

FUNDAÇÃO ESCOLA DE COMÉRCIO ÁLVARES PENTEADO

FECAP

CENTRO UNIVERSITÁRIO ÁLVARES PENTEADO

MESTRADO PROFISSIONAL EM ADMINISTRAÇÃO

KAMILLA T. ASSUNÇÃO MAIN

**INFLUÊNCIA DAS CARACTERÍSTICAS DOS *CEOs* NAS
DECISÕES DE FUSÕES E AQUISIÇÕES REALIZADAS POR
EMPRESAS BRASILEIRAS**

São Paulo

2018

KAMILLA T. ASSUNÇÃO MAIN

**INFLUÊNCIA DAS CARACTERÍSTICAS DOS *CEOs* NAS DECISÕES
DE FUSÕES E AQUISIÇÕES REALIZADAS POR EMPRESAS
BRASILEIRAS**

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

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

São Paulo

2018

FUNDAÇÃO ESCOLA DE COMÉRCIO ÁLAVRES PENTEADO - FECAP

CENTRO UNIVERSITÁRIO ÁLVARES PENTEADO

Prof. Dr. Edison Simoni da Silva
Reitor e Pró-Reitor de Pós-Graduação

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

Prof. Dr. Alexandre Garcia
Diretor da Pós-Graduação Lato Sensu

Prof. Dr. Cláudio Parisi
Coordenador de Mestrado em Ciências Contábeis

Prof. Dr. Heber Pessoa da Silveira
Coordenador do Mestrado Profissional em Administração

FICHA CATALOGRÁFICA

M224i

Main, Kamilla Tairine Assunção

Influência das características dos CEOs nas decisões de fusões e aquisições realizadas por empresas brasileiras/ Kamilla Tairine Assunção
Main. - - São Paulo, 2018.

25 f.

Orientador: Prof. Dr. Vinicius Augusto Brunassi Silva

Artigo (mestrado) – Fundação de Escola de Comércio Álvares Penteado – FECAP – Centro Universitário Álvares Penteado – Programa de Mestrado Profissional em Administração.

1. Empresários – Brasil. 2. Executivos - Psicologia. 3. Empresas - Fusão e incorporação.

CDD: 658.42

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

KAMILLA T. ASSUNÇÃO MAIN

**INFLUÊNCIA DAS CARACTERÍSTICAS DOS *CEOs* NAS DECISÕES DE FUSÕES E
AQUISIÇÕES REALIZADAS POR EMPRESAS BRASILEIRAS**

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

COMISSÃO JULGADORA:

Prof. Dr. Felipe Tumenas Marques
Fundação Getulio Vargas – FGV

Prof. Dr. Joelson Oliveira Sampaio
Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado – FECAP

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

São Paulo, dezembro de 2018.

Influência das características dos *CEOs* nas decisões de fusões e aquisições realizadas por empresas brasileiras.

Kamilla T. Assunção Main

Mestre em Administração
kamillatairine@hotmail.com

Resumo

Este estudo investigou a probabilidade de empresas realizarem Fusões e Aquisições (F&A) por meio da análise das características dos *CEOs*. A literatura atual aponta que algumas características dos *CEOs*, entre elas o excesso de confiança, interferem nas decisões de F&A nas empresas. Uma das características que apresentou resultado semelhante ao excesso de confiança em estudos existentes é a área de formação do *CEO*, que será utilizada neste estudo como *proxy* de excesso de confiança para medir a probabilidade de uma empresa realizar F&A. Foi utilizada uma amostra de 794 *CEOs* de empresas não financeiras listadas na BM&FBovespa – B3, no período de 2000 a 2017. A metodologia selecionada adotou abordagem descritiva para análise dos perfis dos *CEOs* e modelo *Logit* para examinar a probabilidade de ocorrer F&A, dadas as características dos *CEOs*. Os resultados mostraram que *CEOs* com formação em finanças têm menor probabilidade de realizar F&A e *CEOs* mais jovens e com pouco tempo de empresa têm maior probabilidade de realizar F&A.

Palavras-chave: Fusões e Aquisições (F&A). Excesso de confiança. *CEOs*

Abstract

This study investigated the probability of companies to perform Mergers & Acquisitions (M&A) by analyzing CEOs characteristics. Current literature points out that some CEOs characteristics, such as overconfidence, interfere with M&A decisions in companies. One of the characteristics that presented similar results to overconfidence in existing studies is the graduation of CEOs, which will be used in this study as a proxy for overconfidence to measure the probability of a company to perform M&A. It was used a sample of 794 CEOs from non-financial companies, listed on BM&FBovespa - B3 from the period of years 2000 to 2017. The methodology adopted uses a descriptive approach to CEOs profile analysis and Logit model to examine the probability to perform M&A, given the characteristics of CEOs. The results revealed that CEOs with finance background are less likely to perform M&A; and younger CEOs, and CEOs with less time within the company are more likely to perform M&A.

Keywords: Mergers and Acquisitions (M&A). Overconfidence. CEOs

1 Introdução

O propósito desta pesquisa é verificar a relação das características dos *CEOs* com a probabilidade de realização de F&A nas empresas listadas na BM&FBovespa – B3, no período de 2000 a 2017, e encontrar a relação dessas características com os determinantes de excesso de confiança já encontrados em outras pesquisas.

Poucos estudos no Brasil têm abordado o tema de Fusões e Aquisições (F&A) com o foco de analisar a influência das características dos importantes decisores na realização de F&A nas empresas. Outros estudos analisaram a relação da característica de excesso de confiança dos *CEOs* com estrutura de capital e nível de alavancagem financeira das empresas. A relação do excesso de confiança dos *CEOs* com a estrutura de capital das empresas brasileiras foi estudado por Barros e Silveira (2008) que descobriram uma relação positiva e relevante entre o comportamento otimista dos *CEOs* e o nível de alavancagem financeira das empresas. Choi, Saito e Silva (2015) também mostraram que a política de estrutura de capital das empresas é afetada pelo perfil do *CEO*, medido pela característica de aversão ou não-aversão ao risco. Contudo, apesar desses estudos, pouco se sabe, até agora, no Brasil, sobre o impacto que o excesso de confiança dos *CEOs* pode causar no processo de F&A de novas empresas, em que os excessos de confiança e otimismo podem levar a aquisições mal sucedidas, com retorno abaixo do esperado.

Apesar dos gerentes excessivamente confiantes beneficiarem a empresa gastando mais esforço do que outros gerentes, pois superestimam o valor desse esforço, gerentes otimistas acreditam que o valor presente líquido esperado dos projetos em potencial é maior do que realmente é e realizam projetos mais rapidamente do que outros gerentes. Os gerentes com mais aversão ao risco adiarão naturalmente as decisões que devem tomar em nome dos acionistas, já os gerentes excessivamente confiantes acreditam que a incerteza sobre um projeto potencial é menor do que na verdade é, por isso eles estão menos dispostos a adiar a decisão de realizar projetos (Gervais, Heaton, & Odean, 2003). Roll (1986) evidencia que gerentes de empresas adquirentes fazem erros de avaliação porque são muito otimistas quanto a sinergias potenciais em uma proposta de aquisição.

Goel e Thakor (2000) encontraram que gerentes excessivamente confiantes - aqueles que subestimam o risco dos projetos - têm maior probabilidade de serem promovidos a *CEOs* do que um gerente racional; e que gerentes que estão competindo para uma vaga de liderança tendem a escolher projetos com riscos mais altos. Estes resultados sugerem que o excesso de confiança pode ser um traço mais comum, entre os líderes, do que a racionalidade. No entanto,

eventos históricos também explicam muito das características dos *CEOs*. Malmendier, Tate e Yan (2011) descobriram que *CEOs* que viveram momentos de grande crise ou guerra, durante a juventude, podem se tornar mais agressivos, na vida adulta, com relação à tomada de risco, pois as habilidades aprendidas de combate, durante os períodos de guerra, tornam os indivíduos mais convencidos de que podem lidar com situações estressantes e de risco, resultando em menor aversão ao risco e excesso de confiança. Malmendier e Tate (2005) também encontraram que outras características dos *CEOs*, como o tipo de formação, também determinam seu nível de confiança: *CEOs* com formação em engenharia ou outras ciências possuem mais confiança que os *CEOs* formados em cursos de finanças.

Nas pesquisas realizadas fora do Brasil, Malmendier e Tate (2008) encontraram, nas empresas dos Estados Unidos, que a chance de fazer aquisições são 65% maiores se o *CEO* for classificado com excesso de confiança, e que a reação do mercado é significativamente mais negativa para *CEOs* excessivos do que para *CEOs* não-excessivos. Nas empresas australianas, Brown e Sarma (2007) encontraram que o excesso de confiança e o efeito de dominância do *CEO*, que é a capacidade do *CEO* impor seus pontos de vista, são importantes para explicar a decisão de adquirir outra empresa. Logo, essa pesquisa realizada no Brasil tem o papel de contribuir significativamente com a literatura existente sob a ótica dos processos de F&A nos países emergentes, a fim de trazer contribuições relevantes aos estudos apresentados até hoje.

Este estudo busca responder à seguinte pergunta de pesquisa: **há maior probabilidade de empresas que possuam *CEOs* com características relacionadas ao excesso de confiança realizarem F&A?** Para responder à pergunta de pesquisa, o estudo buscará analisar a probabilidade de F&A atrelada às características do *CEOs*. A principal característica utilizada como *proxy* de excesso de confiança será a área de formação do *CEO*. Malmendier e Tate (2005) utilizaram essa característica do *CEO* (área de formação) na pesquisa da relação do excesso de confiança dos *CEOs* com a forma de investimentos das empresas. Eles encontraram resultados semelhantes dos *CEOs* considerados excessivamente confiantes aos *CEOs* com formação técnica (engenharia e outras ciências exatas), o que indica que *CEOs* formados em finanças são menos excessivamente confiantes do que *CEOs* formados em engenharia ou áreas afins. Os *CEOs* serão classificados em três grupos, sendo: a) *CEOs* com formação em finanças (administração, economia e ciências contábeis); b) *CEOs* com formação técnica (engenharia e outras ciências exatas) e c) *CEOs* com outras formações.

2 Excesso de confiança e o processo de F&A

O excesso de confiança pode ser definido como uma superestimação das próprias

habilidades e dos resultados relacionados à própria situação atual, conhecido como o efeito “melhor que a média” (Larwood & Whittaker, 1977). Esse efeito, já comprovado por estudos psicológicos, reflete-se, no mundo das finanças corporativas, por meio do superotimismo dos *CEOs* em relação aos resultados futuros, que muitas vezes envolvem negociações bilionárias que tendem a ser malsucedidas, dado o excesso de confiança das pessoas que gerem o negócio.

Por ser uma variável difícil de ser medida, será necessário utilizar uma *proxy* para mensurar essa característica nos indivíduos da pesquisa. Estudos já mostraram uma forte correlação entre pessoas empreendedoras e excesso de confiança. Palich e Bagby (1995) mostraram que empreendedores percebem maior potencial de ganho em situações incertas do que aqueles que não são empreendedores, e que pessoas empreendedoras tendem a ter maior viés na percepção dos riscos. Arabsheibani, De Meza, Maloney e Pearson (2000) também evidenciaram que empreendedores são mais sujeitos ao otimismo, porém, o otimismo financeiro irrealista é menos acentuado para pessoas com maior nível de educação, mulheres e solteiros.

Há uma literatura crescente que explica que os homens são mais confiantes e têm menos aversão ao risco do que mulheres (Bengtsson, Persson, & Willenhag, 2005). Pensando no mundo financeiro, Jianakoplos e Bernasek (1998) encontraram que as mulheres são significativamente mais avessas ao risco na tomada de decisões financeiras do que os homens.

Sabe-se que aversão ao risco e excesso de confiança também estão ligados a educação e idade do indivíduo. Hryshko, Luengo-Prado e Sørensen (2011) descobriram que indivíduos mais velhos são mais avessos ao risco e que filhos de pais mais educados são menos avessos ao risco, na idade adulta.

O estudo brasileiro realizado por Barros e Silveira (2008) utilizou como *proxy* do excesso de confiança a variável empreendedorismo, sendo uma variável binária, classificando como 1 os profissionais que são fundadores da empresa e 0 aqueles que não possuem relação de herança com a empresa. Malmendier e Tate (2005, 2008) utilizaram como *proxy* de excesso de confiança, nas empresas americanas, o comportamento do *CEO* em relação às opções de ações da própria empresa, ou seja, o *CEO* que mantém as opções de ações até a data de expiração são excessivamente confiantes, pois é persistente e otimista em relação às perspectivas futuras da empresa, diferente daqueles que aproveitam as oportunidades de preço alto para negociar suas opções antes da data de expiração. Brown e Sarma (2007) utilizaram como *proxy* do excesso de confiança a cobertura da mídia, ou seja, como a imprensa australiana retratou cada *CEO* durante o período da amostra: confiante, otimista, cauteloso, conservador etc., e também foi registrado o número de artigos que mencionaram os *CEOs* durante o período

da amostra. Dutta, Macaulay e Saadi (2011) avaliaram a relação do poder dos *CEOs* com a decisão de realizar aquisições nas empresas do Canadá, utilizando como *proxy* para medir o poder dos *CEOs* o total de remuneração (salário, bônus e *stock options*) recebido pelo *CEO* em determinado ano, e encontraram que *CEOs* com mais poder fazem mais aquisições.

Malmendier e Tate (2005) estudaram a relação do excesso de confiança dos *CEOs* com a decisão de investimentos nas empresas, pois *CEOs* excessivamente confiantes tendem a superestimar o retorno de seus projetos, impactando a decisão de investimento das empresas e de realizar ou não uma fusão ou aquisição. Eles encontraram que o tipo de formação do *CEO* interfere no seu nível de confiança: *CEOs* com formação em finanças tendem a ser menos excessivamente confiantes do que os *CEOs* formados em outras áreas, como engenharia. Anos depois, Malmendier e Tate (2008) avaliaram o excesso de confiança com a decisão de realizar F&A e encontraram que *CEOs* excessivamente confiantes têm mais chances de realizar F&A do que *CEOs* que não são excessivamente confiantes. Devido às fortes evidências encontradas no primeiro estudo da relação do excesso de confiança dos *CEOs* com sua área de formação, utilizou-se essa variável como *proxy* de excesso de confiança neste estudo.

3 Metodologia e dados

Para responder à pergunta de pesquisa, este estudo utiliza o modelo de regressão logística (*Logit*), o mesmo método utilizado nos estudos de Malmendier e Tate (2008) e Brown e Sarma (2007). Os dados foram organizados em forma de *cross-section* empilhada, onde as informações das empresas e *CEOs* foram observadas ao longo do tempo e o período da amostra organizados nas linhas da base de dados.

Esse método pretende avaliar a probabilidade de empresas realizarem F&A de acordo com as características dos *CEOs*. Os modelos de resposta binária, assim como a distribuição logística, são utilizados para explicar os efeitos de x (variáveis independentes) sobre a probabilidade de resposta de y (variável dependente binária) (Wooldridge, 2006).

A pesquisa também conta com a estatística descritiva, que possibilita caracterizar a amostra e indicar as médias observadas pela distribuição de setores do banco de dados da BM&FBovespa – B3.

3.1 Coleta de dados

A amostra contempla 307 empresas não-financeiras com ações negociadas na BM&FBovespa - B3 no período de 2000 a 2017, contando com 12.489 observações trimestrais. Na amostra estão contidas 79 empresas adquirentes que realizaram F&A neste período,

contando com 177 observações trimestrais.

Os dados de F&A foram adquiridos da Anbima – Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais, enquanto que os dados financeiros trimestrais das empresas foram coletados da base de dados Economatica.

Os dados dos *CEOs* foram coletados no *site* da CVM – Comissão de Valores Mobiliários, na seção 12.5 do Formulário de Referência para as informações a partir de 2008 e no relatório IAN para informações antes de 2008. Todas essas informações estão detalhadas na tabela 2. A fim de eliminar observações *outliers*, a base de dados foi “winsorizada” a 15% nas variáveis: Tamanho, Tobin’s Q, ROA e Ebit.

3.2 Desenvolvimento das hipóteses

Malmendier e Tate (2008) e Brown e Sarma (2007) encontraram que as características dos *CEOs* têm forte influência na tomada de decisão de F&A nas empresas, e que algumas características são relevantes e bem relacionadas com a característica de excesso de confiança, como a área de formação do *CEO*, idade, gênero e até se o *CEO* é empreendedor ou não.

Para entender se essas características interferem na tomada de decisão dos *CEOs*, a primeira hipótese testou a área de formação dos *CEOs*: **hipótese 1 (H₁)** – a área de formação do *CEO* interfere na decisão de realizar F&A.

A segunda hipótese testou se *CEOs* empreendedores têm maior probabilidade de realizar F&A, já que alguns estudos encontraram forte relação dessa característica com excesso de confiança: **hipótese 2 (H₂)** – *CEOs* empreendedores têm maior probabilidade de realizar F&A.

3.3 Especificação econométrica e variáveis

Esta pesquisa utiliza o modelo de regressão não linear *Logit* para verificar a probabilidade de realização de F&A de acordo com as características dos *CEOs*. A variável dependente binária (y) é F&A, sendo igual a 1 para as empresas adquirentes que realizaram F&A no período de 2000 a 2017, x são as variáveis explicativas de características dos *CEOs*, α e $\beta_1, \dots, \beta_{16}$ são os parâmetros estimados e $G(.)$ é uma Função Distribuição Acumulada (FDA), cuja forma específica depende do estimado utilizado. Para fins de robustez também utilizou-se o modelo *probit*. Todas as variáveis utilizadas no modelo estão detalhadas na tabela 1.

Tabela 1
Sumário das Variáveis

Variáveis	No.	Abreviação	Descrição	Proxy	Teoria	Sinal esperado
Dependente	1	F&A	Igual a 1 para empresas adquirentes que realizaram F&A no período da amostra	Informações da Anbima	Malmendier & Tate (2008), Brown & Sarma (2007)	
Independentes	2	DmEng	<i>Dummy</i> para CEO formado em engenharia	Formulário de referência 12.5 e IAN	Malmendier & Tate (2005)	(+)
	3	DmFin	<i>Dummy</i> para CEO formado em finanças	Formulário de referência 12.5 e IAN	Malmendier & Tate (2005)	(-)
	4	DmOut	<i>Dummy</i> para CEO formado em outras ciências	Formulário de referência 12.5 e IAN	Malmendier & Tate (2005)	(-)
	5	DmEmpres	<i>Dummy</i> para CEO sem formação (empresário)	Formulário de referência 12.5 e IAN	Malmendier & Tate (2005)	(-)
	6	DmMBA	<i>Dummy</i> para CEO que possui MBA, mestrado ou doutorado	Formulário de referência 12.5 e IAN	Malmendier & Tate (2005), Choi, Saito & Silva (2015)	(-)
	7	DmEmpr	<i>Dummy</i> para CEO que é empreendedor	Formulário de referência 12.5 e IAN	Malmendier & Tate (2008), Barros & Silveira (2008), Palich & Bagby (1995)	(+)
	8	DmCEO&CA	<i>Dummy</i> para CEO que também exerce o cargo de presidente do Conselho de Administração/CA	Formulário de referência 12.5 e IAN	Malmendier & Tate (2008)	(+)
	9	DmCEO&Acion	<i>Dummy</i> para CEO que está entre os 5 maiores acionistas da empresa	Base de Dados Economatica	Malmendier & Tate (2008)	(+)
	10	DmMasc	<i>Dummy</i> para CEO do gênero masculino	Formulário de referência 12.5 e IAN	Bengtsson, Persson, & Willenhag (2005), Jianakoplos & Bernasek (1998)	(+)
	11	Idade	Idade do CEO	Formulário de referência 12.5 e IAN	Malmendier & Tate (2008), Hryshko, Luengo-Prado & Sørensen (2011)	(-)
	12	TempodeCEO	Tempo como CEO na empresa (em anos)	Formulário de referência 12.5 e IAN	Malmendier & Tate (2005)	(-)
	13	DmGov	<i>Dummy</i> para os níveis de governança N2 e Novo Mercado	Base de Dados Economatica	Brown & Sarma (2007), Malmendier & Tate (2005)	(-)
	14	Tam	Tamanho da empresa	Log Ativo Total	Brown & Sarma (2007)	(+)
	15	Tobin's Q	Tobin's Q	(Valor de mercado + Dívida de curto e longo prazos)/ Ativo total	Malmendier & Tate (2008)	(+)
	16	Ebit	Ebit	Lucro antes dos juros e impostos	Brown & Sarma (2007), Malmendier & Tate (2008)	(+)
	17	ROA	Retorno sobre Ativos	Lucro líquido/ Ativo total	Malmendier & Tate (2005)	(+)
	18	Alav	Alavancagem	Passivo/ Patrimônio Líquido	Barros & Silveira (2008), Malmendier & Tate (2008)	(-)

Nota. Fonte: As variáveis Tam, Tobin's Q, Ebit, ROA e Alav foram coletadas da base de dados Economatica.

Modelo Economométrico:

$Prob(y = 1|x)$

$$\begin{aligned} &= G(\alpha + B_1DmEng + B_2DmFin + B_3DmEmpres + B_4DmMBA \\ &+ B_5DmEmpr + B_6DmCEO\&CA + B_7DmCEO\&Accion + B_8DmMasc \\ &+ B_9Idade + B_{10}TempodeCEO + B_{11}DmGov + B_{12}Tam + B_{13}Tobin's\ Q \\ &+ B_{14}Ebit + B_{15}ROA + B_{16}Alav) + \varepsilon \end{aligned}$$

Tabela 2
Dados da amostra

Ano	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Total	% Part.
Quantidade de empresas da amostra	113	112	118	126	136	140	158	205	209	215	228	237	239	249	253	257	261	273	307	
Quantidade de F&A	3	2	2	8	9	12	17	33	21	9	25	16	14	8	4	2	3	15	203	
Quantidade de F&A (empresas)	3	2	2	7	8	6	15	20	15	8	15	14	10	7	4	2	3	14	87	
Quantidade de <i>CEOs</i> da amostra	114	115	127	135	144	146	167	213	266	218	234	276	274	289	297	309	309	307	794	100%
Quantidade de <i>CEOs</i> F&A	3	2	2	7	8	7	15	20	15	8	15	14	10	7	4	2	3	14	114	
Tempo médio como <i>CEO</i> na empresa (em anos)	0	1	2	2	3	3	4	3	3	3	4	4	5	5	5	5	5	5	4	
Idade média dos <i>CEOs</i> da amostra	56	56	57	57	58	57	57	55	54	53	54	55	54	55	54	55	55	55	55	
<i>CEOs</i> do gênero masculino	113	113	123	131	141	145	166	210	261	212	228	267	264	278	286	301	303	302	774	97%
<i>CEOs</i> do gênero feminino	1	2	4	4	3	1	1	3	5	6	6	9	10	11	11	8	6	5	20	3%
<i>CEOs</i> com formação em engenharia	9	9	9	9	9	9	11	14	14	10	11	10	9	12	13	11	10	13	31	4%
<i>CEOs</i> com formação em finanças	52	49	55	56	63	60	67	89	124	100	105	122	125	137	142	153	148	147	361	45%
<i>CEOs</i> com formação em outras ciências	40	43	48	48	47	53	62	76	93	79	85	102	102	105	109	116	120	118	297	37%
<i>CEOs</i> sem formação (empresário)	13	14	15	22	25	24	27	34	35	29	33	42	38	35	33	29	31	29	105	13%
<i>CEOs</i> com <i>MBA</i> , mestrado ou doutorado	27	30	34	34	38	43	52	72	99	84	90	110	111	119	128	142	143	139	349	44%
<i>CEOs</i> empreendedores	44	43	47	48	54	50	71	105	114	102	110	130	131	133	132	127	126	125	275	35%
<i>CEOs</i> que ocupam a presidência do CA	58	58	64	61	69	61	73	81	85	68	70	79	68	62	58	46	45	40	187	24%
<i>CEOs</i> que estão entre os 5 maiores acionistas	18	20	24	20	23	21	21	29	29	27	28	31	32	38	35	29	30	34	86	11%
Valor das F&A (em R\$ bilhões)	0,0	0,0	12,8	3,5	91,6	10,1	35,5	37,0	12,9	7,1	34,6	11,3	18,6	8,7	1,2	5,7	4,4	18,5	313,6	100%
Bens industriais	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	3,5	0,5	0,5	1,3	9,3	0,7	8,5	0,5	0,0	0,1	0,1	0,5	25,4	8%
Consumo cíclico	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	9,2	8,8	0,9	0,0	1,1	1,9	0,6	1,1	0,2	0,0	0,0	0,3	24,1	8%
Consumo não cíclico	0,0	0,0	0,0	0,0	87,0	0,0	3,0	3,2	5,6	1,8	0,1	0,7	6,8	6,5	0,3	5,6	0,0	2,9	123,4	39%
Financeiro e outros	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	2,1	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0	3,1	1%
Materiais básicos	0,0	0,0	0,0	3,3	2,6	6,5	3,4	23,9	3,5	0,3	18,0	2,8	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	9,0	73,3	23%
Petróleo, gás e biocombustíveis	0,0	0,0	12,1	0,0	1,5	1,4	1,5	0,0	0,0	0,2	1,4	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	18,4	6%
Saúde	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,5	0,9	0,0	0,7	0,2	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	3,8	6,5	2%
Tecnologia da informação	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,6	0%
Telecomunicações	0,0	0,0	0,7	0,2	0,3	2,2	13,5	0,1	0,9	3,5	4,0	1,6	0,0	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	27,5	9%
Utilidade pública	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	1,5	0,1	0,0	0,0	0,0	3,3	0,0	0,0	0,7	0,0	4,3	1,0	11,1	4%

Nota. Fonte: Classificação setorial BM&FBovespa - B3

4 Interpretação dos Resultados

4.1 Estatística descritiva

Nas tabelas 3 a 13 será apresentada a distribuição da amostra por setor, com análise da amostra total (que inclui todos os *CEOs* pesquisados) e da amostra das empresas F&A que contempla apenas os *CEOs* das empresas adquirentes que passaram por processo de F&A. Para a classificação dos setores, foi utilizada a classificação setorial da BM&FBovespa - B3.

Tabela 3

Tempo na empresa como CEO por setor (em anos) - Total Amostra

No.	Setor	Qtde.	Média	Mín	Máx	D.P
1	Bens Industriais	153	4,77	0,25	18,01	4,16
2	Consumo Cíclico	138	4,57	0,25	18,01	4,17
3	Consumo não Cíclico	57	3,28	0,25	12,18	2,88
4	Financeiro e Outros	37	4,68	0,25	17,25	3,79
5	Materiais Básicos	114	4,43	0,25	18,01	3,85
6	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	19	2,31	0,25	9,13	2,06
7	Saúde	42	2,11	0,25	9,38	2,06
8	Tecnologia da Informação	13	3,61	0,76	11,93	2,83
9	Telecomunicações	47	2,28	0,26	11,41	2,24
10	Utilidade Pública	174	3,06	0,25	18,01	3,15
Total		794	4,04	0,25	18,01	3,79

A estatística descritiva possibilita caracterizar a amostra e indicar as médias do tempo do *CEO* nas empresas. Observa-se por meio da classificação setorial que, em média, os *CEOs* ficaram 4 anos nas empresas, com exceção dos setores de Telecomunicações, Saúde e Petróleo, gás e biocombustíveis, que apresentaram média abaixo de 3 anos.

Os setores que apresentaram maior tempo do *CEO* na empresa foram os setores de Bens industriais, Consumo cíclico, Materiais básicos e Utilidade pública que apresentaram tempo máximo acima de 18 anos. Observa-se que 60% da amostra está concentrada em até 2 anos de tempo médio como *CEO* nas empresas, 28% de 2 a 5 anos de empresa, 11% de 5 a 10 anos de empresa e apenas 1% acima de 10 anos.

Tabela 4

Tempo na empresa como CEO por setor (em anos) - Empresas F&A

No.	Setor	Qtde.	Média	Mín.	Máx.	D.P.
1	Bens industriais	20	3.12	0.26	9.64	2.47
2	Consumo cíclico	18	2.21	0.08	10.65	2.32
3	Consumo não cíclico	14	2.95	0.51	10.15	2.28
4	Financeiro e outros	4	3.05	2.03	4.57	1.15
5	Materiais básicos	24	3.25	0.08	10.66	3.17
6	Petróleo, gás e biocombustíveis	4	2.22	0.08	5.83	1.99
7	Saúde	8	1.25	0.08	4.21	1.30
8	Tecnologia da informação	1	2.54	2.54	2.54	NA
9	Telecomunicações	14	2.48	0.08	5.80	1.73
10	Utilidade pública	7	5.63	0.76	13.95	4.17
Total		114	2.86	0.08	13.95	2.66

Percebe-se, na tabela 4, que o tempo médio de *CEO* nas empresas adquirentes que passaram por processo de F&A é 1,17 anos menor que o tempo médio de *CEO* da amostra total. O setor de Utilidade pública apresentou a maior média de tempo como *CEO* nas empresas (5,63 anos), enquanto que o setor de Saúde apresentou a menor média (1,25 ano). Verifica-se que 48% da amostra está concentrada em até 2 anos de tempo médio como *CEO* nas empresas, 42% de 2 a 5 anos e apenas 10% de 5 a 10 anos.

Tabela 5
Área de formação do *CEO* - Total amostra

No.	Setor	Engenharia	Finanças	Outras ciências	Empresário	Total
1	Bens industriais	85	51	8	9	153
2	Consumo cíclico	45	64	23	6	138
3	Consumo não cíclico	19	25	5	8	57
4	Financeiro e outros	13	15	7	2	37
5	Materiais básicos	50	42	17	5	114
6	Petróleo, gás e biocombustíveis	6	7	6	0	19
7	Saúde	10	22	10	0	42
8	Tecnologia da informação	11	2	0	0	13
9	Telecomunicações	19	20	7	1	47
10	Utilidade pública	103	49	22	0	174
Total		361	297	105	31	794

Conforme apresentado na tabela 5, as formações dos *CEOs* estão concentradas nos cursos de engenharia (45%), 37% em finanças, 13% em outras ciências e 4% são considerados empresários, sem formação específica.

Tabela 6
Área de formação do *CEO* - Empresas F&A

No.	Setor	Engenharia	Finanças	Outras ciências	Empresário	Total
1	Bens industriais	9	7	3	1	20
2	Consumo cíclico	9	4	5	0	18
3	Consumo não cíclico	4	6	1	3	14
4	Financeiro e outros	1	2	0	1	4
5	Materiais básicos	12	9	3	0	24
6	Petróleo, gás e biocombustíveis	0	3	1	0	4
7	Saúde	3	4	1	0	8
8	Tecnologia da informação	1	0	0	0	1
9	Telecomunicações	6	8	0	0	14
10	Utilidade pública	5	1	1	0	7
Total		50	44	15	5	114

As empresas adquirentes que passaram por processo de F&A apresentaram distribuição bem similar à amostra total, sendo 44% da amostra concentrada na formação em engenharia, 39% em finanças, 13% em outras ciências e 4% são empresários.

Tabela 7
Nível de formação do *CEO* por setor

No.	Setor	Amostra Possui MBA	Amostra Não possui MBA	Amostra Total	F&A Possui MBA	F&A Não possui MBA	F&A Total
1	Bens industriais	54	99	153	6	14	20
2	Consumo cíclico	53	85	138	11	7	18
3	Consumo não cíclico	25	32	57	5	9	14
4	Financeiro e outros	16	21	37	1	3	4
5	Materiais básicos	41	73	114	12	12	24
6	Petróleo, gás e biocombustíveis	9	10	19	2	2	4
7	Saúde	25	17	42	6	2	8
8	Tecnologia da informação	3	10	13	0	1	1
9	Telecomunicações	27	20	47	9	5	14
10	Utilidade pública	96	78	174	4	3	7
Total		349	445	794	56	58	114

Na tabela 7 foi analisado o nível de formação dos *CEOs*: onde se vê *MBA*, entenda-se níveis de formação: *MBA*, mestrado ou doutorado. Da amostra total de *CEOs*, 44% apresentaram formação em *MBA*, mestrado ou doutorado, enquanto que, na amostra de empresas adquirentes que passaram por F&A, esse número é de 49%.

Tabela 8
Idade do *CEO* por setor - Total amostra

No.	Setor	Qtde.	Média	Mín.	Máx.	D.P.
1	Bens industriais	153	56	30	92	12
2	Consumo cíclico	138	54	29	91	11
3	Consumo não cíclico	57	52	32	81	11
4	Financeiro e outros	37	60	36	92	13
5	Materiais básicos	114	58	39	96	10
6	Petróleo, gás e biocombustíveis	19	58	45	73	7
7	Saúde	42	47	25	66	9
8	Tecnologia da informação	13	49	35	67	7
9	Telecomunicações	47	51	39	70	7
10	Utilidade pública	174	54	23	78	10
Total		794	55	23	96	11

A idade média dos *CEOs* da amostra é de 55 anos, o setor de Saúde apresentou a menor idade média (47 anos), enquanto que o setor Financeiro e outros apresentou a idade média mais alta (60 anos). O setor de Materiais básicos apresentou a idade máxima de 96 anos, enquanto que o setor de Utilidade pública apresentou a menor idade, 23 anos. Da amostra total, 40% está concentrada na idade até 50 anos, 54% de 50 a 70 anos e 6% acima de 70 anos.

Tabela 9
Idade do CEO por setor - Empresas F&A

No.	Setor	Qtde.	Média	Mín.	Máx.	D.P.
1	Bens industriais	20	51	37	84	11
2	Consumo cíclico	18	51	35	65	9
3	Consumo não cíclico	14	46	36	64	9
4	Financeiro e outros	4	54	48	59	5
5	Materiais básicos	24	54	42	75	7
6	Petróleo, gás e biocombustíveis	4	56	49	62	5
7	Saúde	8	48	33	66	11
8	Tecnologia da informação	1	48	48	48	NA
9	Telecomunicações	14	52	40	70	9
10	Utilidade pública	7	56	32	78	15
Total		114	52	32	84	10

A idade média dos CEOs das empresas adquirentes que passaram por F&A é 3 anos menor que a idade média da amostra total. A idade mínima apresentada é do setor de Utilidade pública (32 anos), enquanto que a idade máxima é do setor de Bens materiais, 84 anos.

Da amostra total, 40% está concentrada na idade até 50 anos, 57% de 50 a 70 anos e apenas 3% acima de 70 anos.

Tabela 10
Gênero do CEO por setor

No.	Setor	Amostra Masculino	Amostra Feminino	Amostra Total	F&A Masculino	F&A Feminino	F&A Total
1	Bens industriais	152	1	153	20	0	20
2	Consumo cíclico	135	3	138	17	1	18
3	Consumo não cíclico	56	1	57	14	0	14
4	Financeiro e outros	37	0	37	4	0	4
5	Materiais básicos	111	3	114	24	0	24
6	Petróleo, gás e biocombustíveis	18	1	19	4	0	4
7	Saúde	41	1	42	8	0	8
8	Tecnologia da informação	13	0	13	1	0	1
9	Telecomunicações	45	2	47	13	1	14
10	Utilidade pública	166	8	174	7	0	7
Total		774	20	794	112	2	114

A amostra total apresentou 20 CEOs do gênero feminino, sendo 11 CEOs com formação em finanças, 5 em outras ciências, 2 em engenharia e 2 empresárias. A idade média é de 48 anos, sendo a menor idade de 32 anos e a maior idade de 59 anos.

A amostra das empresas adquirentes que passaram por F&A apresentou 2 CEOs do gênero feminino, sendo nos setores de Consumo cíclico e telecomunicações. A idade média é de 52 anos, sendo a menor idade de 43 anos e a maior idade de 62 anos. A amostra está distribuída nas formações de finanças e outras ciências.

Tabela 11
CEO que ocupa a presidência do CA

No.	Setor	Amostra CEO & CA	Amostra Apenas CEO	Amostra Total	F&A CEO & CA	F&A Apenas CEO	F&A Total
1	Bens industriais	43	110	153	4	16	20
2	Consumo cíclico	37	101	138	2	16	18
3	Consumo não cíclico	12	45	57	3	11	14
4	Financeiro e outros	14	23	37	0	4	4
5	Materiais básicos	29	85	114	5	19	24
6	Petróleo, gás e biocombustíveis	3	16	19	0	4	4
7	Saúde	5	37	42	1	7	8
8	Tecnologia da informação	1	12	13	1	0	1
9	Telecomunicações	9	38	47	3	11	14
10	Utilidade pública	34	140	174	0	7	7
Total		187	607	794	19	95	114

Observa-se que 24% dos *CEOs* ocupam também o cargo de presidente do Conselho de Administração (CA) das empresas e que 29% desses possuem *MBA*, mestrado ou doutorado. A formação desses *CEOs* também é concentrada na área de engenharia (40%), enquanto que 32% são formados em finanças.

As empresas adquirentes que passaram por F&A possuem 17% dos *CEOs* com cargo de presidente do CA e 26% desses possuem *MBA*, mestrado ou doutorado; a formação também está concentrada na área de engenharia (37%), 26% em outras ciências, 21% em finanças e 16% são empresários.

Tabela 12
CEO e acionista

No.	Setor	Amostra CEO & acionista	Amostra Apenas CEO	Amostra Total	F&A CEO & acionista	F&A Apenas CEO	F&A Total
1	Bens industriais	31	122	153	3	17	20
2	Consumo cíclico	23	115	138	1	17	18
3	Consumo não cíclico	4	53	57	0	14	14
4	Financeiro e outros	5	32	37	0	4	4
5	Materiais básicos	14	100	114	0	24	24
6	Petróleo, gás e biocombustíveis	0	19	19	0	4	4
7	Saúde	2	40	42	0	8	8
8	Tecnologia da informação	3	10	13	0	1	1
9	Telecomunicações	3	44	47	0	14	14
10	Utilidade pública	1	173	174	0	7	7
Total		86	708	794	4	110	114

Verifica-se que 11% dos *CEOs* estão entre os 5 maiores acionistas da empresa em que atuam e 57% desses também são presidentes do CA. Na amostra de empresas adquirentes que passaram por processo de F&A, apenas 4% dos *CEOs* estão entre os 5 maiores acionistas das empresas.

Tabela 13
CEO e empreendedor

No.	Sector	Amostra CEO & emp.	Amostra Apenas CEO	Amostra Total	F&A CEO & CA	F&A Apenas CEO	F&A Total
1	Bens industriais	75	78	153	10	10	20
2	Consumo cíclico	62	76	138	10	8	18
3	Consumo não cíclico	22	35	57	4	10	14
4	Financeiro e outros	15	22	37	3	1	4
5	Materiais básicos	36	78	114	7	17	24
6	Petróleo, gás e biocombustíveis	5	14	19	0	4	4
7	Saúde	13	29	42	6	2	8
8	Tecnologia da informação	6	7	13	1	0	1
9	Telecomunicações	9	38	47	1	13	14
10	Utilidade pública	32	142	174	0	7	7
Total		275	519	794	42	72	114

Analisando os *CEOs* que são empreendedores, eles representam 35% da amostra total. Do total de *CEOs* empreendedores, 32% possuem *MBA*, mestrado ou doutorado e 38% são formados na área de finanças, 37% em engenharia, 15% em outras ciências e 11% são empresários (sem formação específica).

Das empresas adquirentes que passaram por processo de F&A, 37% dos *CEOs* são empreendedores, 40% desses possuem *MBA*, mestrado ou doutorado. A formação desses *CEOs* empreendedores está assim distribuída: 38% em finanças, 31% em engenharia, 19% em outras ciências e 12% são empresários.

4.2 Correlação das variáveis

Pode-se verificar, na tabela abaixo, a correlação das variáveis e os baixos índices entre as variáveis.

Tabela 14
Correlação das variáveis pesquisadas

	Ebit	Tobin's Q	ROA	Alavancagem	Idade	TempoCEO
Ebit	1,0	0,3184	0,2490	-0,0210	-0,0425	-0,0455
Tobin's Q		1,0	0,1539	-0,0556	-0,0546	-0,0214
ROA			1,0	-0,0995	-0,0077	-0,0475
Alavancagem				1,0	-0,0535	-0,0271
Idade					1,0	0,3611
TempoCEO na Empresa						1,0

4.3 Estimação do modelo de regressão não linear

As tabelas 15 e 16 apresentam os resultados da estimação do modelo não linear por meio dos estimadores *logit* e *probit*. Na tabela 15, são apresentados os coeficientes resultantes dos dois modelos *logit* e *probit* e, na tabela 16, são apresentados os efeitos marginais.

Tabela 15
Resultados dos coeficientes estimados no modelo não linear

Variáveis explicativas	Sinal esperado	<i>Logit</i>			<i>Probit</i>		
		Coeficientes			Coeficientes		
Constante		-10,846***	-13,19***	-12,414***	-4,854***	-5,887***	-5,752***
		[1,72]	[1,79]	[1,79]	[0,68]	[0,72]	[0,74]
Formação em engenharia	(+)	-0,569**	-0,336	-0,489*	-0,233**	-0,15	-0,228**
		[0,25]	[0,27]	[0,26]	[0,11]	[0,11]	[0,11]
Formação em finanças	(-)	-0,602**	-0,581**	-0,631**	-0,257**	-0,261**	-0,269**
		[0,26]	[0,26]	[0,27]	[0,11]	[0,11]	[0,11]
Empresário	(-)	0,249	0,253	0,413	0,072	0,053	0,143
		[0,41]	[0,44]	[0,42]	[0,17]	[0,18]	[0,18]
Possui <i>MBA</i> , mest. ou dout.	(-)	0,175	0,191	0,213	0,069	0,074	0,093
		[0,17]	[0,17]	[0,17]	[0,07]	[0,07]	[0,07]
Empreendedor	(+)	-0,014	-0,106	0,125	0,006	-0,027	0,051
		[0,19]	[0,19]	[0,19]	[0,07]	[0,08]	[0,08]
<i>CEO</i> & presidente do CA	(+)	-0,029	-0,149	-0,454*	-0,027	-0,077	-0,188*
		[0,23]	[0,23]	[0,24]	[0,09]	[0,10]	[0,10]
<i>CEO</i> & acionista da empresa	(+)	-0,007	0,123	0,091	0,002	0,041	0,011
		[0,36]	[0,37]	[0,36]	[0,14]	[0,14]	[0,14]
Gênero masculino	(+)	0,672	0,512	0,5	0,294	0,234	0,279
		[0,52]	[0,53]	[0,53]	[0,21]	[0,23]	[0,23]
Idade	(-)	-0,024***	-0,018*	-0,029***	-0,01***	-0,008**	-0,011***
		[0,01]	[0,01]	[0,01]	[0,00]	[0,00]	[0,00]
Tempo de <i>CEO</i> na empresa	(+)	-0,007***	-0,006**	-0,003	-0,003***	-0,003***	-0,001
		[0,00]	[0,00]	[0,00]	[0,00]	[0,00]	[0,00]
Nível 2 e Novo Mercado (Gov)	(-)	-0,346**	-0,369**	-0,222	-0,151**	-0,168**	-0,092
		[0,16]	[0,18]	[0,17]	[0,07]	[0,08]	[0,07]
Tamanho	(+)	0,543***	0,586***	0,656***	0,218***	0,243***	0,277***
		[0,11]	[0,11]	[0,11]	[0,04]	[0,04]	[0,05]
Tobin's Q	(+)	0,085***	0,055***	0,076***	0,043***	0,03***	0,038***
		[0,02]	[0,02]	[0,02]	[0,01]	[0,01]	[0,01]
Ebit	(+)	0,000001	0,000001	0,0000005	0,0000003	0,0000003	0,0000002
		[0,00]	[0,00]	[0,00]	[0,00]	[0,00]	[0,00]
ROA	(+)	-4,475	-2,668	-7,319**	-1,715	-1,108	-2,817**
		[3,29]	[3,09]	[3,55]	[1,25]	[1,21]	[1,38]

Continua

		Conclusão					
Alavancagem	(-)	-0,145***	-0,13**	-0,149***	-0,045***	-0,044***	-0,047***
		[0,06]	[0,05]	[0,06]	[0,02]	[0,02]	[0,02]
Sem efeito fixo		Sim	Não	Não	Sim	Não	Não
Efeito fixo de setor		Não	Sim	Não	Não	Sim	Não
Efeito fixo de tempo (ano)		Não	Não	Sim	Não	Não	Sim
Pseudo-R ²		9,01%	11,30%	12,43%	11,82%	11,63%	12,54%
Log Log Verossimilhança		-828,39	-798,13	-779,60	-826,40	-795,06	-778,58
Qui-quadrado		201,47	261,99	299,06	205,46	268,14	301,09
Qui-quadrado (valor p)		0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Observações		12.489	12.489	12.489	12.489	12.489	12.489

Notas: Esta tabela apresenta os resultados dos coeficientes estimados por meio dos estimadores *logit* (colunas 3 a 5) e *probit* (colunas 6 a 8).

Erro padrão entre colchetes. *** significante ao nível de 1%, ** significante ao nível de 5% *significante ao nível de 10%

Tabela 16

Resultados dos efeitos marginais estimados no modelo não linear

Variáveis explicativas	Sinal esperado	<i>Logit</i>			<i>Probit</i>		
		Efeitos marginais			Efeitos marginais		
Idade	(-)	-0,0002***	-0,0001*	-0,0001***	-0,0002***	-0,0001**	-0,0002***
		[0,01]	[0,01]	[0,01]	[0,00]	[0,00]	[0,00]
Tempo de CEO na empresa	(-)	0,00005***	-0,00004**	-0,00001	-0,0001***	-0,00005***	-0,00001
		[0,00]	[0,00]	[0,00]	[0,00]	[0,00]	[0,00]
Nível 2 e Novo Mercado (Gov)	(-)	-0,002**	-0,002**	-0,001	-0,003**	-0,003**	-0,001
		[0,16]	[0,18]	[0,17]	[0,07]	[0,08]	[0,07]
Tamanho	(+)	0,004***	0,004***	0,003***	0,004***	0,004***	0,004***
		[0,11]	[0,11]	[0,11]	[0,04]	[0,04]	[0,05]
Tobins' Q	(+)	0,001***	0,0003***	0,0004***	0,001***	0,001***	0,001***
		[0,02]	[0,02]	[0,02]	[0,01]	[0,01]	[0,01]
Ebit	(+)	0	0	0	0	0	0
		[0,00]	[0,00]	[0,00]	[0,00]	[0,00]	[0,00]
ROA	(+)	-0,031	-0,017	-0,036**	-0,035	-0,02	-0,04**
		[3,29]	[3,09]	[3,55]	[1,25]	[1,21]	[1,38]
Alavancagem	(-)	-0,001***	-0,001**	-0,001***	-0,001***	-0,001***	-0,001***
		[0,06]	[0,05]	[0,06]	[0,02]	[0,02]	[0,02]
Sem efeito fixo		Sim	Não	Não	Sim	Não	Não
Efeito fixo de setor		Não	Sim	Não	Não	Sim	Não
Efeito fixo de tempo (ano)		Não	Não	Sim	Não	Não	Sim

Notas: Esta tabela apresenta os resultados dos efeitos marginais estimados por meio dos estimadores *logit* (colunas 3 a 5) e *probit* (colunas 6 a 8).

Erro padrão entre colchetes. *** significante ao nível de 1%, ** significante ao nível de 5% *significante ao nível de 10%

4.4 Resultados

De acordo com o teste *VIF* (*Variance Inflation Factor*, Fator de Inflação de Variância), não foi identificada presença de multicolinearidade.

4.4.1 Características dos *CEOs*

Observa-se por meio do modelo não linear que as formações em engenharia e finanças apresentaram resultados significantes a 5%. Assim como encontrado por Malmendier e Tate (2005), *CEOs* com formação em finanças têm menor probabilidade de realizar F&A do que *CEOs* formados em outras áreas. Esse resultado pode sugerir que *CEOs* com maior *background* em finanças tomam suas decisões com maior embasamento em números, possibilitando decisões mais corretas.

Porém, a variável *CEOs* com formação técnica (engenharia) não apresentou o sinal encontrado em outras pesquisas, apesar de ter-se mostrado significativo a 5%.

Logo, a hipótese 1, na qual se afirma que a área de formação do *CEO* interfere na decisão de realizar F&A, é parcialmente confirmada pois, apesar dos *CEOs* formados em finanças apresentarem o sinal esperado, além do nível de significância, os *CEOs* formados em engenharia apresentaram resultados contrários aos esperados.

A variável empreendedor não apresentou resultado esperado como o encontrado na pesquisa de Barros e Silveira (2008), em que *CEOs* empreendedores tendem a ser mais excessivamente confiantes e, conseqüentemente, ter maior probabilidade de realizar F&A. Logo, não é possível confirmar a hipótese 2 da pesquisa.

A idade do *CEO* apresentou-se significativa, contribuindo para o resultado encontrado nas pesquisas de Hryshko, Luengo-Prado e Sørensen (2011) e Choi, Saito e Silva (2015), que revelam que *CEOs* mais velhos possuem menos excesso de confiança e têm mais aversão ao risco - logo, *CEOs* mais velhos têm menor probabilidade de realizar F&A.

O tempo do *CEO* na empresa também se mostrou significativa na pesquisa, assim como encontrado por Malmendier e Tate (2005): quanto mais tempo o *CEO* tem na companhia, menor é a probabilidade de realizar F&A. Esse resultado sugere que *CEOs* com maior tempo de empresa tendem a zelar mais pelo resultado da companhia e, conseqüentemente, tomar decisões mais ponderadas, a fim de não impactar negativamente o resultado futuro da empresa.

4.4.2 Variáveis de controle

As variáveis de controle apresentaram resultados significantes e sinais iguais aos esperados, com exceção apenas das variáveis Ebit e ROA.

As empresas com nível de governança classificadas no N2 e Novo Mercado têm menor probabilidade de realizar F&A do que as demais empresas: este resultado corrobora a pesquisa de Brown e Sarma (2007), segundo a qual uma regulamentação de governança mais avançada pode contribuir para melhores comportamento e desempenho do *CEO*, ou seja, *CEOs* com menos excesso de confiança e menos sentimento de poder.

As empresas grandes e que possuem valores mais altos de Tobin's Q mostraram resultados significantes e apresentaram maior probabilidade de realizar F&A: este resultado é esperado, pois empresas maiores têm menos limitações financeiras e maior capacidade de realizar F&A do que outras empresas, assim como o resultado apresentado por Brown e Sarma (2007). Esse efeito também é refletido na variável Alavancagem: quanto mais alavancada for uma empresa, menor será a probabilidade de realizar F&A.

5 Conclusão

Esta pesquisa investigou a relação das características dos *CEOs* com a probabilidade de realizar F&A nas empresas brasileiras não financeiras listadas na BM&FBovespa – B3, no período de 2000 a 2017. O trabalho analisou como é o perfil dos *CEOs* que realizaram F&A, comparado ao grupo total de *CEOs* das empresas listadas na BM&FBovespa – B3. Verificou-se que as características dos *CEOs* são relevantes na decisão de realizar F&A, assim como encontrado nas pesquisas de Brown e Sarma (2007) e Malmendier e Tate (2008), que analisaram o impacto do excesso de confiança dos *CEOs* na decisão de realizar F&A nas empresas, encontrando que *CEOs* com formação técnica e com menos tempo de empresa têm maior probabilidade de realizar F&A. Os resultados demonstram que a formação dos *CEOs* é relevante na decisão de realizar F&A, corroborando os resultados já encontrados em outras pesquisas, em que *CEOs* com formação em finanças têm menor probabilidade de realizar F&A e tendem a ser menos excessivamente confiantes. A variável idade do *CEO* também se mostrou significativa e confirma o achado em outras pesquisas nas quais, quanto maior a idade, menor a probabilidade de realizar F&A, pois *CEOs* mais velhos podem ser considerados com menos excesso de confiança.

O tempo de *CEO* nas empresas também foi um resultado importante da pesquisa, pois se mostrou significativa e apresentou sinal dentro do esperado. Conforme abordado na análise descritiva, a média de tempo dos *CEOs* nas empresas adquirentes que realizaram F&A é de 2,86 anos, 1,17 anos menor que a média da amostra total de *CEOs*.

Esta pesquisa encontrou limitações e espera-se que elas possam contribuir para futuras pesquisas relacionadas às características e excesso de confiança dos *CEOs*. Pode-se investigar,

em trabalhos futuros, outras características dos *CEOs* que podem influenciar a decisão de F&A, como a nacionalidade e tempo de exercício da profissão como *CEO*. Além disso, também é possível expandir melhor a base de empresas e incluir variáveis macroeconômicas.

Referências

- Arabsheibani, G., De Meza, D., Maloney, J., & Pearson, B. (2000). And a vision appeared unto them of a great profit: Evidence of self-deception among the self-employed. *Economics Letters*, 67(1), 35–41. [https://doi.org/10.1016/S0165-1765\(99\)00242-6](https://doi.org/10.1016/S0165-1765(99)00242-6)
- Barros, L. A. B. de C., & Silveira, A. D. M. (2008). Excesso de confiança, otimismo gerencial e os determinantes da estrutura de capital. *Revista Brasileira de Finanças*, 6(3), 293–335. Recuperado de <http://www.redalyc.org/articulo.oa?id=305824735001>
- Bengtsson, C., Persson, M., & Willenhag, P. (2005). Gender and overconfidence. *Economics Letters*, 86(2), 199–203. <https://doi.org/10.1016/j.econlet.2004.07.012>
- Brown, R., & Sarma, N. (2007). CEO overconfidence, CEO dominance and corporate acquisitions. *Journal of Economics and Business*, 59(5), 358–379. <https://doi.org/10.1016/j.jeconbus.2007.04.002>
- Choi, D., Saito, R., & Silva, V. (2015). Estrutura de capital e remuneração dos funcionários: Evidência empírica no Brasil. *RAC - Revista de Administração*, 19(2). Recuperado de <http://www.redalyc.org/articulo.oa?id=84035381006>
- Dutta, S., Macaulay, K., & Saadi, S. (2011). CEO power , M & A decisions , and market reactions. *Journal of Multinational Financial Management*, 21(5), 257–278. <https://doi.org/10.1016/j.mulfin.2011.07.003>
- Gervais, S., Heaton, J. B., & Odean, T. (2003). Overconfidence, investment policy and executive stock options. *Working Paper. Duke University, The Fuqua School of Business*, (312), 1–49. Recuperado de <https://www.semanticscholar.org/paper/Overconfidence-%2C-Investment-Policy-%2C-and-Executive-Gervais-Heaton/79ba4e8749693e0d078b503751984a4dd4737006?navId=citing-papers>
- Goel, A. M., & Thakor, A. V. (2000). Rationality, overconfidence and leadership. *Working Paper, Michigan Business School*, (September). Recuperado de <http://hdl.handle.net/2027.42/35648>
- Hryshko, D., Luengo-Prado, M. J., & Sørensen, B. E. (2011). Childhood determinants of risk aversion: The long shadow of compulsory education. *Quantitative Economics*, 2(1), 37–72. <https://doi.org/10.3982/QE2>
- Jianakoplos, N. A., & Bernasek, A. (1998). Are women more risk averse? *Economic Inquiry*, 36(4), 620–630. <https://doi.org/10.1111/j.1465-7295.1998.tb01740.x>
- Larwood, L., & Whittaker, W. (1977). Managerial myopia: Self-serving biases in organizational planning. *Journal of Applied Psychology*, 62(2), 194–198. <https://doi.org/10.1037/0021-9010.62.2.194>

- Malmendier, U., & Tate, G. (2005). CEO overconfidence and corporate investment. *Journal of Finance*. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2005.00813.x>
- Malmendier, U., & Tate, G. (2008). Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the market's reaction. *Journal of Financial Economics*. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2007.07.002>
- Malmendier, U., Tate, G., & Yan, J. O. N. (2011). Overconfidence and early-life experiences : The effect of managerial traits on corporate financial policies. *Journal of Finance*, 66(5).
- Palich, L. E., & Bagby, D. R. a Y. (1995). Using cognitive theory to explain risk-taking: challenging conventional wisdom. *Journal of Business Venturing*, 9026(95), 425–438.
- Roll, R. (1986). The Hubris hypothesis of corporate takeovers. *Journal of Business*, 59(2), P. 197-216 <https://doi.org/10.1086/296325>
- Wooldridge, J. M. (2006). *Introdução à econometria: Uma abordagem moderna*. Pioneira Thomson Learning. Recuperado de <https://books.google.com.br/books?id=3847AAAACAAJ>