troca e imediatamente anterior à troca para o retorno sobre os ativos - não apresenta diferenças expressivas entre as empresas que optaram por um CEO interno e aquelas que optaram por um externo. No entanto, decisões de CEO interno apresentam um decaimento acelerado do desempenho operacional nos 24 meses subsequentes e uma melhora após 3 anos, enquanto, no caso de CEO externo, o processo de recuperação do desempenho operacional ocorre de forma mais acelerada. Tais resultados estão em linha com as ideias de que os CEOs externos estão mais propensos a realizarem mudanças estratégicas mais profundas no negócio, enquanto os internos tendem a executar melhorias incrementais (Zhang & Rajagopalan, 2010), conforme Figura 1.



**Figura 1** Gráfico com o desempenho da empresa após a troca para CEO separado por Origem do CEO e Reconhecimento e Fama do CEO

**Nota:** Comparação entre a média do setor e as empresas da amostra, separadas de acordo com a escolha entre CEO interno ou CEO externo para o conjunto de gráficos de Origem do CEO e CEO normal e CEO superstar para o conjunto de gráficos de Fama e Reconhecimento do CEO. “Evento” representa a informação disponível imediatamente anterior ao anúncio da troca. “xxM” representa o período em meses, para mais ou para menos, com base na data do evento.

**Fonte:** Elaborada pelos autores.

O ROA para empresas que optam por contratar um CEO *superstar* é muito parecido com a média dos setores e apresenta diferenças expressivas quando comparado ao grupo de CEOs normais. Parece coerente inferir que a mudança de empresa para um CEO *superstar* esteja relacionada a um desafio fora de sua zona de conforto e monitoramento maior do conselho de administração. Dessa forma, podemos pensar que as distrações observadas por Malmendier e Tate (2009) pudessem ser menores quando o CEO assume a posição em uma empresa diferente.

Ao observar o indicador de lucro por ação, os CEOs *superstars* parecem ser capazes de manter uma tendência de lucratividade mais estável e uma velocidade maior em recuperar o lucro por ação em comparação com o CEO normal. Cabe ressaltar, no entanto, que existem diferenças consideráveis entre as empresas dos dois grupos e não

é possível distinguir claramente se essa diferença está associada à habilidade do CEO *superstar* ou a questões próprias das empresas que os contratam.

Empresas que escolhem contratar um CEO *superstar* apresentam o indicador M/B acima da média do setor. Conforme discutido em estudos anteriores (Hayward et al., 2004; Treadway et al., 2009; Fleck et al., 2014) um CEO é classificado como *superstar* em virtude de seu desempenho positivo no passado. A relação de valor de mercado pelo valor patrimonial fornece uma percepção concernente com a oportunidade de crescimento dessa empresa no futuro e a escolha de um CEO *superstar* pode estar associada com seu histórico de conquistas no passado e a procura de um profissional capaz de responder à expectativa elevada do mercado quanto às oportunidades de crescimento no futuro.

## 5. CONCLUSÃO

Este artigo investigou as decisões de troca dos CEO, sob o ponto de vista das características do novo CEO e das possíveis consequências nas organizações. Pesquisas anteriores com empresas brasileiras abordaram o assunto do CEO *superstar*, porém, até onde se tem conhecimento, esse é o primeiro estudo no Brasil a explorar o reconhecimento de fama de um CEO observando o evento de troca e os efeitos no desempenho das empresas e na percepção do mercado de ações.

Poucas diferenças foram encontradas nas características de CEOs internos e externos. Em média, os externos apresentam maior concentração de observações com títulos de Pós-graduação, MBA, Mestrado ou Doutorado e, em média, estudam mais tempo do que os CEOs internos.

Empresas maiores (ativos totais), com melhor taxa de ROA e melhor relação entre o valor de mercado e o valor patrimonial (M/B) possuem maior chance de escolherem um CEO *superstar*. Essas diferenças podem indicar que o acesso a esses profissionais é mais limitado e que apenas empresas de maior porte e com grande potencial de crescimento no futuro possuem real acesso a esses profissionais.

Nas análises do estudo de evento, encontramos evidências de que a troca do CEO afeta a percepção do mercado e apresenta retornos anormais nas ações. Os resultados da regressão de MQO sugerem que CEO externos e CEO *superstars* estão correlacionados retornos anormais maiores, principalmente para a janela de evento (-1,+1).

Os resultados apresentados neste estudo devem ser analisados com cautela. A troca do CEO é endógena e não

permite que sejam endereçadas conclusões de causalidade. Em adição, a amostra possui apenas 132 casos no total, o que limita conclusões mais aprofundadas por meio dos modelos de regressão.

No curto prazo é possível observar que a mudança do CEO tem um efeito negativo no desempenho da empresa para os indicadores ROA, L/A e M/B e que os CEOs internos parecem levar mais tempo para modificar essa tendência quando comparados com os externos. Tais resultados corroboram a ideia de que os internos possuem maior chance de adotar um processo incremental de mudanças enquanto os externos são mais propensos a mudanças mais radicais no curto prazo (Zhang & Rajagopalan, 2010).

O grupo de empresas que decidiu pela contratação de um novo CEO com *status* de *superstar* apresenta o indicador M/B acima da média do setor, enquanto empresas com CEO normais apresentam desempenho abaixo da média do setor. Um primeiro aspecto pode ser relacionado ao perfil da empresa e ao acesso limitado a esses profissionais. No entanto, é possível inferir, também, que as decisões para a contratação de um CEO *superstar* podem estar relacionadas com as expectativas do mercado, com a oportunidade de crescimento no futuro e decidir por um CEO *superstar* pode ser uma estratégia adotada considerando profissionais que, no passado, já alcançaram um desempenho de destaque.

Apesar do aspecto endógeno da decisão de troca do CEO, as análises realizadas neste estudo ampliam a discussão a respeito de um assunto ainda pouco abordado

no Brasil. Os resultados apresentados possuem relevância acadêmica e prática para as discussões sobre as trocas dos CEOs. Além da contribuição acadêmica ressaltada ao longo do artigo, esta pesquisa fornece relevância prática para as decisões empresariais, pois aponta indicações dos efeitos da troca de CEO no desempenho das empresas e de

que maneira a escolha por CEO externo ou interno e CEO *superstar* ou normal pode afetar os resultados futuros.

Para estudos futuros, cabe uma análise mais aprofundada em relação às circunstâncias da troca, levando em consideração as características do CEO que deixa o cargo.

## REFERÊNCIAS

- Araújo, V. C., Góis, A. D., Luca, M. M. M. D., & Lima, G. A. S. F. D. (2020). Narcisismo do CEO e o *tax avoidance* corporativo. *Revista Contabilidade & Finanças*, 32(85), 80–94. <https://doi.org/10.1590/1808-057x202009800>
- Bank, M., Larch, M., & Peter, G. (2011). Google search volume and its influence on liquidity and returns of German stocks. *Financial Markets and Portfolio Management*, 25(3), p. 239–264. <https://doi.org/10.1007/s11408-011-0165-y>
- Bennedsen, M., Nielsen, K. M., Pérez-González, F., & Wolfenzon, D. (2007). Inside the family firm: The role of families in succession decisions and performance. *Quarterly Journal of Economics*, 122(2), p. 647–691. <https://doi.org/10.1162/qjec.122.2.647>
- Bennedsen, M., Pérez-González, F., & Wolfenzon, D. (2020). Do CEOs matter? Evidence from hospitalization events. *Journal of Finance*, 75(4), 1877–1911. <https://doi.org/10.1111/jofi.12897>.
- Bertrand, M., & Mullainathan, S. (2001). Are CEOs rewarded for luck? The ones without principals are. *Quarterly Journal of Economics*, 116(3), 901–932. <https://doi.org/10.1162/00335530152466269>.
- Bertrand, M., & Schoar, A. (2003). Managing with style: The effect of managers on firm policies. *Quarterly Journal of Economics*, 118(4), 1169–1208. <https://doi.org/10.1162/003355303322552775>.
- Bloom, N., & Van Reenen, J. (2007). Measuring and explaining management practices across firms and countries. *Quarterly Journal of Economics*, 122(4), 1351–1408. <https://doi.org/10.1162/qjec.2007.122.4.1351>.
- Bonnier, K. A., & Bruner, R. F. (1989). An analysis of stock price reaction to management change in distressed firms. *Journal of Accounting and Economics*, 11(1), 95–106. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(89\)90015-3](https://doi.org/10.1016/0165-4101(89)90015-3)
- Camargos, M. A., & Barbosa, F. V. (2006). Eficiência informacional do mercado de capitais brasileiro pós-Plano Real: Um estudo de eventos dos anúncios de fusões e aquisições. *Revista de Administração - RAUSP*, 41(1), 43–58. <https://doi.org/10.1590/S0080-21072006000100004>
- Campbell, J. Y., Lo, A. W., & MacKinlay, A. C. (2012). The econometrics of financial markets. *The Econometrics of Financial Markets*. (2nd ed.). Cambridge University Press. <https://doi.org/10.1017/s1365100598009092>
- Clayton, M. C., Hartzell, J. C., & Rosenberg, J. (2005). The impact of CEO turnover on equity volatility. *Journal of Business*, 78(5), 1779–1808. <https://doi.org/10.1086/431442>
- Comissão de Valores Mobiliários. (2019). Formulário de referência. <https://www.rad.cvm.gov.br/ENET/frmConsultaExternaCVM.aspx>
- Crespim Junior, A. C. (2019). *Superstar CEOs: uma reeleitura para o mercado brasileiro a respeito da competitividade das companhias do IBOVESPA e a popularidade de seus CEOs* [Unpublished doctoral dissertation]. Fundação Getúlio Vargas.
- Dardour, A., Boussaada, R., Yekini, S., & Makhoul, M. (2018). The determinants of CEO turnover: Evidence from France. *Recherches en Sciences de Gestion*, 129(6), 29–55. <https://doi.org/10.3917/resg.129.0029>
- Ekinci, C., & Bulut, A. E. (2020). Google search and stock returns: A study on BIST 100 stocks. *Global Finance Journal*, 47(3), 100518. <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2020.100518>
- Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, 25(2), 28–30. <https://doi.org/10.2307/2325486>
- Fleck, N., Michel, G., & Zeitoun, V. (2014). Brand personification through the use of spokespeople: An exploratory study of ordinary employees, CEOs, and celebrities featured in advertising. *Psychology and Marketing*, 31(1), 84–92. <https://doi.org/10.1002/mar.20677>
- Gangloff, K. A., Connelly, B. L., & Shook, C. L. (2016). Of scapegoats and signals: Investor reactions to CEO succession in the aftermath of wrongdoing. *Journal of Management*, 42(6), 1614–1634. <https://doi.org/10.1177/0149206313515521>
- Garcia-Blandon, J., Argilés-Bosch, J. M., & Ravenda, D. (2019). Exploring the relationship between CEO characteristics and performance. *Journal of Business Economics and Management*, 20(6), 1064–1082. <https://doi.org/10.3846/jbem.2019.10447>
- Giambatista, R. C., Rowe, W. G., & Riaz, S. (2005). Nothing succeeds like succession: A critical review of leader succession literature since 1994. *Leadership Quarterly*, 16(6), 963–991. <https://doi.org/10.1016/j.leaqua.2005.09.005>
- Guo, L., & Masulis, R. W. (2015). Board structure and monitoring: New evidence from CEO turnovers. *Review of Financial Studies*, 28(10), 2770–2811. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhv038>
- Hamori, M., & Koyuncu, B. (2015). Experience matters? The impact of prior CEO experience on firm performance. *Human Resource Management*, 54(1), 23–44. <https://doi.org/10.1002/hrm.21617>
- Harris, D., & Helfat, C. (1997). Specificity of CEO human capital and compensation. *Strategic Management Journal*, 18(11), 895. [https://doi.org/10.1002/\(SICI\)1097-0266\(199712\)18:11<895::AID-SMJ931>3.0.CO;2-R](https://doi.org/10.1002/(SICI)1097-0266(199712)18:11<895::AID-SMJ931>3.0.CO;2-R)

- Hayward, M. L. A., Rindova, V. P., & Pollock, T. G. (2004). Believing one's own press: The causes and consequences of CEO celebrity. *Strategic Management Journal*, 25(7), 637–653. <https://doi.org/10.1002/smj.405>
- Huson, M. R., Malatesta, P. H., & Parrino, R. (2004). Managerial succession and firm performance. *Journal of Financial Economics*, 74(2), 237–275. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2003.08.002>
- Jalal, A. M., & Prezas, A. P. (2012). Outsider CEO succession and firm performance. *Journal of Economics and Business*, 64(6), 399–426. <https://doi.org/10.1016/j.jeconbus.2012.09.001>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Kaplan, S. N., Klebanov, M. M., & Sorensen, M. (2012). Which CEO characteristics and abilities matter? *Journal of Finance*, 67(3), 973–1007. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2012.01739.x>
- Khurana, R., & Nohria, N. (2005). The performance consequences of CEO turnover. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.219129>
- Maia, A. J. R., Pessoa, F. E. N., da Silva, E. M. S., De Luca, M. M., & de Vasconcelos, A. C. (2018). A reputação do gestor influencia o desempenho empresarial? *Revista de Administração FACES Journal*, 17(4), 89–107. <https://doi.org/10.21714/1984-6975FACES2018V17N4ART5897>
- Malmendier, U., & Tate, G. (2009). Superstar CEOs. *Quarterly Journal of Economics*, 124(4), 1593–1638. <https://doi.org/10.1162/qjec.2009.124.4.1593>
- Murphy, K. M., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1991). The allocation of talent: Implications for growth. *The Quarterly Journal of Economics*, 106(2), 503–530. <https://doi.org/10.2307/2937945>
- Orekhova, S., Kudin, L., & Kupera, A. (2019). CEO turnover and company performance: Sensitivity and empirical estimates. *Upravlenets*, 10(4), 2–13. <https://doi.org/10.29141/2218-5003-2019-10-4-1>
- Pan, Y., Wang, T. Y., & Weisbach, M. S. (2015). Learning about CEO ability and stock return volatility. *Review of Financial Studies*, 28(6), 1623–1666. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhv014>
- Rosen, S. (1981). The economics of superstars. *American Economic Review*, 71(5), 845–858. <https://doi.org/10.2307/1803469>
- Serra, F. R., Tres, G., & Ferreira, M. P. (2016). The 'CEO' effect on the performance of Brazilian companies: an empirical study using measurable characteristics. *European Management Review*, 13(3), 193–205. <https://doi.org/10.1111/emre.12079>
- Shen, W., & Cannella, A. A. (2003). Will succession planning increase shareholder wealth? Evidence from investor reactions to relay CEO successions. *Strategic Management Journal*, 24(2), 191–198. <https://doi.org/10.1002/smj.280>
- Soares, R. O., Rostagno, L. M., & Soares, K. T. C. (2002). *Estudo de evento: o método e as formas de cálculo do retorno anormal*. XXVI Encontro Nacional dos Programas de Pós-graduação em Administração – Anpad. <http://www.anpad.org.br/admin/pdf/enanpad2002-fin-1440.pdf>
- Souza Neto, A. C. N., Oliveira Sampaio, J., & Flores, E. (2021). Alterações de CEOs e o gerenciamento de resultados contábeis no Brasil. *Brazilian Review of Finance*, 19(1), 97–124. <https://doi.org/10.12660/rbfin.v19n1.2021.81397>
- Takeda, F., & Wakao, T. (2014). Google search intensity and its relationship with returns and trading volume of Japanese stocks. *Pacific Basin Finance Journal*, 27(1), 1–18. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2014.01.003>
- Tian, J., Haleblan, J., & Rajagopalan, N. (2011). The effects of board human and social capital on investor reactions to new CEO selection. *Strategic Management Journal*, 32(7), 731–747. <https://doi.org/10.1002/smj.909>
- Treadway, D. C., Adams, G. L., Ranft, A. L., & Ferris, G. R. (2009). A meso-level conceptualization of CEO celebrity effectiveness. *Leadership Quarterly*, 20(4), 554–570. <https://doi.org/10.1016/j.leaqua.2009.04.008>
- Warner, J. B., Watts, R. L., & Wruck, K. H. (1988). Stock prices and top management changes. *Journal of Financial Economics*, 20, 461–492. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(88\)90054-2](https://doi.org/10.1016/0304-405X(88)90054-2)
- Weisbach, M. S. (1988). Outside directors and CEO turnover. *Journal of Financial Economics*, 20(1), 431–460. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(88\)90053-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(88)90053-0)
- Zagorchev, A. (2013). Stock price effects of CEO turnover of US financial institutions. *International Journal of Financial Services Management*, 6(4), 273–292. <https://doi.org/10.1504/ijfsm.2013.059604>
- Zhang, Y., & Rajagopalan, N. (2010). Once an outsider, always an outsider? CEO origin, strategic change, and firm performance. *Strategic Management Journal*, 31(3), 334–347. <https://doi.org/10.1108/sd.2010.05626gad.001>