

FUNDAÇÃO ESCOLA DE COMÉRCIO ÁLVARES PENTEADO

FECAP

CENTRO UNIVERSITÁRIO ÁLVARES PENTEADO

MESTRADO PROFISSIONAL EM ADMINISTRAÇÃO

LUCAS TRESSO CARUSO MARCOLINO

**ASPECTOS RELEVANTES DA ORIGEM E DA FAMA DO
CHIEF EXECUTIVE OFFICER (CEO) NO DESEMPENHO DAS
EMPRESAS E NA PERCEPÇÃO DO MERCADO**

São Paulo

2020

LUCAS TRESSO CARUSO MARCOLINO

**ASPECTOS RELEVANTES DA ORIGEM E DA FAMA DO
CHIEF EXECUTIVE OFFICER (CEO) NO DESEMPENHO DAS
EMPRESAS E NA PERCEPÇÃO DO MERCADO**

Artigo apresentado ao Programa de Mestrado Profissional em Administração, do Centro Universitário Álvares Penteado, como requisito para a obtenção do título de Mestre em Administração.

**Orientador: Prof. Dr. Vinícius Augusto Brunassi
Silva**

São Paulo

2020

FUNDAÇÃO ESCOLA DE COMÉRCIO ÁLVARES PENTEADO – FECAP

CENTRO UNIVERSITÁRIO ÁLVARES PENTEADO

Prof. Dr. Edison Simoni da Silva
Reitor

Prof. Dr. Ronaldo Fróes de Carvalho
Pró-Reitor de Graduação

Prof. Dr. Alexandre Sanches Garcia
Pró-reitor de Pós-Graduação

FICHA CATALOGRÁFICA

M321a Marcolino, Lucas Tresso Caruso
Aspectos relevantes da origem e da fama do Chief Executive Officer (CEO)
no desempenho das empresas e na percepção do mercado / Lucas Tresso Caruso
Marcolino. - - São Paulo, 2020.
58 f.
Orientador: Prof. Dr. Vinícius Augusto Brunassi Silva
Artigo (mestrado) – Fundação de Escola de Comércio Álvares
Penteado – FECAP – Centro Universitário Álvares Penteado – Programa de
Mestrado Profissional em Administração.
1. Liderança. 2. Executivos – Desenvolvimento organizacional. 3. Liderança –
Aspectos estratégicos.

CDD: 658.4094

Bibliotecária responsável: Iruama de O. da Silva, CRB-8/10268.

LUCAS TRESSO CARUSO MARCOLINO

ASPECTOS RELEVANTES DA ORIGEM E DA FAMA DO *CHIEF EXECUTIVE OFFICER* (CEO) NO DESEMPENHO DAS EMPRESAS E NA PERCEPÇÃO DO MERCADO

Artigo apresentado ao Centro Universitário Álvares Penteado, como requisito para a obtenção do título de Mestre em Administração.

COMISSÃO JULGADORA:

Prof. Dr. Adalto Barbaceia Gonçalves
Insper Instituto de Ensino e Pesquisa

Prof. Dr. Matheus Albergaria de Magalhães
Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado – FECAP

Prof. Dr. Vinícius Augusto Brunassi Silva
Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado – FECAP
Professor Orientador – Presidente da Banca Examinadora

São Paulo, 08 de Dezembro de 2020.

Dedicatória

À minha mãe Auzenir, ao meu pai Claudemir e à minha esposa Bárbara que, sempre presentes, serviram como grande suporte e fonte de inspiração para que eu chegasse até esta etapa da minha vida.

À minha mãe, dedico este trabalho como agradecimento por todas as ajudas com as lições de casa, por todos os cuidados e por acreditar nas minhas capacidades, mesmo quando eu mesmo desconfiava. Também por sua bondade, generosidade e pelas incontáveis vezes em que colocou seus filhos à frente de suas vontades. Obrigado por sempre estar presente e pelos valores que me ensinou e ensina até hoje.

Ao meu pai, dedico este trabalho como agradecimento pelas inúmeras garrafas de vinho acompanhadas das mais variadas discussões sobre política, negócios, mercado, física, filosofia etc. Por sua forma de observar o mundo, pelas perguntas e questionamentos que sempre me desafiaram e pelas incontáveis vezes em que colocou seus filhos à frente de suas vontades. Obrigado por ser minha referência e por me ensinar tanto.

À minha esposa, dedico este trabalho como gratidão pela parceria de vida, pela amizade verdadeira, pela cumplicidade, por ser tão inspiradora e por me deixar fazer parte da sua vida. Obrigado pela paciência, por suportar o estresse, por entender minha ausência e por ser meu porto seguro e me lembrar que daria tudo certo. Essa conquista seria impossível sem você ao meu lado.

Agradecimentos

Em especial ao Prof. Dr. Vinícius Augusto Brunassi, pelas inúmeras horas dedicadas na orientação, pela dedicação e paciência durante cada etapa de elaboração deste trabalho. Tenha a certeza que eu não chegaria até este ponto sem o seu apoio.

Aos membros da banca examinadora, Prof. Dr. Matheus Albergaria de Magalhães e Prof. Dr. Adalto Barbaceia Gonçalves, pelas contribuições e suporte no desenvolvimento deste trabalho e por aceitarem participar da avaliação deste artigo.

A todos os professores que, ao longo da minha jornada acadêmica, tanto contribuíram para a formação do meu senso crítico e conhecimento.

Aos meus irmãos, Marcelo e Ricardo, pelas recomendações, dicas e apoio na base de dados que foram imprescindíveis à elaboração deste trabalho.

À minha cunhada, Renata, por dedicar horas valiosas me ajudando com a coleta de informações, sem as quais este trabalho não poderia ter sido desenvolvido.

Ao meu amigo, André Maluf, pelas discussões, pela crítica metodológica, por permitir que eu tivesse acesso à base de dados pagas e pelas horas dedicadas me ajudando com a coleta de informações.

A todos os meus amigos de mestrado, pelas discussões em sala, pelos trabalhos em grupo, pelos sábados de estudo, pelas risadas, pelas piadas de WhatsApp, por toda a ajuda durante as disciplinas e à realização deste trabalho.

À Ju Beraldi pelo trabalho impecável de revisão realizado neste trabalho.

Por fim, a todos os amigos, familiares e colegas que contribuíram, direta ou indiretamente, para a realização desta dissertação e por compreenderem o meu isolamento e a falta de disponibilidade em tantos compromissos sociais.

Aspectos relevantes da origem e da fama do *chief executive officer* (CEO) no desempenho das empresas e na percepção do mercado.

Lucas Tresso Caruso Marcolino

Mestre em Administração

E-mail: lucas.tresso@gmail.com

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. Duas características de interesse do novo CEO foram consideradas para elaboração das análises: origem do CEO (interno ou externo) e seu status de reconhecimento e fama (CEO normal ou CEO superstar). Foram analisados 132 eventos de troca entre os anos de 2010 e 2019, por meio dos métodos de estimador da diferença de médias, modelos Logit e Probit, estudo de eventos e análise gráfica da evolução dos resultados da empresa para os anos após a decisão de troca. A conclusão aponta para a existência de retornos anormais nas decisões de troca de CEO, porém, tais retornos são específicos de cada evento e podem ser positivos ou negativos dadas as circunstâncias em que a decisão foi tomada. A origem do novo CEO e o seu status de fama parecem não ser grandes preocupações do mercado no momento da decisão de troca. CEOs superstar são, em média, mais velhos e com proporção maior de engenheiros quando comparados com CEOs normais. Empresas maiores e com melhor desempenho operacional medidos pelos retornos sobre ativos (ROA) possuem maiores chances de escolher um CEO superstar. Após as decisões de trocas, a análise dos gráficos permite observar diferenças na evolução do desempenho das empresas ao longo dos anos de acordo com a origem do CEO e seu status de fama.

Palavras-chave: Troca de CEO. Estudo de evento. Desempenho de empresas. Superstar.

Abstract

This article investigated the Chief Executive Officer (CEO) turnover decisions and the relation between the characteristics of the new CEO chosen with the company's performance and the perceptions of the stock market. Two characteristics of interest about new CEO were assessed for the analysis: the CEO's origin (internal or external) and his status of recognition and fame (normal CEO or superstar CEO). 132 turnover events were considered between 2010 and 2019, and analyzed using methods of difference in means, Logit and Probit models,

event study and graphical analysis of the evolution of the company's results for the years after the turnover decision. The conclusion points to the existence of abnormal returns in CEO turnover decisions, however, such returns are specific to each event and can be positive or negative according to the circumstances of each decision. The origin of the new CEO and his status of fame does not seem to be a major concern of the market at the time of the turnover decision. Superstar CEOs are, on average, older and with a higher proportion of engineers when compared to normal CEOs. Larger companies and with better operational performance measured by return on assets (ROA) are more likely to choose a superstar CEO. After the turnover decisions, the analysis of the graphics allows to observe differences in the evolution of the companies' performance over the years according to the origin of the CEO and his status of fame.

Keywords: CEO turnover. Event study. Companies' performance. Superstar.

1 Introdução

Não é incomum observar que durante a trajetória de empresas de diversos portes e segmentos, decisões de troca de comando, especialmente de *Chief Executive Officer* (CEO), ocorram como medidas que buscam ajustar o desempenho e a direção do negócio. Decisões de troca de CEO são uma das formas mais utilizadas pela Governança da empresa como medida para recuperação dos resultados (Dardour, Boussaada, Yekini, & Makhlouf, 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, Wang, & Weisbach, 2015). Ainda analisando sobre o aspecto da volatilidade das ações, Clayton, Hartzell, e Rosenberg (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 (Bennedsen, Nielsen, Perez-Gonzalez, & Wolfenzon, 2007; Dardour et al., 2018; Khurana & Nohria, 2005; Warner, Watts, & Wruck, 1988; Zagorchev, 2013).

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 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, Rowe, & Riaz, 2005; Jalal & Prezas, 2012; Khurana & Nohria, 2005; Weisbach, 1988). Dessa forma, uma das pretensões deste estudo é verificar se existem correlações entre a origem dos CEOs e os retornos anormais no momento do anúncio de troca.

Este estudo tem grande interesse no que diz respeito ao modo como os anúncios de troca de CEOs são interpretados pelo mercado, principalmente quando o anúncio envolve um novo CEO, com elevada popularidade e reconhecimento (CEO superstar) em comparação aos demais CEOs (CEOs normais).

Rosen (1981) abordou as discussões a respeito dos Superstars e da importância desse fenômeno para a economia moderna. Superstars em diversas áreas apresentam como características comuns o fato de serem um número limitado de pessoas capazes de ganhar uma quantia enorme de dinheiro nas atividades em que se engajam (Rosen, 1981). O talento dos agentes econômicos ofertantes se apresenta como uma das variáveis relevantes para explicar o poder de concentração de ganhos dos superstars.

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. (Fleck, Michel, & Zeitoun, 2014; Hayward, Rindova, & Pollock, 2004; Treadway, Adams, Ranft, & Ferris, 2009).

Malmendier e Tate (2009) investigaram o processo de autopromoção de um CEO e como este afeta os resultados das empresas num longo prazo. Os autores focaram sua atenção para CEOs que receberam o status de superstar e continuaram atuando nas mesmas empresas nos anos posteriores; constataram que à medida que os CEOs elevam seu status e sua fama os resultados das empresas pioram ao longo do tempo. Não foram encontrados estudos nacionais com abordagem do CEO Superstar em relação às percepções de mercado quando ocorre o anúncio de troca de um CEO e a contratação de um CEO conhecido e famoso (Superstar). Dessa forma, ao analisar as relações existentes entre CEO Superstar e os retornos anormais, este trabalho intenciona ampliar os entendimentos nessa área que é pouco explorada.

Este artigo investigou as decisões de troca dos CEOs sob o ponto de vista das características do novo CEO e as possíveis consequências nas organizações. Duas variáveis de interesse foram consideradas nesta investigação: 1) a origem interna ou externa do novo CEO

e seu status de reconhecimento e 2) a fama (CEO Superstar) no momento do anúncio da troca. Poucos estudos focaram seus esforços para entender a reação do mercado quando ocorre o anúncio de troca de CEO considerando o status de fama do novo CEO. Nesse sentido, busca-se preencher uma lacuna nos estudos de trocas de CEOs ao investigar os eventos de troca de CEO levando em conta o modo como o desempenho da empresa e a percepção de mercado são afetados com a chegada de um novo CEO.

Foi verificado se existem diferenças entre as características dos CEOs internos e externos e de CEOs Superstars e CEOs Normais. Se as decisões a respeito da escolha de um novo CEO externo ou de um CEO Superstar se relacionam, de alguma forma, com os resultados da empresa disponível antes do anúncio da troca. Para analisar os efeitos que o anúncio do novo CEO e suas características podem exercer na percepção do mercado foi realizado um estudo de eventos. Como um último ponto se verificou a evolução do desempenho das empresas nos anos seguintes ao evento de troca, com vistas a melhor compreender a geração de valor de longo prazo após a troca do CEO.

A base de dados para realização dos estudos é única e foi construída por meio de pesquisas detalhadas junto aos dados da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), da Economática®, de revistas e jornais nacionais com conteúdo focado em negócios e do uso da ferramenta SEMrush para coleta de resultados de pesquisa no Google. Ao final, 132 eventos de troca de CEOs, entre os anos de 2010 e 2019, permitiram uma investigação profunda sob o ponto de vista do novo CEO e suas características.

Nesse contexto, foram encontradas diferenças nas características de CEOs externos e internos na base de dados analisada. CEOs externos apresentam, em média, maior proporção de profissionais com formação em MBA, Pós-graduação, Mestrado ou Doutorado quando comparados com CEOs internos. Essa diferença pode ter como possível explicação algumas questões associadas à assimetria de informações para o processo de escolha do novo CEO (Harris & Helfat, 1997; Tian, Haleblian, & Rajagopalan, 2011). A busca de CEOs externos pode utilizar a educação formal como redutora da incerteza sobre as habilidades do novo CEO, enquanto para o caso de CEOs internos o foco pode ser direcionado ao desempenho do profissional dentro da empresa.

Nas análises de CEOs superstars duas variáveis apresentaram diferenças quando comparadas ao grupo de CEOs normais: CEOs superstar são, em média, 4 anos mais velhos e a proporção de CEOs superstars com formação em engenharia é maior quando comparada com o grupo de CEOs normais. Esses resultados estão em linha com as ideias de que um CEO alcança o status de superstar como consequência dos desempenhos passados conquistados

(Fleck et al., 2014; Hayward et al., 2004; Treadway et al., 2009) e com os estudos de Murphy, Shleifer, e Vishny (1991) e Garcia-Blandon, Argilés-Bosch, e Ravenda (2019) associando a formação em engenharia com melhores desempenhos.

Empresas com mais ativos, com melhores taxas de retorno sobre os ativos (ROA) e maior relação no valor de mercado se comparado com o valor patrimonial (Market to Book) possuem mais chances de contratar um CEO Superstar. Tais resultados sugerem que o acesso a esses profissionais está limitado a empresas de grande porte e pode estar associado ao efeito que o status de superstar gera na remuneração desses profissionais (Malmendier & Tate, 2009).

No estudo de eventos foi possível observar que o anúncio de trocas de CEOs gera retornos anormais nas ações. Porém, a percepção do mercado a respeito do anúncio de trocas não apresenta um direcionamento claro e comum para a maioria dos casos. Dependendo do evento em si, a troca do CEO pode ser interpretada como uma notícia boa ou como uma notícia ruim. Ao separar os eventos em subamostras, com base nos resultados do retorno anormal, foram encontrados resultados de médias diferentes de zero para o retorno anormal acumulado médio em todos os setores.

Ao analisar a origem do novo CEO (interna ou externa) e seu status de fama (CEO Normal ou CEO Superstar), sob o ponto de vista dos retornos anormais nas ações, não foram encontrados resultados estatisticamente significantes para os testes de diferenças de médias e para os coeficientes nas regressões. Tais resultados podem indicar que as características do novo CEO não são grandes preocupações do mercado e que os retornos anormais estão associados a outros aspectos do evento.

Diversos autores discutiram que as decisões de troca de CEO ocorrem quando as empresas apresentam desempenhos abaixo do esperado (Bonnier & Bruner, 1989; Dardour et al., 2018; Huson, Malatesta, & Parrino, 2004; Warner et al., 1988; Weisbach, 1988). Nesse sentido, ao analisar os resultados das empresas para três anos após a troca, separando em grupos de acordo com as decisões de origem do CEO e status de reconhecimento e fama do CEO, foi possível observar que o processo de recuperação de desempenho do negócio ocorre de maneira diferente para cada um dos grupos.

CEOs externos apresentam maior velocidade para apresentar mudanças na trajetória do desempenho operacional da empresa quando comparados com CEOs internos. Uma possível explicação para esse processo foi abordada por Zhang & Rajagopalan (2010) em seus estudos e indicam que CEOs externos estão mais propensos a realizarem mudanças estratégicas mais profundas no negócio, enquanto os CEOs internos tendem a executar melhorias incrementais.

Empresas que decidem por contratar um CEO superstar apresentam o indicador Market to Book acima da média do setor. Esse indicador pode ser interpretado como oportunidade de crescimento futuro da empresa e a escolha de um CEO superstar pode revelar uma mensagem ao mercado acerca de um novo profissional, com um histórico e reconhecimento positivo de sucesso e apto para aproveitar tais oportunidades. Além disso, 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 um CEO normal.

Até onde se tem conhecimento, esse é o primeiro artigo a investigar as relações entre CEOs superstars e os retornos anormais das ações no evento de anúncio de troca. As conclusões deste estudo, ainda que apresentem limitações nos resultados, fornecem contribuições acadêmicas e práticas.

Além desta introdução, este artigo de dissertação está organizado da seguinte forma: referencial teórico, dados, análise empírica, resultados e conclusão.

2 Referencial Teórico

Para verificação da percepção de mercado a respeito do anúncio de troca de CEO foi aplicado o método de estudo de eventos. Esse procedimento está associado com as Hipóteses de Eficiência de Mercado (HEM) e com o pressuposto de que a troca de CEOs possui conteúdo informacional refletido nos valores dos títulos negociados.

Fama (1970) propõe que o mercado seja eficiente em três formas: fraca, semiforte e forte. Um mercado eficiente em sua forma forte não apresenta retornos anormais das ações negociadas, uma vez que todas as informações relevantes (públicas ou privadas) e os históricos dos títulos estão incorporados. Na prática, essa definição é uma construção teórica e não é possível observar mercados eficientes em sua forma forte.

O Brasil apresenta evidências de eficiência de mercado em sua forma semiforte (Camargos & Barbosa, 2006; Lemos & Costa, 1997) permitindo a verificação da existência de retornos anormais nas ações quando ocorre o anúncio de troca de CEO.

Neste capítulo são abordados os estudos a respeito da troca dos CEOs e o desempenho das organizações. Ademais, entender quais características dos CEOs estão relacionadas com o desempenho e a percepção de mercado e que permite maior compreensão sobre as variáveis relevantes para os estudos econométricos deste trabalho.

2.1 Troca de CEOs e o Desempenho das Empresas

Estudar a troca de CEOs nas organizações tem sido foco de grande atenção de acadêmicos e profissionais em diversos países. 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 contendo uma base de 120 mudanças de CEO, apontaram que o desempenho contábil possui maior peso do que o desempenho das ações no mercado para as decisões de troca de CEOs. Os autores apresentam que a concentração do controle acionário e o fato do CEO ser ou não um membro da família afeta consideravelmente a chance de troca do CEO em caso de desempenho abaixo do esperado (Dardour et al., 2018).

O efeito de CEO familiar pode sugerir problemas ainda maiores em relação ao desempenho das empresas. Estudos conduzidos na Dinamarca, com uma amostra contendo mais de 5.300 casos de sucessão, apontam que o desempenho operacional é estatisticamente inferior para CEOs familiares se comparado com CEOs que não possuem vínculo familiar (Bennedsen et al., 2007).

Estudos mostram evidências de que a estrutura do Conselho de Administração e Monitoramento afetam a rotatividade dos CEOs e que a maior independência do conselho leva a um processo mais rigoroso de monitoramento do CEO (Guo & Masulis, 2015). Empresas nas quais o CEO e o Presidente do Conselho de Administração são a mesma pessoa apresentam uma relação negativa com a chance de o CEO ser trocado. Essa dualidade de posições aumenta o poder individual do executivo e enfraquece o processo de gerenciamento do Conselho de Administração. A idade do CEO e a participação de diretores externos no conselho também afetam, 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. O principal (acionista) delega o controle da firma para o agente (CEO) que pode apresentar comportamentos divergentes com os interesses do principal (Jensen & Meckling, 1976). A remuneração do CEO é frequentemente analisada pelos aspectos do problema de agência como uma das soluções possíveis. Bertrand e Mullainathan (2001) mostram resultados empíricos da importância do processo de monitoramento na definição da remuneração do CEO: a participação de um acionista de grande porte no Conselho de Administração reduz entre 23% e 32% a chance de o CEO ser recompensado por um desempenho que está além do seu controle.

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 o anúncio de troca de CEO como boas notícias para a melhoria do desempenho futuro das empresas (Bonnier & Bruner, 1989; Huson et al., 2004; Warner et al., 1988; Weisbach, 1988).

A forma como ocorre a substituição do CEO atual e a decisão do sucessor à posição também afeta, de modo elevado, a possibilidade de a empresa melhorar seu desempenho (Huson et al., 2004; Khurana & Nohria, 2005). Quando o processo de troca do CEO é forçado e o sucessor é um CEO externo, as empresas apresentam melhorias em seus desempenhos se comparados com o processo de troca não forçado de CEO, no qual o sucessor é alguém interno à organização. Além disso, a melhora do desempenho é ainda maior se o antigo CEO estiver apresentando uma performance financeira pobre (Khurana & Nohria, 2005; Weisbach, 1988).

Warner et al. (1988) conduziram um estudo com 269 empresas listadas na Bolsa de Valores de Nova York no período de 1963 a 1978. Os resultados apresentaram uma relação negativa entre o desempenho do preço das ações e as decisões de mudanças na administração da empresa. As conclusões dos autores apontam para relações consistentes com as hipóteses originalmente levantadas, de que as informações sobre o desempenho da gestão da empresa está refletida nos retornos das ações e que o parâmetro do preço das ações é utilizado para medir a performance da gestão da empresa. Vale ressaltar que os resultados obtidos pelos autores, ao analisar empresas da Bolsa de Valores de Nova York, 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 CEOs.

Zagorchev (2013) investigou como o anúncio de trocas de CEO do setor financeiro dos Estados Unidos afeta o mercado acionário. O autor abordou as diferentes causas de trocas de CEOs de modo a verificar se as reações do mercado seriam diferentes em cada caso. Foram consideradas questões como demissão voluntária e forçada, aposentadoria voluntária e forçada, fusões e aquisições, morte e falência da empresa. 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. Demissões ou aposentadorias voluntárias indicam percepções de CEOs mais talentosos, enquanto demissões ou aposentadorias forçadas apontam para questões de maior monitoramento e controle do desempenho.

As trocas do CEO também se apresentam como uma forma de comunicar mudanças ao mercado e tentar recuperar a legitimidade com os 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, Connely, & Shook, 2016). Tais efeitos corroboram com a ideia de que investidores se preocupam com questões de sucessão e que o Conselho de Administração dedica parte das discussões estratégicas a esse assunto (Shen & Cannella, 2003).

Um estudo contendo 872 eventos de troca de CEO focou sua análise da volatilidade das empresas em decorrência da troca de CEO. Os autores argumentam que 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. Tais componentes resultam em inseguranças quanto ao fluxo de caixa futuro das empresas e, com isso, gerando uma maior variabilidade nos preços das ações (Clayton et al., 2005). Os autores apresentam como resultados o aumento de 10% na volatilidade no primeiro ano, quando há saída voluntária do CEO e a sucessão interna do próximo CEO. No caso de saída forçada do CEO, a volatilidade aumenta em 24% no primeiro ano (Clayton et al., 2005).

A incerteza sobre as habilidades, liderança e direcionamento de um novo CEO gera maior volatilidade nos retornos das ações quando as novas informações sobre o desempenho do negócio são divulgadas (Pan et al., 2015). À medida em que o CEO começa a ser mais conhecido pelo mercado, essa volatilidade causada pela incerteza tende a reduzir. De forma correlata, os autores indicam que a necessidade de informações por parte do mercado depende, potencialmente, da incerteza que o mercado possui com relação as habilidades gerenciais dos CEOs (Pan et al., 2015).

Estudos conduzidos com empresas públicas da Rússia, entre os anos de 2007 e 2016, buscaram analisar a existência de correlações entre a troca de CEO e o desempenho financeiro das organizações. Os testes empíricos desenvolvidos pelos autores confirmam a existência de correlações e os resultados indicam que no curto prazo a troca de CEO afeta de maneira negativa os resultados financeiros da empresa (Orekhova, Kudin, & Kupera, 2019).

2.2 Características do CEO e o Desempenho das Empresas

Entender a performance de CEOs tem sido um tópico de ampla investigação com base em diversas perspectivas. Como principal função executiva dentro das empresas, suas decisões estão intimamente relacionadas ao desempenho da empresa. Um estudo recente, conduzido na Dinamarca com 12,753 empresas, demonstrou que o CEO exerce um papel muito importante no desempenho financeiro da empresa e que quando o CEO é hospitalizado por um período de 10 dias a empresa apresenta redução de 0,5 pontos percentuais em seu desempenho operacional (Bennedsen, Pérez-González & Wolfenzon, 2020).

Um estudo com base na lista dos top 100 CEOs dos Estados Unidos – pela avaliação da *Harvard Business Review* (HBR) considerando empresas incluídas no ranking S&P Global 1200 – buscou explorar a existência de correlações entre as características dos CEOs com o desempenho financeiro e as responsabilidades ambiental e social (Garcia-Blandon et al., 2019). Foram encontradas correlações positivas entre a performance da empresa e as decisões de um CEO externo para a posição. A idade do CEO não apresentou correlações estatisticamente significativas com a performance. Outro achado interessante dos autores aborda a permanência do CEO, pois, permanências mais longas dos CEOs na posição estão relacionadas com um desempenho financeiro mais forte. Além disso, ao analisarem se os CEOs possuíam ou não um MBA como variável dummy, os autores não encontraram diferenças significativas estatisticamente, porém, destacam que CEOs com formação em engenharia tendem a apresentar melhores desempenhos gerais e de responsabilidades ambiental e social (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. As conclusões dos autores sugerem que países com uma proporção maior de engenheiros cresce de forma mais acelerada.

Sobre o aspecto do MBA, Bertrand e Schoar (2003) investigaram as relações existentes entre as decisões de investimento, financiamento e estratégias organizacionais com características associadas ao gestor no comando. Os resultados apontam que CEOs com MBA possuem uma relação positiva com o desempenho do negócio. CEOs com MBA parecem ser mais agressivos nas decisões de investimento e apresentam uma taxa de retorno sobre os ativos maior do que os CEOs que não possuem MBA.

Rajagopalan e Datta (1996) investigaram as características dos gestores sobre o ponto de vista da indústria. Os autores argumentam que na época de seu estudo, muitas pesquisas dedicaram atenção às relações existentes entre as características dos CEOs e a organização. Nesse estudo, os autores examinaram essas relações das características dos CEOs (anos de permanência do CEO na empresa, Educação do CEO e a experiência anterior do CEO) com as características da indústria (concentração, intensidade de capital, crescimento, instabilidade da demanda e diferenciação dos produtos) e as das organizações (tamanho da empresa, crescimento das vendas e desempenho geral) (Rajagopalan & Datta, 1996). Os autores concluíram que as características da indústria exercem um papel limitado nas explicações sobre as características dos CEOs e o desempenho geral das organizações estudadas.

Alguns autores ampliaram sua investigação em características mais específicas tais como em CEOs com origem militar (Benmelech & Frydan, 2015). Os autores concluem que a origem militar está associada com políticas corporativas mais conservadoras e um comportamento mais ético.

Em uma investigação bastante detalhada Kaplan, Klebanov, e Sorensen (2012) focaram sua atenção em uma base única de características individuais de CEOs de empresas envolvidas em transações de Venture Capital e relacionaram tais características com o desempenho da empresa após as transações. A metodologia seguiu um processo complexo de análise, com classificação de trinta características específicas categorizadas em cinco grupos para uma amostra de 316 CEOs. Os autores utilizaram análise fatorial para obter as dimensões principais das características dos CEOs e concluíram que dois fatores explicam a maior parte das variações nas características gerenciais: habilidade de execução e comunicação/relação interpessoal. Os resultados sugerem que o desempenho está positivamente relacionado com as habilidades de execução do CEO.

Ainda que não exista um consenso na literatura a respeito de como as características dos CEOs estão relacionadas com o desempenho das empresas, algumas variáveis aparecem de maneira comum em diversos estudos como a idade, a experiência, a escolaridade e a área de formação. A origem do CEO (interno ou externo) também é frequente e relevante para entender o desempenho da empresa e a reação do mercado, por isso, o próximo tópico aborda tal questão mais detalhadamente.

2.3 CEOs Internos e CEOs Externos

A literatura recente sobre trocas de CEOs tem apresentado, como de suma importância para as empresas, a decisão do tipo de origem dos candidatos: CEOs Internos e CEOs Externos (Giambatista et al., 2005; Jalal & Prezas, 2012; Khurana & Nohria, 2005; Weisbach, 1988).

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).

A discussão sobre CEOs internos apresenta um aspecto adicional quando o novo CEO é um membro da família da fundadora da empresa ou não. Um estudo de natureza causal, realizado com empresas na Dinamarca, aponta que CEOs de origem familiar causam um impacto elevado e negativo no desempenho das empresas. O estudo 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.

A escolha de CEOs externos pertencentes ao mesmo setor ou de outro setor depende da quantidade de empresas existentes nesse determinado setor e das características do Conselho de Administração. As chances de escolha de um CEO externo pertencente a um setor diferente aumentam se a quantidade de empresas no referido setor for baixa, e se o Conselho de Administração possuir uma maior quantidade de membros independentes. Em termos de resultados de longo prazo, empresas que decidem contratar um novo CEO de setor diferente tendem a apresentar lucratividade e potencial de crescimento superiores se relacionados às empresas semelhantes que optaram por CEOs do mesmo setor (Jalal & Prezas, 2012).

Sob o ponto de vista de mercado, anúncios de contratações de CEOs do mesmo setor recebem uma reação melhor do que CEOs de outros setores para o ano pós-sucessão. Porém, nos anos posteriores empresas que optaram por CEOs de outros setores apresentaram resultados superiores. Isso indica certa cautela do mercado para escolhas de CEOs fora do setor, contudo, conforme as empresas que optaram por CEOs de outro setor demonstram melhor desempenho, o mercado reage positivamente no desempenho das ações (Jalal & Prezas, 2012).

O nível de mudança estratégica e o desempenho das empresas apresentam valores diferentes para empresas com CEOs Internos e empresas com CEOs Externos. CEOs externos mostram resultados superiores nos aspectos de mudanças estratégicas e desempenho das empresas quando comparados com CEOs Internos. 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).

A decisão entre um CEO interno ou um CEO externo estão relacionadas com a assimetria de informações. Essa característica parece apresentar diferentes perspectivas no que tange aos tipos de mudanças de negócios e consequentes desempenhos futuros. Por isso, esse artigo, em sua análise, busca compreender de que maneira a origem do novo CEO se relaciona com as percepções de mercado e o desempenho da empresa.

2.4 CEOs Superstars

Estudos recentes abordam que o papel de CEOs supera questões simplesmente administrativas e ocupam espaços que se assemelham ao de celebridades. Os CEOs obtêm a

classificação de celebridades quando alcançam um desempenho de sucesso em diferentes situações ao longo do tempo (Fleck et al., 2014; Hayward et al., 2004; Treadway et al., 2009).

Superstars é um fenômeno de grande importância no mundo moderno. Em seu artigo seminal, Rosen (1981) aborda o efeito econômico de pessoas que alcançam o status de superstar e expõe que há poucas pessoas que apresentam talento ou qualidade diferenciada nas atividades que dominam, mas, possuem a capacidade de ganhar uma significativa quantia em dinheiro. Nesse contexto, o autor enfatiza, ainda, como o dinheiro se distribui no processo de superstar e como essas pessoas possuem capacidades de acumular dinheiro devido à baixa capacidade de substituição de suas habilidades. Em sua conclusão, Rosen (1981) aponta a potencial tendência futura na economia de superstars com a chegada de novas tecnologias – como o vídeo cassete e o computador pessoal mencionados em seu estudo de 1981 – tendências essas catalisadoras deste processo. Assim, decorridos quase 40 anos dos seus estudos, é possível observar que as novas tecnologias e o acesso à criação de conteúdos aceleraram e modificaram as dinâmicas de popularidade, formadores de opinião e influência.

Treadway et al. (2009) enfatizaram a questão de CEOs celebridades apresentando a necessidade de considerar esse processo em três níveis. No nível do ambiente estes sugerem que os CEOs celebridades são aqueles capazes de gerarem vantagens competitivas em longo prazo, por meio do desenvolvimento da reputação da empresa. No nível da firma, o efeito do CEO celebridade está associado com maior motivação para a equipe e com o aumento do desempenho. No nível da posição de CEO estão os ganhos pessoais de sucesso trazidos pelo efeito de ser um CEO celebridade.

Ainda que alguns estudos tenham abordado questões relativas à fama e ao reconhecimento público do CEO, poucos focaram sua atenção nos efeitos que esse status traz ao desempenho da empresa. CEOs são observados como sendo os rostos das empresas em que atuam e, recentemente, exercem um papel que, muitas vezes, se aproxima ao de Superstar dos negócios. Seus rostos começam a aparecer em campanhas de marketing, notícias, programas de TV e capas de livros. Ao se tornar um CEO Superstar a dedicação em atividades que tragam benefícios particulares tais como escrever livros, participar em conselhos de outras empresas e jogar golfe começam a ocupar a agenda do executivo. Os autores indicam ainda que o processo de autopromoção de um CEO gera resultados piores ao longo do tempo (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), CEOs ganhadores de prêmios apresentam destruição da rentabilidade das empresas nos dois anos subsequentes ao

recebimento do prêmio. No entanto, a remuneração total do CEO é positivamente afetada após o recebimento do prêmio (Malmendier & Tate, 2009).

A queda no desempenho dos CEOs após ganhar prêmios de destaque é explicada pelos autores pelo aumento de distrações e perda de foco do CEO para a maximização do valor da empresa. CEOs ganhadores de prêmios aumentam sua dedicação em escrever livros quando comparados com a média geral dos CEOs. Ao ganhar um prêmio, a probabilidade de o CEO escrever livros praticamente dobra e à medida que o CEO acumula mais premiações essa probabilidade cresce ainda mais chegando a triplicar em casos nos quais o CEO possui três ou mais prêmios. Além disso, CEOs Superstars assumem mais compromissos externos em posições de conselhos de outras empresas dobrando as chances de ocupar cinco ou mais cadeiras em conselhos (Malmendier & Tate, 2009).

Os estudos de Malmendier e Tate (2009) apresentam evidências de que o aumento da fama e do poder dos CEOs está intimamente relacionado com problemas de agência e tendem a destruir o valor das empresas no longo prazo.

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

Não foram encontrados estudos no Brasil que abordem o efeito de CEOs Superstars no desempenho das empresas e nas reações do mercado no momento de anúncio de trocas. Por isso, incorporar tais variáveis no estudo de eventos se mostra com grande potencial no aprofundamento dos estudos sobre troca de CEO.

Ademais, Malmendier e Tate (2009) abordaram os efeitos de destruição de valor de CEOs Superstars que permaneceram na mesma empresa após receberem o status de CEO Superstar. Esse estudo preenche uma lacuna e contribui para o tema ao verificar os CEOs Superstars que trocaram de empresas.

Pode ser razoável supor que um CEO que alcance o status de CEO Superstar e permaneça na mesma empresa sintam-se mais confortável para assumir as distrações, conforme apresentado nos estudos de Malmendier e Tate (2009). Porém, as incertezas de mercado e as pressões do Conselho de Administração para a melhoria de desempenho do negócio, como discutido por Guo e Masulis (2015), Jalal e Prezas (2012) e Pan et al. (2015), podem ser suficientes para que o novo CEO, ainda que seja uma celebridade, acabe evitando as distrações e focando suas habilidades no negócio.

Não foram encontrados estudos que avaliem o efeito da troca de um CEO por um CEO Superstar, mas, talvez, os aspectos dos níveis ambientais e da firma mapeados por Treadway et al. (2009) para a criação de valor do negócio seja mais facilmente observados nos casos de troca de CEO do que na permanência do CEO Superstar em suas empresas.

O entendimento de como a fama e o reconhecimento do novo CEO se relaciona com a percepção do mercado sobre a troca – e com a capacidade de geração de valor para a empresa nos anos posteriores à troca – ainda não foi amplamente analisado e discutido em termos teóricos e práticos. Até onde se tem conhecimento, poucos estudos internacionais observaram o efeito do CEO Superstar e concentraram sua atenção para o desempenho interno e não para as trocas. No Brasil, não foram encontrados estudos que abordem tal característica.

3 Base de Dados

A seleção dos dados constituiu em coletar e organizar informações de empresas listadas na Bolsa de Valores Brasileira (B3) utilizando diferentes fontes de dados que foram consolidadas em uma base única para este estudo.

Para levantamento dos eventos de troca de CEO, foi considerado o período de janeiro de 2010 até dezembro de 2019 como janela de referência para a pesquisa. O anúncio de troca do CEO precisa ser comunicado ao mercado e investidores, por meio de fato relevante e devidamente protocolado na Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Por isso, a coleta de dados acerca dos eventos de troca de CEO foi obtida com base no sistema de busca de informações do site da CVM considerando como critério de pesquisa os termos “CEO”, “Diretor”, “Diretor Presidente”, “Presidente” e “Eleição”. Ao todo, a pesquisa resultou em 440 Fatos Relevantes para o período entre 2010 e 2019. Os fatos relevantes tiveram seus assuntos analisados um a um para a seleção apenas daqueles, cujo conteúdo informacional claramente tenha indicado a troca de CEO com nomeação do novo CEO. Ao final da etapa de levantamento dos fatos relevantes a base apresentou 196 casos de trocas de CEO.

Para cada um dos 196 casos de Fato Relevante indicando a troca do CEO, foram feitas pesquisas detalhadas para obtenção das características do novo CEO. O acesso a essas informações e a falta de padronização nos Fatos Relevantes foi um desafio para a elaboração da base. A coleta das informações de CEO foi feita por pesquisa na base de dados da CVM relativo às informações divulgadas pelas empresas no Formulário de Referência conforme registrado na seção “12.5/6 – Composição e Experiência Profissional da Administração e do Conselho Financeiro” (CVM, 2019). Para completar a base de dados com determinadas informações faltantes, relatórios oficiais das empresas foram consultados, por meio da seção

de relacionamento com o investidor contida no site das empresas.

O histórico das ações foi obtido por meio do sistema Economática®. As cotações de ações foram levantadas com frequência diária. Dias sem negociação foram excluídos da série.

Os indicadores das empresas foram obtidos por meio do sistema Economática®. Para mapeamento do desempenho da empresa no momento do anúncio do CEO, foi considerada a última informação disponível antes da data do evento.

Ao final, 43 empresas mapeadas na lista inicial de Fato Relevante contendo troca de CEO não possuíam negociações no período do anúncio, impossibilitando a realização do estudo de eventos e foram removidas da base de dados. Como último filtro na base, empresas sem informações disponíveis sobre o seu desempenho no período do evento igualmente foram removidas da base. A base final utilizada para este estudo foi composta por 132 observações organizadas em um formato de corte transversal. Oito (8) dessas observações são de empresas do setor financeiro e de seguros e foram retiradas da base em algumas análises para evitar distorções devido à especificidade do setor.

3.1 Variáveis da Empresa e do Novo CEO

Suportado pelo referencial teórico anteriormente descrito, este artigo focou sua atenção em duas características do novo CEO nomeado: a origem do novo CEO (interno ou externo) e seu status de reconhecimento e fama (CEO Normal ou CEO Superstar). A partir desse ponto de interesse, as demais variáveis da empresa e do novo CEO foram analisadas na busca de diferenças entre os grupos e suas correlações.

As variáveis explicativas do modelo estão organizadas em quatro grandes grupos: variáveis de interesse, variáveis de controle das características do novo CEO, variáveis de controle do desempenho financeiro da empresa considerando a última informação disponível antes da data do evento (anúncio de troca do CEO) e variáveis de controle para efeitos de variações do ano e do setor das empresas.

A organização da base de dados, utilizando como primeiro procedimento os estudos de eventos, e a padronização dos períodos das observações permitem a obtenção de uma estrutura de dados semelhante ao corte transversal.

A Tabela 1 apresenta as descrições detalhadas das variáveis selecionadas com base na revisão teórica deste trabalho. A coluna “Símbolo” representa a nomenclatura padronizada adotada nos estudos para as análises econométricas e a apresentação dos resultados.

Tabela 1
Definição das Variáveis Explicativas

Grupo	Variável	Símbolo	Definição
Variáveis de Interesse do Novo CEO	Origem	Orig	Dummy para origem do novo CEO; se a escolha for um CEO externo será igual a 1 e se for um CEO que atualmente é funcionário da empresa ou membro do conselho será igual a 0
	Superstar	Star	CEOs famosos tendem a gerar maiores expectativas no mercado. Dummy: se o CEO for um superstar recebe valor igual a 1.
Variáveis de Controle das Características do Novo CEO	Idade	Id	Idade do CEO no momento do anúncio do evento.
	Idade ²	Id2	Idade do CEO ao quadrado para capturar o efeito do ciclo de vida do CEO. O efeito da variável quadrática Id2 está relacionado com a convexidade do efeito da variável Id sendo crescente para coeficientes de Id2 maiores que zero e decrescente para coeficientes de Id2 menores do que zero.
	Escolaridade	Esc	Anos de estudos do CEO em curso superior considerando cursos de Graduação, Pós-Graduação, MBA, Mestrado e Doutorado. Cursos técnicos, ensino médio e cursos de curta duração não foram considerados na soma de anos de estudo dessa variável.
	Área de Formação	Form	Dummy 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 Dummy com valor 1 para CEOs que concluíram cursos de MBA, Pós Graduação, Mestrado e/ou Doutorado e 0 para CEOs formados apenas na Graduação ou sem formação superior completa.
	Sexo	Sexo	Variável Dummy 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 de Controle dos Resultados Financeiros 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.
	Market to Book Ratio	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	Tam	Última informação divulgada da empresa antes da data do evento. Valor dos Ativos Totais.
	Governança	Gov	Variável dummy: o valor é igual a 1 para empresas classificadas como Novo Mercado ou Nível 2 e igual a 0 para outras classificações.
Variáveis de Controle de Ano e Setor	Ano do Anúncio	Ano	Construção de dummies individuais para cada ano do anúncio de troca do CEO, com o objetivo de controlar eventuais efeitos específicos de crises ou crescimentos.
	Setor Econômica®	Setor	Construção de dummies individuais para cada setor.

3.2 Proxies para CEO Superstar

A definição de um critério para o status de superstar é um desafio específico e de grande relevância para este estudo. Ao explorar em seu estudo as relações de CEOs Superstars e o desempenho dos negócios, Malmendier e Tate (2009) realizaram uma coleta manual de informações utilizando como critério de classificação de superstar a obtenção de prêmios de destaque e reconhecimento para CEOs considerando dezoito fontes de abrangência nacional e relevância para modificar o status atual do CEO entre os anos de 1975 e 2002.

Ao explorar em seu estudo as relações de CEOs Superstars e o desempenho dos negócios, Malmendier e Tate (2009) realizaram uma coleta manual de informações utilizando como critério de classificação de superstar a obtenção de prêmios de destaque e reconhecimento para CEOs considerando dezoito fontes de abrangência nacional e relevância para modificar o status atual do CEO entre os anos de 1975 e 2002.

Dois critérios foram utilizados por Malmendier e Tate (2009) para a verificação de prêmios concedidos aos autores: premiação com abrangência nacional, de forma a permitir que qualquer CEO pudesse ser potencialmente um vencedor e possuir relevância e destaque como prêmio capaz de modificar o status atual do CEO.

Pretendeu-se, inicialmente, seguir um critério semelhante ao utilizado por Malmendier e Tate (2009) na elaboração da proxy de superstar neste estudo. Foram mapeadas sete publicações brasileiras de ampla circulação e focadas em negócios: FORBES, Valor Econômico, Exame, Época Negócios, Você S/A, Você RH, HSM Management e Harvard Business Review (HBR). Além disso, em pesquisas específicas sobre eventos de premiação e reconhecimento de CEOs foram incluídos na base o Grupo Gestão RH (GGRH) e a *Americas Society/Council of the Americas* (AS/COA) como potenciais instituições com programas e eventos de premiação para CEOs. No final, apenas FORBES (7 edições) e Valor Econômico (10 edições) foram realmente utilizadas.

A cultura de premiação e reconhecimento difundida nos EUA, que permitiu o levantamento de Malmendier e Tate (2009) para seus estudos, não é observada de forma consolidada no Brasil. Foram feitos contatos por telefone e e-mail para as revistas e instituições levantadas para verificar se possuíam programas de reconhecimento e premiação para CEOs. Apenas com a FORBES e o Valor Econômico foram obtidas respostas positivas que permitissem uma aproximação metodológica com Malmendier e Tate (2009). Cabe ressaltar, ainda, que a Revista FORBES também foi considerada por Malmendier e Tate (2009) como uma fonte relevante de premiação para CEOs.

Outro ponto relevante da classificação de CEO superstar está no foco de análise dos estudos. Malmendier e Tate (2009) abordaram o modo como o desempenho das empresas é afetado após um CEO receber prêmios. Nesse aspecto, os autores colocaram suas atenções na investigação de como o novo status afeta o desempenho do CEO e os resultados da empresa. Sobre esse ponto de vista, o recebimento de premiações mostrou uma mudança de comportamento dos CEOs após o novo status de Superstar que o direcionaram a atividades de distração tais como escrever livros e aumentar sua participação em conselhos de outras empresas (Malmendier & Tate, 2009). Pode-se afirmar que o foco do trabalho de Malmendier e Tate (2009) estava restrito aos efeitos internos que o status de superstar gera no desempenho da empresa.

A proxy de premiações como indicativo de mudança de status do CEO para um Superstar considerada por Malmendier e Tate (2009) se apresenta com grande relevância quando focada a mudança específica do comportamento do CEO e as relações desse novo status com o desempenho. Porém, tal proxy pode ser insuficiente quando se pensa no aspecto mais amplo de fama e reconhecimento pelo mercado. 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.

Nesse contexto, explorar uma definição diferente de CEO Superstar ao mudar o ponto de análise do CEO em si, como feito por Malmendier e Tate (2009), para uma perspectiva de como o mercado percebe, se interessa e pesquisa sobre esse CEO, parece ser mais adequada ao objetivo deste estudo. Essa caracterização de CEO Superstar, abordando o interesse do mercado em suas conquistas como ponto formador de seu status e reconhecimento, apresenta aderência com as ideias de Fleck et al. (2014) e Treadway et al. (2009) sobre a criação de uma cultura de fama à medida que o CEO é exposto em comunicados à mídia e jornais.

Dentro dessa definição, uma possível proxy para verificar se um CEO possui o status de superstar é a verificação de interesse geral de buscas realizadas do seu nome. O Google é a principal ferramenta de buscas, além de ser o website mais visitado no mundo. Investigar o volume de pesquisas relativas ao nome do CEO para períodos anteriores ao evento se apresenta como uma proxy consistente para a definição de superstar.

Diversos estudos já utilizam o volume de pesquisas no Google como variáveis relevantes. Um estudo examinou a existência de relações entre a intensidade de buscas no Google e o comportamento das negociações de ações no mercado japonês (Takeda & Wakao, 2014). Outro estudo investigou a existência de correlações entre as pesquisas no Google e os retornos das ações entre os anos de 2012 a 2017 de empresas de capital aberto de Istambul

(Ekinci & Bulut, 2020). Em 2011, o volume de buscas no Google foi utilizado como proxy intuitiva para reconhecimento da empresa em um estudo sobre liquidez e retornos das ações na Alemanha (Bank, Larch & Peter, 2011).

Bank et al. (2011) utilizaram o volume de pesquisas no Google de maneira muito semelhante à proposta metodológica defendida neste artigo. Os autores consideraram que o volume de buscas indica maior atenção dos investidores sobre as empresas. Os resultados obtidos pelos autores sugerem que o volume de pesquisas no Google se mostrou como uma poderosa medida para o reconhecimento das empresas pelo investidor. Foram encontradas correlações positivas entre o volume de buscas e a liquidez das ações.

Ao considerar o resultado de buscas realizadas no Google para cada nome de CEO, no período de 12 meses anteriores ao mês do Fato Relevante anunciando o novo CEO, é possível estabelecer um critério de reconhecimento de maneira semelhante à estratégia adota por Bank et al. (2011) para as empresas.

A coleta desses dados foi feita por meio da ferramenta SEMrush e foram obtidos os resultados aproximados, para o período de 12 meses anteriores ao mês do evento, do número total de pesquisas realizadas pelo termo no Brasil e no Mundo, considerando possíveis formas diferentes de procura com abreviações ou nomes incompletos.

Além disso, como uma informação complementar, foi levantada a quantidade de resultados de pesquisa (soma total de websites, imagens, vídeos do youtube e notícias) com o nome do CEO. Essa informação não pode ser acessada em períodos específicos e o resultado apresentado na base de dados é com data de referência de julho de 2020. Não conseguir acessar essa informação no mês do evento pode resultar em problemas na definição de uma classificação de superstar, por isso, essa variável é utilizada de forma complementar na análise.

As investigações iniciais realizadas para definir o status de superstar para os CEOs, com base no volume de buscas do nome do CEO nos 12 meses anteriores à data do anúncio, se mostraram muito consistentes com a premissa de reconhecimento se levado em conta o interesse do mercado no sujeito.

Como exemplo disso, pode-se observar as movimentações de volume de pesquisa do atual CEO da Apple, Tim Cook, para os períodos de 2012 até 2019. Tim Cook foi nomeado CEO da Apple em agosto de 2011 (dois meses antes do falecimento de Steve Jobs). Steve Jobs representava o modelo perfeito de CEO Superstar tendo alcançado diversas conquistas ao longo de sua carreira, estampando capas de revistas, produções cinematográficas, documentários e diversos livros. Tim Cook observou sua fama e reconhecimento crescer após 2012 quando foi nomeado o novo CEO da Apple, conforme dados disponibilizados no Google.

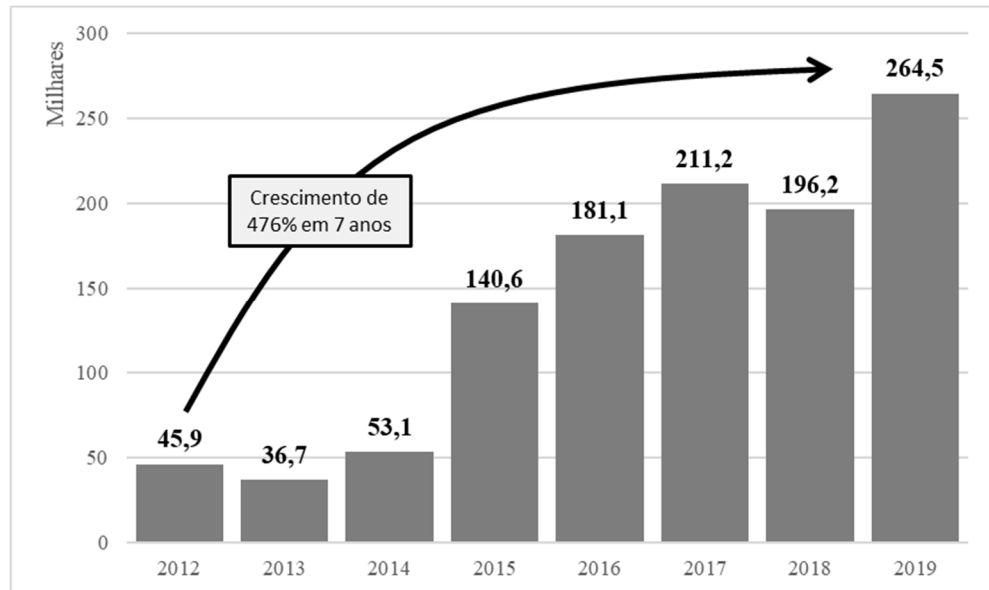


Figura 1. Gráfico com o Volume Total de Pesquisas no Google – Tim Cook
 Fonte: SEMrush. Valor em milhares de pesquisas para o termo Tim Cook para o total de cada ano.

O anúncio de saída de Steve Jobs e a nomeação de Tim Cook não são observações contidas na base deste estudo por serem eventos ocorridos nos Estados Unidos. Porém, a análise apresentada na Figura 1 permite um claro entendimento de que a situação de reconhecimento e fama de Tim Cook em 2012 é notadamente diferente da situação de 2019. É justamente esse tipo de diferença que este estudo busca capturar para verificar as relações entre CEOs Superstars e os retornos anormais das ações. Parece razoável supor que as reações do mercado sejam diferentes à medida que o status de um CEO mude.

Uma limitação desse método para elaboração da proxy de superstar está relacionada com o conteúdo obtido dos resultados de buscas. O volume de pesquisas no Google não representa, necessariamente, uma percepção positiva acerca do mercado para com o CEO. 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, mas, sim, por um problema envolvendo-o. Para tentar reduzir esse efeito, os CEOs com quantidade de pesquisas no Google e que não receberam prêmios da FORBES ou do Valor Econômico foram analisados para identificar se os resultados de pesquisa no Google estavam relacionados a escândalos de corrupção.

O critério para definição da variável dummy de CEO Superstar levou em consideração a combinação de prêmios recebidos e a quantidade de buscas sobre o CEO nos 12 meses anteriores ao mês do anúncio da troca utilizando como padrão o 9º decil. Para testes de robustez, mudanças no critério de definição da dummy foi considerado: 1) Apenas CEOs ganhadores de prêmios da FORBES e do Valor Econômico de forma a reduzir o total de CEOs Superstar da

base e 2) Inclusão do 8º decil dos resultados de pesquisa do Google de modo a aumentar a quantidade de CEOs Superstar da base.

4 Estratégia Empírica

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 troca do CEO, separando as amostras de acordo com as variáveis de interesse: Origem e CEO Superstar. Esta primeira análise permitiu a observação da existência, ou não, de diferenças, na média, entre os CEOs e entre as empresas que optam por um CEO externo ou um CEO Superstar.

Foram utilizadas as estatísticas de teste para o estimador pontual da diferença entre as duas médias amostrais, como parâmetro para verificar que existem diferenças entre os CEOs para os grupos, de acordo com a origem (interno ou externo) e reconhecimento e fama (CEO superstar ou CEO normal).

Para um maior aprofundamento sobre as decisões acerca do novo CEO, se fez uso dos modelos de probabilidade 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.

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

Onde: Y é uma variável dummy com valor 1 para CEO Externo e 0 para CEO Interno ou 1 para CEO Superstar e 0 para CEO Normal.

G é uma Função Distribuição Acumulada (FDA), cuja forma específica depende do estimador utilizado (Logit ou Probit).

α_0 é o intercepto.

α_n são os coeficientes para cada uma das variáveis explicativas.

ε é o termo aleatório de erro.

Para investigar os efeitos do anúncio de troca na percepção do mercado adotou-se como técnica a realização de estudo de evento. Ainda que não exista apenas uma maneira de organizar um estudo de eventos, o processo analítico de eventos pode ser proposto seguindo sete passos apontados por Campbell, Lo e Mackinlay (2012):

1) Definição do Evento: diz respeito ao processo de escolha e definição do evento de interesse e do período que se deseja investigar. É necessário, nesse momento, estabelecer a Janela de pré-evento, a Janela de Evento e a Janela pós-evento.

2) Critérios de Seleção: etapa que se refere à escolha dos critérios que serão utilizados para elaboração da amostra a ser estudada. Podem existir limitações referentes ao escopo do estudo ou ao acesso à informação.

3) Retornos Normais e Anormais: o retorno anormal a ser analisado deve condizer com o valor real observado do retorno do ativo no momento na janela de eventos. O retorno normal é definido como o valor que seria esperado e observado caso não existisse o evento.

4) Procedimento de Estimação: deve-se, nesse passo, definir o procedimento que será adotado e aplicado aos dados da Janela de pré-evento para estimação do valor esperado para o retorno anormal. A partir da base histórica, deve-se adotar um modelo capaz de estimar um parâmetro comparativo para o retorno anormal na janela de evento.

5) Procedimento de Teste: uma vez definidos os parâmetros de retornos anormais e retornos normais, é necessário elaborar um procedimento capaz de medir a existência de retornos anormais aos dados analisados. Nesse momento, é importante definir com clareza a hipótese nula a ser testada.

6) Resultados Empíricos: a aplicação dos testes econométricos e os resultados obtidos devem ser apresentados e analisados na busca de resultados empíricos e estatísticos.

7) Interpretação e Conclusão: com base nos resultados obtidos, é relevante que sejam realizadas conclusões sobre o evento estudado, potenciais inferências e insights sobre os resultados obtidos.

Para a construção do Evento, o Retorno Anormal do Ativo dentro da Janela de Evento ($RAit$) foi definido pela formulação:

$$RAit = Rit - \bar{R}it \quad (2)$$

Onde: $RAit$ é o Retorno Anormal de um Ativo i em um período de tempo t .

Rit é a taxa de retorno observado do Ativo i em um período de tempo t .

$\bar{R}it$ é a taxa de retorno esperado (Retorno Normal) do ativo em um período de tempo t .

O retorno observado (Rit) utilizou sua fórmula em logaritmo. A adoção dos retornos em sua forma logarítmica pressupõe um regime de capitalização contínuo e, para efeitos de cálculo, é particularmente mais indicada, uma vez que apresenta uma distribuição de frequências mais próxima à distribuição normal, atendendo de maneira mais robusta aos procedimentos dos testes estatísticos (Soares, Rostagno & Soares, 2002).

O procedimento de estimação do retorno esperado ($\bar{R}it$), geralmente, considera o estudo de históricos para definição. 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 252 dias anteriores à janela de evento. Para determinados ativos, devido à indisponibilidade de negociações, o período de estimação foi menor do que 252 dias sendo um critério de corte, no mínimo, 100 dias. Priorizou-se a escolha de ativos com maior quantidade de negociações no mercado, de forma a evitar títulos com negociações infrequentes. A estimativa do retorno esperado ($\bar{R}it$) foi definida por meio de uma regressão linear simples conforme segue:

$$\bar{R}it = \alpha + \beta * Rmt \quad (3)$$

Onde: $\bar{R}it$ é a taxa de retorno esperado (Retorno Normal) do ativo em um período de tempo t.
 α é o intercepto da Regressão linear onde X é o Ret. Ibovespa e Y é o Ret. Ação.
 β é o coeficiente Angular da Regressão linear onde X é o Ret. Ibovespa e Y é o Ret. Ação.
 Rmt é o Retorno de Mercado nos dias específicos da janela de eventos. Considerado neste estudo Retorno Ibovespa como Proxy para Retorno de Mercado.

O estudo de evento foi conduzido para quatro janelas diferentes: data do anúncio (spot), um dia antes do evento e um dia depois do evento (-1,+1), três dias antes do evento e três dias após o evento (-1,+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 janelas de evento.

Um último ponto de investigação focou nos efeitos que a decisão de troca do CEO exerce nos resultados dos anos posteriores das empresas e se existem diferenças ao longo do tempo, quando se observa a decisão referente à origem do CEO e de seu status de reconhecimento e fama.

Foram selecionados três indicadores como proxy para resultados e criação de valor para o negócio: - o Retorno sobre os Ativos (ROA), como medida de desempenho operacional; - o Lucro por Ação (L/A), como medida de valor ao acionista; - 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.

Investigações recentes na literatura utilizam o indicador OROA (retorno operacional dos ativos) como medida para investigar o efeito do CEO no desempenho da empresa (Bennedsen et al., 2020). Nesse aspecto, este artigo adotou o ROA (retorno sobre os ativos) como medida semelhante a utilizada pelos autores em seu estudo.

Bennedsen et al. (2020) concentraram seus estudos no aspecto do desempenho operacional das empresas. Nesse ponto, o interesse de estudo é verificar, de forma complementar, como o mercado responde às questões da troca de CEO e, por essa razão, foram adicionadas as variáveis Lucro por Ação e Market to Book Ratio em complementariedade ao ROA.

Os indicadores selecionados como proxy para criação de valor são comparados, em termos de diferenças, na própria empresa para o período anterior e posterior à troca e entre os valores médios do setor para o período anterior e posterior à troca. Os resultados estão apresentados com base nas divulgações trimestrais das empresas e representam o acumulado dos últimos 12 meses para evitar problemas de sazonalidade.

5 Análise dos Resultados

Esta seção está dividida em quatro partes: primeiro são apresentadas as estatísticas descritivas das empresas contidas na base e dos novos CEO indicados; após são analisadas as diferenças entre as características dos CEOs e da performance da empresa em relação às variáveis de interesse Origem e Superstar CEO; em seguida o resultado do estudo de eventos é apresentado e discutido; na quarta seção estão as análises a respeito das mudanças nos resultados da empresa para os períodos após a troca dos CEOs.

5.1 Estatística Descritiva

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

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. Winsorização a 1% representaria ajuste apenas no maior valor e no menor valor e não seria suficiente para corrigir as distorções na base. A técnica de winsorização é utilizada para tratar problemas de outliers e consiste em substituir os valores extremos superiores e inferiores pelos valores menores e maiores remanescentes na distribuição com base no percentil definido.

Tabela 2
Estatísticas descritivas das variáveis de resultados financeiros do estudo

Setor	Nº Empresas	(% do Total)	Estatística Descritiva	Sem Winsorização						Com Winsorização a 5%				
				ROA	Alav	L/A	M/B	Tam	Gov	ROA	Alav	L/A	M/B	Tam
TOTAL	132	100,0%	Mínimo	-613,7	-1475,1	-4819,6	-126,6	0,0	0,00	-34,3	0,0	-322,8	-0,5	0,2
			Média	-8,7	99,0	-91,5	0,4	47,9	0,76	-1,7	103,9	-23,6	2,0	22,0
			Máximo	73,1	1164,6	1385,5	24,8	866,8	1,00	17,9	425,5	5,2	8,4	118,9
			Desvio Padrão	61,2	233,8	556,8	16,2	149,0	0,43	13,0	116,4	78,3	2,3	35,0
Agricultura e Mineração	9	6,8%	Mínimo	-177,7	-14,2	-542,6	-0,6	0,3	1,00	-34,3	0,0	-322,8	-0,5	0,3
			Média	-29,3	26,2	-95,5	0,9	102,1	1,00	-3,5	27,8	-71,3	0,9	40,9
			Máximo	21,2	71,5	7,3	2,3	366,9	1,00	17,9	71,5	5,2	2,3	118,9
			Desvio Padrão	71,3	27,1	199,0	0,8	155,0	0,00	19,2	24,7	142,6	0,8	58,5
Construção	9	6,8%	Mínimo	-22,6	-365,8	-1300,8	-0,5	0,2	0,00	-22,6	0,0	-322,8	-0,5	0,2
			Média	-13,3	55,8	-165,8	0,3	4,1	0,78	-13,3	96,4	-57,1	0,3	4,1
			Máximo	-1,1	278,4	-1,4	0,7	17,9	1,00	-1,1	278,4	-1,4	0,7	17,9
			Desvio Padrão	7,2	182,5	426,3	0,4	5,5	0,44	7,2	98,1	102,3	0,4	5,5
Bens de Consumo	10	7,6%	Mínimo	-25,1	-1475,1	-5,7	-3,6	0,1	0,00	-25,1	0,0	-5,7	-0,5	0,2
			Média	-6,7	198,7	-1,8	1,5	39,0	0,90	-6,7	227,8	-1,8	1,8	39,1
			Máximo	2,4	1164,6	0,8	5,4	118,9	1,00	2,4	425,5	0,8	5,4	118,9
			Desvio Padrão	9,1	687,2	2,2	2,4	44,1	0,32	9,1	159,2	2,2	1,7	44,1
Energia, Óleo e Gás	16	12,1%	Mínimo	-38,9	0,1	-147,7	0,3	0,2	0,00	-34,3	0,1	-147,7	0,3	0,2
			Média	-1,5	137,6	-12,2	1,4	221,3	0,81	-1,2	137,6	-12,2	1,4	42,0
			Máximo	13,1	283,3	2,9	5,5	866,8	1,00	13,1	283,3	2,9	5,5	118,9
			Desvio Padrão	11,9	86,2	37,1	1,3	367,0	0,40	11,0	86,2	37,1	1,3	47,5
Financeiro e Seguros	8	6,1%	Mínimo	-25,9	0,0	-19,2	0,4	0,1	0,00	-25,9	0,0	-19,2	0,4	0,2
			Média	14,4	3,0	-0,4	7,1	5,0	0,88	5,1	3,0	-2,7	5,0	5,0
			Máximo	73,1	22,7	23,7	17,4	37,0	1,00	17,9	22,7	5,2	8,4	37,0
			Desvio Padrão	31,8	8,0	12,3	6,5	12,9	0,35	19,5	8,0	8,2	3,7	12,9

Continua

Conclusão

Setor	N° Empresas	(% do Total)	Estatística Descritiva	Sem Winsorização						Com Winsorização a 5%				
				ROA	Alav	L/A	M/B	Tam	Gov	ROA	Alav	L/A	M/B	Tam
Indústria	10	7,6%	Mínimo	-34,3	-416,6	-4819,6	-1,3	0,9	0,00	-34,3	0,0	-322,8	-0,5	0,9
			Média	-5,3	69,6	-539,0	1,2	15,5	0,70	-5,3	137,7	-64,3	1,3	15,5
			Máximo	3,9	450,6	14,2	3,7	65,5	1,00	3,9	425,5	5,2	3,7	65,5
			Desvio Padrão	11,9	273,8	1515,2	1,7	22,2	0,48	11,9	157,3	136,3	1,5	22,2
Tecnologia e Comunicação	17	12,9%	Mínimo	-8,9	8,8	-10,7	0,0	2,2	0,00	-8,9	8,8	-10,7	0,0	2,2
			Média	4,5	112,2	0,5	2,3	53,4	0,65	4,5	102,0	0,3	2,3	53,4
			Máximo	13,9	598,9	9,7	8,4	107,8	1,00	13,9	425,5	5,2	8,4	107,8
			Desvio Padrão	5,7	156,2	4,6	2,1	38,2	0,49	5,7	125,0	4,1	2,1	38,2
Serviços	17	12,9%	Mínimo	-613,7	0,0	-94,0	-126,6	0,0	0,00	-34,3	0,0	-94,0	-0,5	0,2
			Média	-54,7	117,7	-8,4	-11,8	4,8	0,76	-8,5	117,7	-8,4	2,5	4,8
			Máximo	12,1	425,5	1,6	14,8	12,2	1,00	12,1	425,5	1,6	8,4	12,2
			Desvio Padrão	154,0	121,7	23,2	43,4	4,2	0,44	16,7	121,7	23,2	3,2	4,1
Outros	36	27,3%	Mínimo	-25,2	0,0	-2724,0	0,0	0,1	0,00	-25,2	0,0	-322,8	0,0	0,2
			Média	3,1	97,5	-110,6	2,6	7,1	0,67	2,5	82,7	-26,0	2,1	7,1
			Máximo	34,8	956,9	1385,5	24,8	43,6	1,00	17,9	425,5	5,2	8,4	43,6
			Desvio Padrão	11,3	164,3	667,1	4,2	10,9	0,48	9,9	93,4	90,8	2,0	10,9

Nota. “(% do Total” representa a frequência relativa com base na quantidade total de empresas contidas na base. 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.

Nessa amostra é possível observar que as observações estão espalhadas em diversos setores diferentes. As variáveis do desempenho financeiro das empresas apresentam resultados médios muito diferentes entre os diversos setores analisados.

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

Tabela 3

Estatísticas descritivas das variáveis de características do novo CEO

Características do CEO		Total		Origem do novo CEO				Fama / reconhecimento do novo CEO			
				CEO Interno		CEO Externo		CEO Normal		CEO Superstar	
		Nº CEOs	(%)	Nº CEOs	(%)	Nº CEOs	(%)	Nº CEOs	(%)	Nº CEOs	(%)
TOTAL		132	100	92	70	40	30	108	82	24	18
Sexo	Homem	127	96,2	89	67,4	38	28,8	103	78,0	24	18,2
	Mulher	5	3,8	3	2,3	2	1,5	5	3,8	0	0,0
Idade	≤ 35 Anos	9	6,8	7	5,3	2	1,5	9	6,8	0	0,0
	36 a 40 Anos	17	12,9	14	10,6	3	2,3	15	11,4	2	1,5
	41 a 45 Anos	28	21,2	16	12,1	12	9,1	25	18,9	3	2,3
	46 a 50 Anos	29	22,0	20	15,2	9	6,8	23	17,4	6	4,5
	51 a 55 Anos	23	17,4	14	10,6	9	6,8	16	12,1	7	5,3
	56 a 60 Anos	11	8,3	11	8,3	0	0,0	9	6,8	2	1,5
	60 a 65 Anos	9	6,8	6	4,5	3	2,3	6	4,5	3	2,3
	> 65 Anos	6	4,5	4	3,0	2	1,5	5	3,8	1	0,8
Educação	Sem formação superior	4	3,0	4	3,0	0	0,0	4	3,0	0	0,0
	Superior Completo	48	36,4	37	28,0	11	8,3	39	29,5	9	6,8
	MBA / Pós-Graduação	63	47,7	38	28,8	25	18,9	53	40,2	10	7,6
	Mestrado / Doutorado	17	12,9	13	9,8	4	3,0	12	9,1	5	3,8
	Engenharia	52	39,4	34	25,8	18	13,6	38	28,8	14	10,6
Área de Formação (Graduação)	Administração	36	27,3	26	19,7	10	7,6	28	21,2	8	6,1
	Contabilidade	2	1,5	1	0,8	1	0,8	2	1,5	0	0,0
	Direito	4	3,0	2	1,5	2	1,5	3	2,3	1	0,8
	Economia	20	15,2	15	11,4	5	3,8	19	14,4	1	0,8
	Tecnologia / Sistemas	2	1,5	2	1,5	0	0,0	2	1,5	0	0,0
	Outros	11	8,3	8	6,1	3	2,3	11	8,3	0	0,0
	Não Possui / Não Informado	5	3,8	4	3,0	1	0,8	5	3,8	0	0,0
Anos de estudo	≤ 3 Anos	3	2,3	3	2,3	0	0,0	3	2,3	0	0,0
	4 a 5 Anos	47	35,6	36	27,3	11	8,3	38	28,8	9	6,8
	6 a 7 Anos	45	34,1	30	22,7	15	11,4	37	28,0	8	6,1
	8 a 9 Anos	15	11,4	10	7,6	5	3,8	11	8,3	4	3,0
	> 9 Anos	22	16,7	13	9,8	9	6,8	19	14,4	3	2,3

Continua

Conclusão

Características do CEO		Total		Origem do novo CEO				Fama / reconhecimento do novo CEO			
				CEO Interno		CEO Externo		CEO Normal		CEO Superstar	
		Nº CEOs	(%)	Nº CEOs	(%)	Nº CEOs	(%)	Nº CEOs	(%)	Nº CEOs	(%)
Anos Experiência em cargos de Gestão	≤ 5 Anos	10	7,6	8	6,1	2	1,5	10	7,6	0	0,0
	5 a 10 Anos	28	21,2	17	12,9	11	8,3	26	19,7	2	1,5
	11 a 15 Anos	25	18,9	18	13,6	7	5,3	18	13,6	7	5,3
	16 a 20 Anos	33	25,0	23	17,4	10	7,6	26	19,7	7	5,3
	21 a 25 Anos	14	10,6	10	7,6	4	3,0	11	8,3	3	2,3
	26 a 30 Anos	10	7,6	6	4,5	4	3,0	8	6,1	2	1,5
	31 a 35 Anos	6	4,5	5	3,8	1	0,8	4	3,0	2	1,5
	36 a 40 Anos	3	2,3	3	2,3	0	0,0	2	1,5	1	0,8
> 40 Anos	3	2,3	2	1,5	1	0,8	3	2,3	0	0,0	

Nota. “(%)” representa a frequência relativa com base na quantidade total de CEOs contidos na base. As variáveis de características do novo CEO representam a informação no momento do anúncio do CEO. As variáveis das características dos CEO não foram winsorizadas. CEO Superstar considerou como proxy o recebimento de prêmios de destaque (FORBES / Valor Econômico) e acima do 9º decil para a quantidade de pesquisas no Google referente ao CEO nos 12 meses anteriores ao mês do anúncio da troca.

Do total de CEOs contidos nessa amostra, a faixa de idade entre 41 e 50 anos representa quase 43% do total; 48% dos CEOs possuem formação superior completo e MBA/Pós-Graduação, aproximadamente 40% são formados em engenharia e apenas 5 CEOs (3,8%) são mulheres.

Sob o aspecto das variáveis de interesse, 70% dos CEOs são de origem interna e CEOs Superstars representam 18% do total de CEOs. Vale ressaltar a concentração de CEO Superstar com formação em Engenharia.

A matriz de correlação para as variáveis explicativas de características dos CEOs e do desempenho da empresa após a técnica de winsorização são apresentadas na Tabela 4. O valor maior de correção observado foi obtido entre as variáveis “Esc” e “Pós” no valor de 0,72. O resultado é esperado uma vez que a obtenção de novos diplomas de pós-graduação, MBA, mestrado ou doutorado está diretamente relacionado com a quantidade de anos em estudo superior. Ainda assim, não é um resultado preocupante em termos de multicolinearidade. As demais correlações apresentaram resultados baixos e indicam que problemas de multicolinearidade são de menor ordem na amostra analisada.

Tabela 4

Matriz de correlação das variáveis do estudo

	Orig	Star	Id	Esc	Form	Pós	Sexo	Exp	ROA	Alav	L/A	M/B	Tam
Star	0,07												
Id	-0,01	0,16											
Esc	0,14	-0,01	0,10										
Form	0,09	0,19	0,13	0,01									
Pós	0,16	0,02	0,07	0,72	0,00								
Sexo	-0,04	0,09	-0,03	-0,02	0,16	-0,08							
Exp	-0,03	0,11	0,57	-0,12	0,00	-0,14	0,13						
ROA	-0,05	0,26	0,04	0,02	0,12	0,02	-0,09	-0,07					
Alav	0,05	0,06	0,15	-0,03	-0,04	0,05	0,02	0,26	-0,10				
L/A	-0,09	0,07	0,09	0,03	0,09	-0,04	-0,06	0,01	0,47	-0,20			
M/B	-0,03	0,23	-0,04	-0,01	0,06	-0,06	0,06	0,06	0,58	0,02	0,21		
Tam	0,04	0,25	0,44	0,07	0,05	0,16	-0,06	0,21	0,31	0,31	0,18	-0,09	
Gov	0,10	0,13	0,19	0,09	-0,02	0,20	-0,11	0,12	0,15	-0,01	-0,15	0,14	0,13

A análise complementar dos Fatores de Inflacionamento da Variância (VIF) apresentou resultados menores de 3 para todas as variáveis explicativas e corroboram com os resultados obtidos na análise da matriz de correlação de ausência de multicolinearidade nas variáveis.

5.2 Diferenças entre empresas e CEOs para as variáveis de interesse

Neste tópico estão apresentadas as análises das características dos CEO e das diferenças para os grupos Internos ou Externos e para CEOs Superstar ou CEOs Normais. As informações dos resultados da empresa são as últimas informações disponibilizadas antes do anúncio de troca do CEO e estão apresentadas aqui como proxy para o desempenho da empresa no momento da troca do CEO. As informações de características do CEO são referentes ao mês do anúncio de troca do CEO estão demonstradas aqui como características individuais dos novos CEOs.

5.2.1 Características dos CEOs

Conforme detalhado na Tabela 3, do total de 132 observações na amostra, a subamostra CEO Externo é composta por 40 indivíduos e a subamostra CEO Interno possui 92 indivíduos. CEO Superstar possui 24 indivíduos em sua subamostra e CEO Normal possui 108 indivíduos.

A Tabela 5 apresenta as médias e as diferenças na média e proporções para os grupos CEO Interno e CEO Externo. As variáveis referentes aos anos de estudo e se o CEO possui MBA, Pós-graduação, Mestrado ou Doutorado foram as únicas a apresentarem diferenças consideráveis entre as médias ou proporções estatisticamente significantes a 10%. Cabe mencionar que a correlação existente entre essas duas variáveis justifica o resultado obtido em termos de sinal das diferenças e significância estatísticas. Para as amostras analisadas existe

maior proporção de CEOs externos que continuaram seus estudos para além do nível de graduação. Em média, 56% dos CEOs internos possuem algum nível de formação além da graduação, enquanto essa proporção é de 73% para CEOs externos. Tais resultados podem sugerir que as decisões internas são mais pautadas nas conquistas e desempenho já apresentado pelo CEO dentro da empresa, do que em uma análise de currículo, no qual o estudo formal em MBA, Pós-graduação, Mestrado ou Doutorado apresentam maior peso decisório.

Tabela 5

Características dos CEOs: diferenças para CEO Interno e CEO 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
Id	Idade (Anos)	48,54	9,75	48,63	10,20	48,33	8,75	-0,31	-0,18
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. A tabela apresenta as características dos CEO para o total de 132 observações e para as subamostras CEO Interno (92 observações) e CEO Externo (40 observações). São apresentados as médias e o desvio padrão para as variáveis de características do CEO. *** = $p < 0,01$; ** = $p < 0,05$; * = $p < 0,10$.

Tais resultados estão em conformidade com as discussões de Harris e Helfat (1997) e Tian et al. (2011) sobre a assimetria de informações 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 pode se apresentar como uma maneira de reduzir a assimetria informacional no processo.

A Tabela 6 apresenta os resultados das médias e proporções e das diferenças das médias e proporções para os grupos CEO Normal e CEO Superstar.

Tabela 6
Características dos CEOs: diferenças para CEO Normal e CEO 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	0,95	0,21	1,00	0,00	0,05	1,07
Id	Idade (Anos)	48,54	9,75	47,81	9,90	51,79	8,50	3,98	2,01 **
Pós	MBA/Pós/Mestrado/ Doutorado = 1	0,61	0,49	0,60	0,49	0,63	0,49	0,02	0,21
Form	Engenharia = 1	0,39	0,49	0,35	0,48	0,58	0,50	0,23	2,10 **
Esc	Escolaridade (Anos)	6,15	2,54	6,17	2,64	6,08	2,08	-0,08	-0,17
Exp	Cargos de gestão (Anos)	16,96	9,51	16,45	9,80	19,25	7,89	2,80	1,50

Nota. A tabela apresenta as características dos CEO para o total de 132 observações e para as subamostras CEO Normal (108 observações) e CEO Superstar (24 observações). São apresentados as médias e o desvio padrão para as variáveis de características do CEO. *** = $p < 0,01$; ** = $p < 0,05$; * = $p < 0,10$.

A idade do CEO Superstar é, em média, 4 anos maior do que a de CEOs Normais representando 5% de significância estatística. Esse resultado pode sugerir que a obtenção de premiações ou o reconhecimento geral – implicando no aumento no número de resultados de pesquisa no Google – esteja associado há um tempo maior no exercício da função como CEO. A variável experiência em cargos de gestão, ainda que não apresente significância estatística, permite observar maior experiência em cargos de gestão para CEO Superstar do que CEO Normal.

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 CEO Superstar e não possuem significância estatística. 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 de que os CEOs ganham fama de acordo com o desempenho alcançado durante sua gestão (Fleck et al., 2014; Hayward et al., 2004; Treadway et al., 2009).

A proporção de CEOs com formação em engenharia é, em média, 23% maior para o grupo de CEO Superstar e estatisticamente significativa a 5%. Considerando que o status de superstar é alcançado com base na performance anterior obtida pelo CEO, tais resultados podem sugerir que uma concentração maior de engenheiros no grupo CEO Superstar em comparação ao grupo CEO Normal estão alinhados com os resultados de Garcia-Blandon et al. (2019) sobre desempenho superior para CEOs formados em Engenharia e Murphy et al. (1991) sobre maiores taxas de crescimento em países com maior proporção de engenheiros.

A análise das diferenças das características dos CEOs, sobre o ponto de vista de sua origem e sua fama fornecem um conjunto rico de resultados para se compreender, *a priori*, quais características os diferem para o processo de decisão de troca de um CEO e escolha do novo CEO. Evidências iniciais apontam que a educação e a obtenção de títulos acadêmicos se apresentam com maior importância para decisões de CEOs externos, enquanto que no caso de CEOs Superstars, a experiência e o desempenho anteriormente alcançados se destacam com maior ênfase nos resultados.

5.2.2 Desempenho das empresas antes do anúncio da troca do CEO

Neste tópico foi feita uma investigação sobre a existência de diferenças entre o desempenho da empresa disponível antes do anúncio da troca, a decisão da empresa acerca da origem do novo CEO e o status de fama e reconhecimento do novo CEO. Para evitar distorções na análise, o setor “Financeiro e Seguros” foi removido da amostra resultando num total de 124 observações.

Para o aspecto da origem do CEO, em nenhuma das variáveis de desempenho da empresa foram encontradas diferenças nas médias estatisticamente significantes. Esses resultados podem sugerir que a decisão sobre o novo CEO ser interno ou externo não está relacionado com o desempenho da empresa. Como complemento ao teste de diferenças de médias, foram verificados os coeficientes dos modelos não lineares de probabilidade (Logit e Probit), considerando como variável dependente a dummy para novo CEO com origem externa. Os resultados para todas as regressões apontam que nenhuma variável é estatisticamente significativa para explicar a decisão entre CEO interno ou CEO externo.

A Tabela 7 apresenta as médias e as diferenças na média 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.

Tabela 7

Desempenho das Empresas: diferenças para CEO Normal e CEO 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	13,00	5,53	7,17	9,67	4,94	***
Alav	Dívida sobre PL	110,39	117,11	106,56	114,53	118,29	120,76	11,74	0,43	
L/A	Lucro por Ação	-24,90	80,62	-27,05	81,04	-12,26	66,19	14,79	0,94	
M/B	Market to Book	1,79	2,04	1,61	1,97	3,10	2,66	1,49	2,58	**
Tam	Ln Ativos	15,60	1,83	15,35	1,78	16,48	1,66	1,13	2,95	***
Gov	Governança = 1	0,75	0,43	0,73	0,45	0,88	0,34	0,14	1,46	

Nota. A tabela apresenta o desempenho das empresas para o total de 124 observações e para as subamostras CEO Normal (100 observações) e CEO Superstar (24 observações). São apresentados as médias e o desvio padrão para as variáveis do desempenho da empresa após winsorização a 5%. *** = $p < 0,01$; ** = $p < 0,05$; * = $p < 0,10$.

Foram encontradas diferenças nas médias positivas e estatisticamente significante a 1% para as variáveis de desempenho ROA e Tamanho (Logaritmo natural dos ativos). Market to Book apresentou uma diferença positiva e estatisticamente significante a 5%.

As diferenças observadas sugerem que empresas maiores possuem mais chance de contratar um CEO Superstar do que empresas 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 desempenho operacional medido pelo ROA e a relação do preço de mercado com o valor patrimonial medido pelo Market to Book também podem estar associados com a maior capacidade das empresas em contratar CEOs superstars. Parece razoável afirmar que o efeito de concentração de 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 8 apresenta os coeficientes para os modelos de probabilidade do novo CEO ser um superstar, de acordo com o desempenho da empresa disponível imediatamente 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.

Tabela 8
Resultados da estimação Logit e Probit para CEO Superstar

Desempenho da Empresa	Variável Dependente: Fama / Reconhecimento do CEO (CEO Superstar = 1)							
	Sem Winsorização				Dados Winsorizados a 5%			
	Logit		Probit		Logit		Probit	
	Coefficiente	Efeito Marginal	Coefficiente	Efeito Marginal	Coefficiente	Efeito Marginal	Coefficiente	Efeito Marginal
Constante	-8,517 *** (2,5751)		-4,966 *** (1,4706)		-9,994 *** (3,2852)		-5,745 *** (1,8267)	
ROA	0,0490 (0,0375)	0,002	0,0277 (0,0217)	0,003	0,1208 ** (0,0568)	0,010	0,0656 ** (0,0324)	0,011
Alav	0,0002 (0,0017)	0,000	0,0002 (0,001)	0,000	0,0017 (0,0029)	0,000	0,0010 (0,0017)	0,000
L/A	0,0011 (0,0014)	0,000	0,0005 (0,0008)	0,000	-0,007 (0,0052)	-0,001	-0,004 (0,003)	-0,001
M/B	0,2023 ** (0,0958)	0,010	0,1247 ** (0,0573)	0,012	0,1974 (0,145)	0,017	0,1196 (0,086)	0,020
Tam	0,3572 ** (0,1432)	0,017	0,2048 ** (0,0818)	0,019	0,4403 ** (0,1881)	0,038	0,2483 ** (0,1047)	0,042
Gov	0,8352 (0,7812)	0,034	0,5261 (0,426)	0,040	0,5592 (0,7301)	0,043	0,3970 (0,4149)	0,059
Pseudo-R ²	21,2%		21,6%		21,9%		22,2%	
Log Verossimilhança	-48,0		-47,8		-47,6		-47,4	
Observações	124		124		124		124	

Nota. Esta tabela apresenta os resultados das estimações dos modelos não lineares de probabilidade (Logit e Probit). Os resultados apresentam os coeficientes estimados e o efeito marginal. Erro padrão dos coeficientes estão apresentados entre parênteses. *** = $p < 0,01$; ** = $p < 0,05$; * = $p < 0,10$.

Das análises iniciais de diferenças de médias e as regressões de Logit e Probit podem ser destacados dois pontos interessantes: 1) O desempenho da empresa no período imediatamente anterior ao anúncio da troca do CEO não parece estar correlacionado com a decisão sobre a origem (interna ou externa) do novo CEO; 2) Empresas com mais ativos e com melhor desempenho operacional (ROA) possuem maior probabilidade de escolherem um novo CEO com status de superstar.

5.3 Resultados do Estudo de Eventos

Neste tópico estão explorados os resultados do estudo de eventos para avaliar de que maneira o mercado percebe e reage aos anúncios de troca de CEO e se as características do novo CEO estão relacionadas com os retornos anormais das ações. Dentro da pesquisa sobre esse assunto, não foram encontrados trabalhos anteriores nacionais ou internacionais que

investigaram o efeito atribuído aos CEOs Superstars em relação aos retornos anormais no momento do anúncio da troca.

Na Tabela 9 estão apresentados os primeiros resultados consolidados do retorno anormal acumulado médio, com base em uma janela de previsão de 252 dias e janelas de evento considerando a data do evento, -1 +1, -3 +3 e -5+5. Essa primeira análise apresenta os resultados por setor de um total de 132 casos contidos na amostra. É possível notar resultados com magnitudes e sinais bastante diferentes entre os setores analisados e entre as janelas de evento consideradas. Com exceção do setor “Agricultura e Mineração” para as janelas de evento -3 + 3 e -5 +5, os testes estatísticos não permitem afirmar que os retornos anormais acumulados médios sejam diferentes de zero.

Tabela 9

Retorno Anormal Acumulado Médio (CAAR) por setor

Setor	Nº Empresas	(% do Total)	Estatística Descritiva	Retorno Anormal Acumulado Médio (CAAR)			
				CAAR Evento	CAAR [-1, +1]	CAAR [-3, +3]	CAAR [-5, +5]
TOTAL	132	100,0%	CAAR	-0,08%	0,27%	0,26%	-1,25%
			Desvio Padrão	4,91%	9,77%	11,96%	12,91%
Agricultura e Mineração	9	6,8%	CAAR	-0,45%	-4,16%	-5,03%	** -5,85% *
			Desvio Padrão	1,44%	8,83%	7,44%	9,23%
Construção	9	6,8%	CAAR	0,34%	1,69%	2,58%	6,28%
			Desvio Padrão	4,02%	7,14%	14,73%	20,31%
Bens de Consumo	10	7,6%	CAAR	-0,84%	1,87%	-3,45%	-6,27%
			Desvio Padrão	7,00%	14,56%	12,00%	14,76%
Energia, Óleo e Gás	16	12,1%	CAAR	-2,96%	-3,96%	-3,72%	-4,16%
			Desvio Padrão	8,58%	13,08%	14,49%	17,04%
Financeiro e Seguros	8	6,1%	CAAR	1,27%	5,22%	6,76%	4,08%
			Desvio Padrão	4,27%	12,29%	14,83%	9,62%
Indústria	10	7,6%	CAAR	-0,39%	-0,09%	1,93%	0,29%
			Desvio Padrão	4,35%	11,52%	17,66%	19,05%
Tecnologia e Comunicação	17	12,9%	CAAR	1,24%	2,11%	1,47%	-1,53%
			Desvio Padrão	5,71%	11,12%	13,30%	8,66%
Serviços	17	12,9%	CAAR	0,02%	-0,47%	1,60%	-1,29%
			Desvio Padrão	2,53%	9,44%	13,16%	13,03%
Outros	36	27,3%	CAAR	0,48%	1,04%	0,75%	-0,97%
			Desvio Padrão	3,94%	6,19%	7,88%	10,29%

Nota. A tabela apresenta os resultados dos Retornos Anormais Acumulados Médios do total de observações e para cada setor. A janela de estimação do evento considerou 252 dias sequenciais (equivalente aproximado a 1 ano). Janelas de evento consideradas para a data do evento, -1 +1, -3 +3 e -5 +5. *** = $p < 0,01$; ** = $p < 0,05$; * = $p < 0,10$.

Ao analisar individualmente cada um dos eventos mapeados, é possível observar a inexistência de um padrão geral de retorno anormal. Para um mesmo setor analisado, alguns eventos apresentam retornos anormais negativos estatisticamente significantes a pelo menos 10%, enquanto outros eventos apresentam retornos anormais positivos estatisticamente significantes a pelo menos 10%. Tais análises levantam questões novas não abordadas no escopo de estudo deste trabalho. O anúncio de troca do CEO pode ser analisado de maneiras

diferentes pelo mercado, de acordo com a circunstância em que o evento de troca ocorreu. Investidores provavelmente não analisam, simplesmente, a nomeação de um novo CEO no momento em que o anúncio da troca é realizado, mas, sim, questões mais amplas como o motivo da troca, o desempenho geral da empresa e as características do CEO que está deixando o cargo.

Os estudos deste trabalho focaram seus esforços no novo CEO nomeado para a empresa e, por isso, apresenta limitações na capacidade de analisar mais profundamente cada evento de troca mapeado. De toda forma, parece razoável verificar o retorno anormal acumulado médio separando os casos entre respostas positivas do mercado em relação ao evento (CAAR positivo) e respostas negativas do mercado em relação ao evento (CAAR negativo).

Tabela 10
Retorno Anormal Acumulado Médio (CAAR) por setor e tipo de resposta

Setor	Retorno Anormal Acumulado Médio - CAAR [-5 , +5]													
	TOTAL				Respostas Positivas (CAR ≥ 0)				Respostas Negativas (CAR < 0)					
	Nº Emp.	(%)	Média	Desvio Padrão	Nº Emp.	(%)	Média	Desvio Padrão	Nº Emp.	(%)	Média	Desvio Padrão		
TOTAL	132	100	-1,2%	12,91%	59	45	8,7%	***	9,54%	73	55	-9,3%	***	9,41%
Agricultura e Mineração	9	7	-5,8%	* 9,23%	2	2	12,9%	**	7,72%	7	5	-9,9%	***	4,93%
Construção	9	7	6,3%	20,31%	5	4	20,1%	**	21,51%	4	3	-10,0%	***	5,17%
Bens de Consumo	10	8	-6,3%	14,76%	4	3	7,7%	**	7,65%	6	5	-15,9%	***	13,09%
Energia, Óleo e Gás	16	12	-4,2%	17,04%	6	5	14,4%	***	9,57%	10	8	-14,9%	***	13,36%
Financeiro e Seguros	8	6	4,1%	9,62%	6	5	7,8%	***	6,95%	2	2	-10,5%	*	8,61%
Indústria	10	8	0,3%	19,05%	5	4	15,0%	**	16,63%	5	4	-14,4%	**	14,45%
Tecnologia e Comunicação	17	13	-1,5%	8,66%	7	5	7,4%	***	5,62%	10	8	-7,6%	***	6,55%
Serviços	17	13	-1,3%	13,03%	7	5	10,6%	***	9,63%	10	8	-9,4%	***	10,02%
Outros	36	27	-1,0%	10,29%	17	13	6,8%	***	6,35%	19	14	-7,9%	***	9,09%

Nota. A tabela apresenta os resultados dos Retornos Anormais Acumulados Médios do total de observações e para cada setor. O primeiro grupo de colunas apresenta os valores totais. No segundo grupo de colunas estão os valores para a subamostra de 59 eventos que apresentaram $CAR \geq 0$. No terceiro grupo de colunas estão os valores para a subamostra de 73 eventos que apresentaram $CAR < 0$. A janela de estimação do evento considerou 252 dias sequenciais (equivalente aproximado a 1 ano). Janelas de evento consideradas para a data do evento de -5 +5. *** = $p < 0,01$; ** = $p < 0,05$; * = $p < 0,10$.

É possível observar na Tabela 10 os resultados para o retorno anormal acumulado médio (CAAR) por setor, considerando o tipo de resposta do mercado para cada evento. Ao realizar os testes estatísticos separando esses grupos, obteve-se significância estatística a pelo menos 10% em todos os setores.

Tais resultados fornecem evidências de que o anúncio de troca de CEO afeta a percepção do mercado, porém, não é possível afirmar que todos os anúncios possuem a mesma direção. Cada evento parece ser específico e interpretado isoladamente como uma boa ou má notícia pelo mercado.

Foram feitos testes de robustez para o cálculo dos retornos anormais considerando a janela pré-eventos de 100 dias e os resultados indicam conclusões semelhantes para a janela especificada de 252 dias.

5.3.1 Relação entre as características do novo CEO e os retornos anormais

Conforme discutido anteriormente, a troca de CEO não apresenta uma indicação clara de resposta positiva ou negativa quando olhados todos os casos ao mesmo tempo e, por esse motivo, ao discutir as relações entre as características do novo CEO e os retornos anormais das ações no anúncio de trocas, parece relevante verificar os efeitos das diferenças nas médias de forma separada entre os eventos interpretados positivamente e os eventos interpretados negativamente.

Tabela 11

Retorno Anormal Acumulado Médio (CAAR) e Características do CEO

Características do novo CEO		Retorno Anormal Acumulado Médio - CAAR [-5 , +5]								
		TOTAL			Respostas Positivas (CAR ≥ 0)			Respostas Negativas (CAR < 0)		
		Nº CEO	Média	Desvio Padrão	Nº CEO	Média	Desvio Padrão	Nº CEO	Média	Desvio Padrão
TOTAL		132	-1,25%	12,9%	59	8,68% ***	9,54%	73	-9,26% ***	9,4%
Origem	Interno	92	-2,03%	13,2%	42	7,81% ***	8,7%	50	-10,3% ***	10,8%
	Externo	40	0,56%	12,3%	17	11,5% ***	11,7%	23	-7,34% ***	5,4%
	Dif.		2,59%	2,4%		3,63%	3,1%		2,97%	1,9%
Fama e Reconhecimento	Normal	108	-1,76%	13,5%	48	8,50%	10,0%	60	-9,97%	10,0%
	Star	24	1,11%	10,4%	11	10,4%	7,7%	13	-6,53%	6,2%
	Dif.		2,87%	2,5%		1,89%	2,7%		3,43%	2,1%

Nota. A tabela apresenta os resultados dos Retornos Anormais Acumulados Médios do total de observações. O primeiro grupo de colunas apresenta os valores totais. O segundo grupo de colunas mostra os valores para a subamostra de 59 eventos que apresentaram $CAR \geq 0$. No terceiro grupo de colunas estão os valores para a subamostra de 73 eventos que apresentaram $CAR < 0$. Variáveis de interesse Origem e Superstar analisadas nos valores médios do CAR. Janela de estimação do evento considerou 252 dias sequenciais (equivalente aproximado a 1 ano). Janelas de evento consideradas para a data do evento de -5 +5. *** = $p < 0,01$; ** = $p < 0,05$; * = $p < 0,10$.

A Tabela 11 apresenta os resultados do retorno anormal acumulado médio para o total de 132 eventos, analisados de acordo com os grupos de resposta positivas e respostas negativas, bem como as variáveis de interesse origem do CEO e Superstar CEO.

Os resultados obtidos nos testes das diferenças das médias para cada um dos grupos não foram estatisticamente significantes e sugerem que os efeitos de retornos anormais nos eventos de troca de CEO não são afetados, de forma substancial, para informações referentes à origem do novo CEO ou seu status de reconhecimento e fama.

Regressões utilizando a técnica de Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) com diferentes especificações foram calculadas e não foram encontrados resultados dos coeficientes estatisticamente significantes. Tais resultados convergem com as análises das diferenças nas médias.

Os resultados apresentados neste estudo devem ser analisados com cautela. Três problemas principais precisam ser ressaltados com relação às análises: (1) A troca do CEO é endógena e não permite que sejam endereçadas conclusões de causalidade; (2) a quantidade de observações possíveis de serem obtidas é limitada e os resultados obtidos nas regressões são muito sensíveis à inclusão ou exclusão de variáveis na especificação do modelo e (3) ao focar o estudo no novo CEO, diversas variáveis relevantes para a explicação do CAR – tais como as características do CEO atual e o motivo da troca – não foram consideradas.

Apesar dos problemas encontrados durante as análises deste estudo, algumas questões inicialmente levantadas parecem ser possíveis de serem respondidas. Com base nos resultados das análises desta amostra, o anúncio de troca de CEO está relacionado com os retornos anormais nas ações para o período do anúncio, no entanto, as características do novo CEO, se possui origem interna ou externa e seu status de fama e reconhecimento como um CEO superstar não apresentaram significância estatística nos testes realizados.

Não se pode afirmar que as diferenças nas médias ou que os regressores do MQO sejam estatisticamente diferentes de zero, no entanto, os sinais obtidos nos resultados apontam para direções de maiores retornos anormais em casos de CEO com origem externa ou CEO com status de superstar. As limitações de acesso a informações e o tamanho da base impossibilitaram a obtenção de resultados mais acurados.

Foram realizados testes de robustez modificando a variável dependente para janelas de eventos diferentes, modificando o cálculo do CAR considerando uma janela pré-evento mais curta de 100 dias e modificando os critérios de definição da variável de interesse CEO superstar. Os testes de robustez não apresentaram mudanças expressivas nos resultados e na significância estatística dos testes de diferenças nas médias e nos regressores de MQO.

5.3.2 Efeitos da troca de CEO: empresa anterior e empresa atual de CEOs Externos

Na tentativa de ampliar um pouco mais o entendimento acerca das relações de troca dos CEOs e os retornos anormais das ações, neste tópico é abordado, superficialmente, para o grupo mapeado de CEOs com origem externa os efeitos da troca de empresas em si. Na amostra de 132 eventos analisados, 40 casos são de CEOs externos. Ao analisar o retorno anormal acumulado da empresa anterior e da empresa atual desse grupo de CEOs é possível capturar o efeito específico da troca do CEO. Dos 40 casos na base, apenas 14 CEOs vieram de empresas que possuem negociação de ações na Bolsa de Valores Brasileira (B3). Para 3 casos não foram obtidas informações precisas sobre a data de saída impossibilitando a construção do evento.

A Tabela 12 apresenta o resultado individual de cada um dos 11 eventos de troca, comparando os Retornos Anormais da empresa anterior e da empresa atual à qual o profissional foi indicado como CEO.

Ainda que a base analisada seja muito pequena, é possível observar resultados interessantes do efeito das trocas para cada uma das observações levantadas. Os resultados não apresentam um padrão único de efeito da troca no CAR das empresas, porém, é possível observar que, em alguns casos, os efeitos são contrários: CAR negativo na saída e positivo na chegada ou vice-versa. Os resultados individuais dessas trocas podem sugerir que os CEOs externos são avaliados pelo mercado, com base no desempenho das empresas em que atuavam antes da nomeação.

Tabela 12

Efeito da Troca (saída e chegada) do CEO no CAR

Observação	Retorno Anormal Acumulado (CAR)				
	CAR Evento	CAR [-1, +1]	CAR [-3, +3]	CAR [-5, +5]	
1	Empresa Anterior (Saída)	-0,93%	1,35%	1,55%	1,97%
	Empresa Atual (Chegada)	0,15%	-1,05%	-2,69%	-9,88% ***
	Efeito da Troca	Negat. --> Posit.	Posit. --> Negat.	Posit. --> Negat.	Posit. --> Negat.
2	Empresa Anterior (Saída)	11,88% ***	10,58% ***	7,78% **	11,89% ***
	Empresa Atual (Chegada)	-2,45%	-3,38% **	-7,46% ***	-3,36% **
	Efeito da Troca	Posit. --> Negat.	Posit. --> Negat.	Posit. --> Negat.	Posit. --> Negat.
3	Empresa Anterior (Saída)	-2,65%	0,36%	6,20% ***	4,00% **
	Empresa Atual (Chegada)	-5,24% ***	-7,42% ***	3,13% *	3,93% **
	Efeito da Troca	Negat. --> Negat.	Posit. --> Negat.	Posit. --> Posit.	Posit. --> Posit.
4	Empresa Anterior (Saída)	-0,45%	-0,83%	-3,34%	1,41%
	Empresa Atual (Chegada)	10,37% ***	31,00% ***	38,70% ***	16,24% ***
	Efeito da Troca	Negat. --> Posit.	Negat. --> Posit.	Negat. --> Posit.	Posit. --> Posit.
5	Empresa Anterior (Saída)	2,49% *	5,47% ***	3,73% **	-0,54%
	Empresa Atual (Chegada)	0,56%	0,86%	3,14%	4,35% **
	Efeito da Troca	Posit. --> Posit.	Posit. --> Posit.	Posit. --> Posit.	Negat. --> Posit.

Continua

Conclusão

Observação	Retorno Anormal Acumulado (CAR)				
	CAR Evento	CAR [-1, +1]	CAR [-3, +3]	CAR [-5, +5]	
6	Empresa Anterior (Saída)	-1,08%	-1,48%	-5,92% ***	-6,53% ***
	Empresa Atual (Chegada)	8,30% ***	7,54% ***	11,56% ***	16,06% ***
	Efeito da Troca	Negat. --> Posit.	Negat. --> Posit.	Negat. --> Posit.	Negat. --> Posit.
7	Empresa Anterior (Saída)	1,67%	4,23% **	4,12% **	1,49%
	Empresa Atual (Chegada)	-0,87%	0,30%	6,27% ***	5,90% ***
	Efeito da Troca	Posit. --> Negat.	Posit. --> Posit.	Posit. --> Posit.	Posit. --> Posit.
8	Empresa Anterior (Saída)	1,50%	2,35%	-1,36%	-0,36%
	Empresa Atual (Chegada)	-0,74%	0,25%	0,00%	-1,47%
	Efeito da Troca	Posit. --> Negat.	Posit. --> Posit.	Negat. --> Posit.	Negat. --> Negat.
9	Empresa Anterior (Saída)	0,09%	0,09%	-0,22%	-0,16%
	Empresa Atual (Chegada)	5,78% **	14,71% ***	12,87% ***	10,66% ***
	Efeito da Troca	Posit. --> Posit.	Posit. --> Posit.	Negat. --> Posit.	Negat. --> Posit.
10	Empresa Anterior (Saída)	-8,12% ***	-9,68% ***	-10,22% ***	-7,38% ***
	Empresa Atual (Chegada)	2,06%	5,69%	7,88% **	3,13%
	Efeito da Troca	Negat. --> Posit.	Negat. --> Posit.	Negat. --> Posit.	Negat. --> Posit.
11	Empresa Anterior (Saída)	0,78%	-0,92%	-2,20%	-1,09%
	Empresa Atual (Chegada)	-0,91%	-7,33% **	12,43% ***	-0,45%
	Efeito da Troca	Posit. --> Negat.	Negat. --> Negat.	Negat. --> Posit.	Negat. --> Negat.
CAAR	Empresa Anterior (Saída)	0,52%	1,15%	0,01%	0,47%
	Empresa Atual (Chegada)	1,70%	4,12%	8,58% **	4,51% *
	Efeito da Troca	Posit. --> Posit.	Posit. --> Posit.	Posit. --> Posit.	Posit. --> Posit.

Nota. A tabela apresenta os resultados do CAR para as 11 observações individualmente apresentadas e o valor médio (CAAR) considerando os efeitos do CAR na empresa anterior (saída do profissional da empresa) e os efeitos do CAR na empresa atual (chegada do profissional na empresa). Efeito da troca apresenta as percepções (positivas ou negativas) para a troca realizada. *** = $p < 0,01$; ** = $p < 0,05$; * = $p < 0,10$.

A ideia de que o desempenho da empresa possui grande relação com as decisões de troca de CEO, e que uma empresa com desempenho ruim pode passar uma mensagem de mudança ao mercado quando anuncia a troca do CEO foi discutido anteriormente por diversos autores (Bonnier & Bruner, 1989; Huson et al., 2004; Warner et al., 1988; Weisbach, 1988). Neste trabalho não foi endereçado, de forma específica, o efeito das trocas em si, mas, sim, o efeito do novo CEO ao ser anunciado. Estudos futuros que abordem os efeitos das empresas anteriores e atuais na troca de CEO podem contribuir para maiores entendimentos sobre o assunto.

5.4 Troca de CEOs e geração de valor no longo prazo

Como um último ponto de análise, este tópico busca explorar a mudança no desempenho da empresa nos anos subsequentes à troca do CEO e se o desempenho futuro apresenta diferenças quando olhadas as variáveis de interesse da origem do CEO e do status de fama e reconhecimento.

Três variáveis foram selecionadas como proxy para desempenho da organização, na tentativa de capturar um efeito amplo no processo de análise: 1) retorno sobre os ativos (ROA) como proxy para o desempenho operacional do CEO; 2) lucro por ação (L/A) visando capturar o componente de desempenho relacionado ao valor para o acionista; 3) Market to Book (M/B)

calculado pelo valor de mercado dividido pelo valor patrimonial 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 de troca. Empresas com ativos menores do que 1 milhão de reais e com menos do que 4 anos contínuos de informações disponíveis foram retiradas da base. Ao final, 367 empresas separadas em 9 setores foram utilizadas como parâmetro para cálculo da média do setor.

5.4.1 CEO Externo e CEO Interno

Pode-se notar que as empresas da amostra que passaram por decisões de troca de CEO apresentam um desempenho abaixo da média dos setores. Essa primeira 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 para as empresas que optaram por um CEO interno e àquelas que optaram por um CEO 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 CEOs externos estão mais propensos a realizarem mudanças estratégicas mais profundas no negócio, enquanto CEOs internos tendem a executar melhorias incrementais (Zhang & Rajagopalan, 2010). A diferença do perfil do CEO para mudança pode representar que CEOs Externos tendem a deteriorar o indicador de lucro por ação de maneira mais acelerada do que CEOs Internos, porém, uma vez realizada as mudanças conseguem recuperar essa lucratividade de maneira acelerada.

As diferenças para o indicador Market to Book ao longo do tempo não parecem diferentes para CEO interno ou CEO externo.

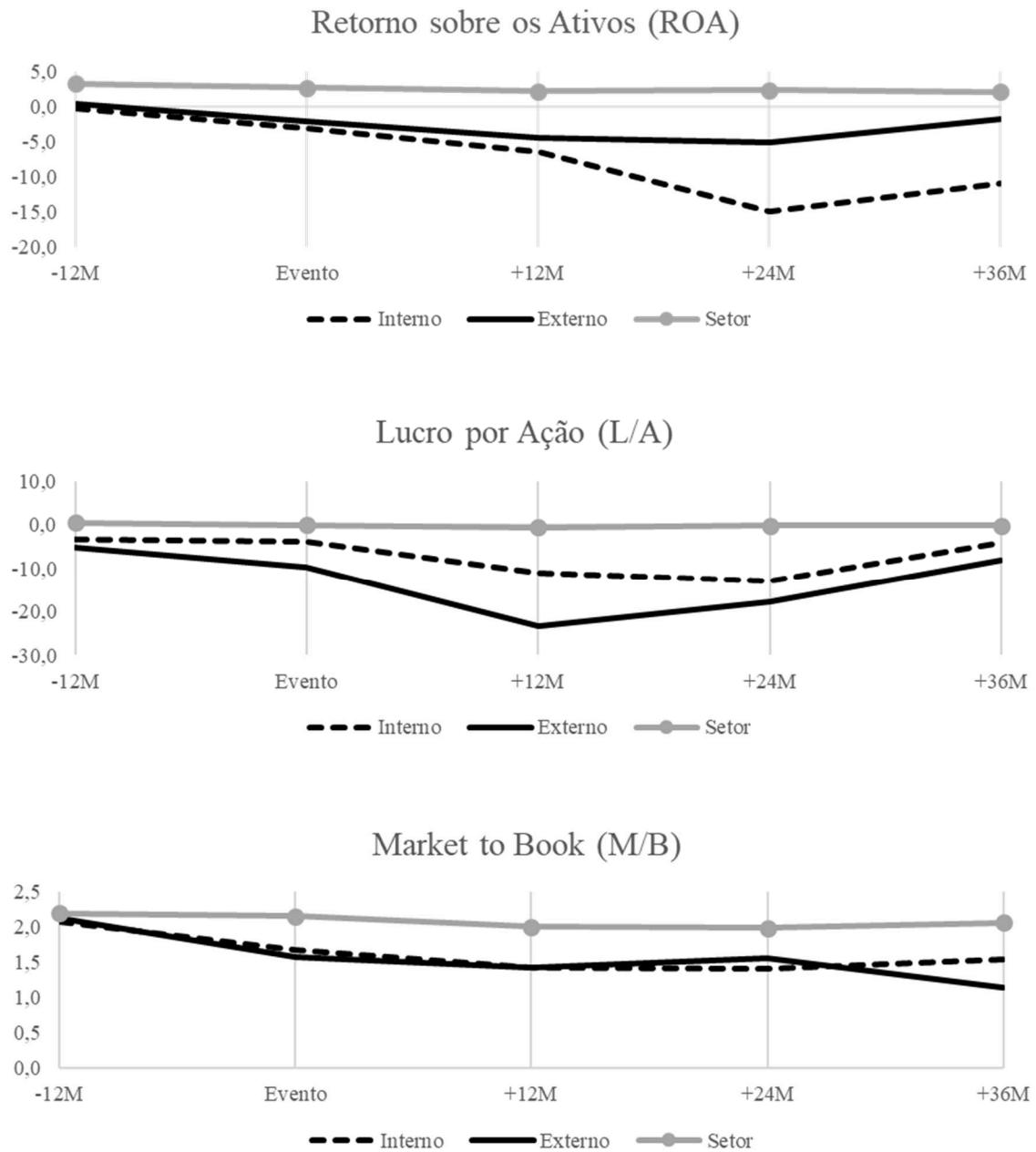


Figura 2. Gráfico com o desempenho da empresa após a troca para CEO externo e interno
 Nota. O gráfico mostra uma comparação entre a média do setor e as empresas da amostra, separadas de acordo com a escolha entre CEO interno ou CEO externo. “Evento” representa a informação disponível imediatamente anterior ao anúncio da troca. “xxM” representa o período em meses, para mais ou para menos, com base na data do evento.

5.4.2 CEO Superstar e CEO Normal

Conforme discutido anteriormente, o acesso aos CEOs superstars depende da capacidade das empresas em poderem contratar e remunerar esse profissional e, por isso, limita-se a menor número de empresas.

O retorno sobre os ativos 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 CEO normais. Malmendier e Tate (2009) observaram em seu estudo que o status de superstar está associado com a redução do desempenho da empresa ao longo do tempo. Os autores focaram no desempenho das empresas, nas quais os CEOs já atuavam e não contemplaram se movimentos de troca de empresas apresentavam resultados diferentes. Parece coerente inferir que a mudança de empresa para um CEO superstar esteja relacionada a um desafio fora de sua zona de conforto e com uma pressão e monitoramento maior do conselho de administração. Dessa forma, seria razoável pensar que as distrações observadas por Malmendier e Tate (2009) à medida que o reconhecimento e fama do CEO aumentam pudessem ser minimizadas quando esse 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. A queda nos primeiros 12 meses após a troca pode estar relacionada com as consequências das decisões da gestão anterior ou de mudanças implementadas no curto prazo, contudo, é possível notar que a tendência de recuperação desse indicador começa já a partir do segundo ano de gestão do novo CEO.

Empresas que escolhem contratar um CEO superstar apresentam o indicador Market to Book acima da média do setor. Conforme discutido em estudos anteriores (Fleck et al., 2014; Hayward et al., 2004; Treadway et al., 2009) um CEO se torna superstar com consequência 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.

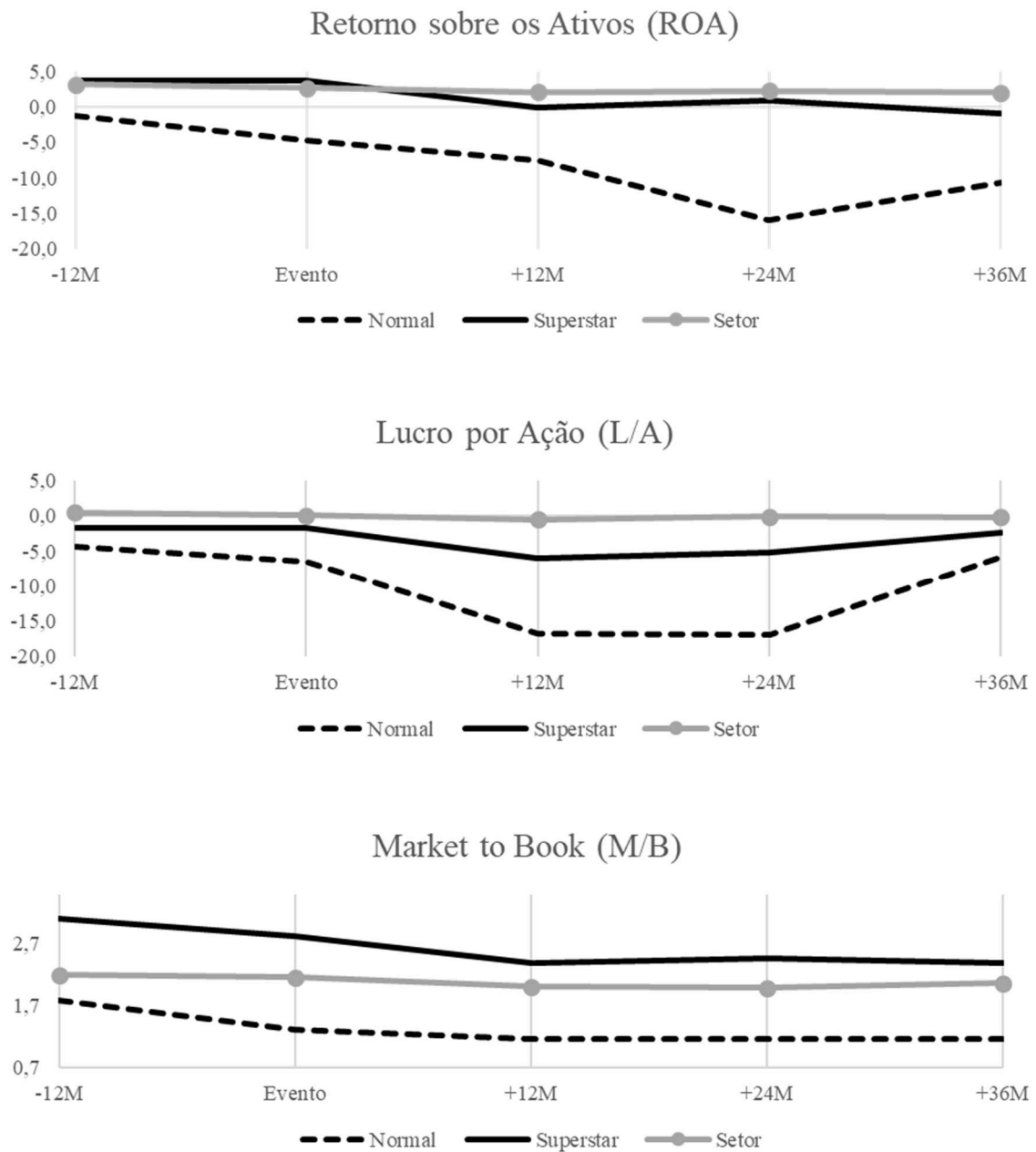


Figura 3. Gráfico com o desempenho da empresa após a troca para CEO normal e superstar
Nota. O gráfico mostra a comparação entre a média do setor e as empresas da amostra, separadas de acordo com a escolha entre CEO normal ou CEO superstar. “Evento” representa a informação disponível imediatamente anterior ao anúncio da troca. “xxM” representa o período em meses, para mais ou para menos, com base na data do evento.

Não foram encontrados coeficientes estatisticamente significantes nas regressões em Mínimos Quadrados Ordinários, considerando as variáveis de desempenho ao longo dos anos e as variáveis de interesse de origem e fama do novo CEO. As limitações de tamanho da base de dados e a sensibilidade dos modelos impossibilitam análises mais profundas além dos efeitos observados nos gráficos.

6 Conclusão

Esse trabalho teve como objetivo estudar as decisões de troca de CEOs das empresas buscando apresentar como as características do novo CEO selecionado se relacionam com o desempenho da empresa e com as percepções do mercado de ações. Pautando-se nos estudos realizados anteriormente por diversos autores sobre o tema, e a partir de uma base de dados única contendo 132 eventos de troca de CEO entre os anos de 2010 e 2019 para empresas com negociações na Bolsa de Valores Brasileira (B3) foi possível ampliar o entendimento do assunto obtendo contribuições acadêmicas e práticas.

Foram coletadas informações individuais de cada caso de troca e das características de cada CEO, por meio dos Fatos Relevantes registrados na CVM e das informações contidas no Formulário de Referência a respeito dos administradores da empresa. Informações de desempenho da empresa foram obtidas por meio do Economática®. Além disso, um grande desafio para este trabalho foi a construção de um critério coerente de classificação de CEO superstar, que levou em conta o mapeamento de prêmios de destaque atribuídos pela revista FORBES Brasil e pelo jornal Valor Econômico combinado com uma análise criteriosa de resultados de pesquisas pelo nome do CEO no Google para os 12 meses anteriores ao mês do anúncio de troca.

Duas variáveis de interesse acerca da característica do novo CEO foram consideradas para as análises dos resultados: 1) Origem do novo CEO podendo ser interna para casos em que o profissional indicado para a posição já atuava na empresa em algum outro cargo ou possuía uma posição no Conselho de Administração da empresa ou externa para casos onde o CEO não possui relação com a empresa, tendo sido selecionado no mercado e 2) status de reconhecimento e fama do CEO podendo ser um CEO Superstar ou um CEO Normal.

Em um primeiro aspecto de análise, procurou-se verificar se existiam diferenças nas características de CEOs Internos e CEOs Externos e se a decisão da empresa entre CEOs internos ou externos estavam, de alguma forma, relacionadas com o desempenho anterior ao anúncio da troca.

Poucas diferenças foram encontradas nas características de CEOs Internos e CEOs Externos. Em média, CEOs externos apresentam maior concentração de observações com títulos de Pós-graduação, MBA, Mestrado ou Doutorado e, em média, estudam mais tempo do que CEOs Internos. A educação formal e títulos acadêmicos podem ser utilizados como informação para reduzir a assimetria de informação no processo de decisão entre CEO externo

e CEO interno e esses resultados são aderentes com as discussões de Harris e Helfag (1997) e Tian et al. (2011).

Este artigo investigou as decisões de troca dos CEOs, sob o ponto de vista das características do novo CEO e as possíveis consequências nas organizações. Até onde se tem conhecimento, esse é o primeiro estudo no Brasil a explorar o efeito de reconhecimento de fama de um CEO com o desempenho da empresa e a percepção do mercado acionário. CEOs superstars são, em média, 4 anos mais velhos que os CEOs normais. Além disso, a concentração de engenheiros no grupo de CEOs superstars é expressivamente maior do que no grupo de CEOs normais e corroboram com os estudos de Garcia-Blandon et al. (2019) e com as ideias de Murphy et al. (1991).

Há diferenças consideráveis entre o desempenho das empresas imediatamente anterior ao anúncio da troca no que se refere à decisão de contratação de um CEO normal ou de um CEO superstar. Empresas maiores (ativos totais), com melhor taxa de retorno sobre os ativos (ROA) e melhor relação entre o valor de mercado e o valor patrimonial (Market to Book) 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.

Ao se analisar os efeitos de percepção do mercado, por meio do estudo de retornos anormais das ações para o anúncio da troca do CEO, foram encontradas evidências de que a troca do CEO afeta a percepção do mercado e apresenta retornos anormais nas ações. Porém, não existe uma direção clara para os efeitos que o anúncio da troca possui; para diversos casos a resposta do mercado apresenta um retorno anormal positivo e para diversos outros casos um retorno anormal negativo. A base de dados com poucas observações e dificuldade de acesso a informações relevantes a respeito da decisão de troca limitaram a capacidade de exploração dos motivos de algumas trocas serem interpretadas como boas notícias, enquanto outras serem interpretadas como más notícias pelo mercado. Ainda que os sinais das regressões e as diferenças nas médias apontem que CEOs Externos e CEOs Superstars estão positivamente correlacionados com os retornos anormais, os testes não encontraram significância estatística que permita conclusões claras a respeito dessas relações.

Uma das limitações deste trabalho está, justamente, no tamanho final da amostra que foi possível de ser obtida. Com apenas 132 casos no total e 124 casos ao excluir o setor financeiro e de seguros, a base de dados mostrou-se muito sensível à especificação dos modelos econométricos. Diversos testes de robustez foram aplicados considerando diferentes janelas de evento, mudanças na janela de pré-evento e nos critérios de classificação de CEO Superstar. Os

resultados continuaram semelhantes para os testes de robustez e não melhoraram os problemas identificados ao longo do estudo.

Na análise sobre o efeito da troca do CEO ao longo dos próximos três anos em comparação com o desempenho do setor, é plausível considerar que as empresas apresentam desempenhos abaixo da média do setor antes do anúncio da troca. Essa constatação conversa com estudos anteriores que destacam a deterioração da performance antes da decisão de troca de CEO (Dardour et al., 2018). Ocorre, no entanto, que os desempenhos futuros dessas empresas seguem caminhos distintos, de acordo com o tipo de decisão tomada.

No curto prazo é possível observar que a mudança do CEO tem um efeito negativo no desempenho da empresa para os indicadores ROA, Lucro por ação e Market to Book e que CEOs internos parecem levar mais tempo para modificar essa tendência quando comparados com CEOs externos. Tais resultados corroboram a ideia de que CEOs internos possuem maior chance de adotar um processo incremental de mudanças enquanto CEOs 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 Market to Book acima da média do setor, enquanto empresas com CEOs normais apresentam desempenho abaixo da média do setor. Um primeiro aspecto pode ser relacionado ao perfil da empresa e o 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 que decidir por um CEO superstar possa ser uma estratégia adotada pelo conselho da empresa e acionistas considerando profissionais que, no passado, já alcançaram um desempenho de destaque na tentativa de reduzir o risco futuro com o potencial futuro do negócio.

O aspecto endógeno da decisão de troca do CEO e a elaboração da amostra estudada são limitações deste trabalho que impedem que análises causais sejam realizadas. Apesar disso, as análises descritivas realizadas neste estudo ampliam a discussão a respeito de um assunto ainda pouco abordado no Brasil.

Os resultados apresentados neste estudo possuem relevância acadêmica e prática para as discussões sobre as trocas dos CEOs. No aspecto acadêmico, até onde se tem conhecimento, esse é o primeiro estudo no mundo a relacionar o status de fama de reconhecimento de um CEO superstar com as percepções de mercado no momento do anúncio da troca. Para efeitos práticos, esses estudos fornecem 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 posteriores cabe uma análise mais aprofundada em relação às circunstâncias da troca, levando em consideração não apenas as características do novo CEO, mas, igualmente, as características do CEO que deixa o cargo e os motivos dessa saída que podem contribuir para a ampliação do entendimento a respeito do assunto.

Referências

- 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, 239–264. <https://doi.org/10.1007/s11408-011-0165-y>
- Benmelech, E., & Frydman, C. (2015). Military CEOs. *Journal of Financial Economics*, 117(1), 43-59. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2014.04.009>
- Bennedsen, M., Nielsen, K. M., Perez-Gonzalez, F., & Wolfenzon, D. (2007). Inside the family firm: The role of families in succession decisions and performance. *Quarterly Journal of Economics*, 122(2), 647–669. <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. In *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. De, & 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. In *The Econometrics of Financial Markets*, 2(4). <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 - CVM (2019). *Formulário de Referência*. Recuperado de <https://www.rad.cvm.gov.br/ENET/frmConsultaExternaCVM.aspx>
- Dardour, A., Boussaada, R., Yekini, S., & Makhoul, M. (2018). The Determinants of CEO Turnover: Evidence from France. *Recherches En Sciences de Gestion*. <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*. <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*. <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*. <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*. <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>
- Harris, D., & Helfat, C. (1997). Specificity of CEO human capital and compensation. *Strategic Management Journal*, 18(11), 895.
- 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>
- Lemos, M. D. O., & Costa, N. C. A. da., Jr. (1997). O efeito de sobre-reação a curto prazo no mercado de capitais brasileiro. *Revista Brasileira de Economia*, 51(3), 309-324. Recuperado de <http://bibliotecadigital.fgv.br/ojs/index.php/rbe/article/view/696>
- 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>
- Rajagopalan, N., & Datta, D. K. (1996). CEO characteristics: Does industry matter? *Academy of Management Journal*, 39(1). Recuperado de <https://journals.aom.org/doi/abs/10.5465/256636>
- Rosen, S. (1981). The economics of superstars. *American Economic Review*, 71(5), 845-858. Recuperado de <https://www.jstor.org/stable/1803469>
- 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. *Enanpad*. Recuperado de <http://www.anpad.org.br/admin/pdf/enanpad2002-fin-1440.pdf>
- Takeda, F., & Wakao, T. (2014). Google search intensity and its relationship with returns and trading volume of Japanese stocks. *Pacific Basin Finance Journal*, 27, 1-18. <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, 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, Jeroid B, Watts, R. L., & Wruck, K. H. (1988). Stock prices and top management changes. *Journal of Financial Economics*, 20, 461–492.
- Weisbach, M. S. (1988). Outside directors and CEO turnover. *Journal of Financial Economics*, 20, 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). <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 Direction*, 26(7). <https://doi.org/10.1108/sd.2010.05626gad.001>