

FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO DE EMPRESAS DE SÃO PAULO

***SUPERSTAR* CEOs - Uma releitura para o mercado brasileiro a respeito da
competitividade das companhias do IBOVESPA e a popularidade de seus CEOs**

ANTONIO CARLOS Crespim Junior

SÃO PAULO

2019

ANTONIO CARLOS CRESPIM JUNIOR

***SUPERSTAR* CEOs - Uma releitura para o mercado brasileiro a respeito da competitividade das companhias do IBOVESPA e a popularidade de seus CEOs**

Trabalho Aplicado apresentado à Escola de Administração de Empresas da Fundação Getulio Vargas, como requisito para a obtenção do título de Mestre em Gestão para a Competitividade.

Linha de Pesquisa: Finanças e Controladoria

Orientador: Profa. Dra. Claudia Emiko Yoshinaga

SÃO PAULO
2019

Crespim Junior, Antonio Carlos.

Superstar CEOs : uma releitura para o mercado brasileiro a respeito da competitividade das companhias do IBOVESPA e a popularidade de seus CEOs / Antonio Carlos Crespim Junior. - 2019.

86 f.

Orientador: Claudia Emiko Yoshinaga.

Dissertação (mestrado profissional MPGC) – Fundação Getulio Vargas, Escola de Administração de Empresas de São Paulo.

1. Diretores-executivos - Brasil. 2. Celebidades. 3. Empresas - Finanças. 4. Desempenho - Avaliação. 5. Bolsa de Valores de São Paulo. I. Yoshinaga, Claudia Emiko. II. Dissertação (mestrado profissional MPGC) – Escola de Administração de Empresas de São Paulo. III. Fundação Getulio Vargas. IV. Título.

CDU 658.3-052.24(81)

ANTONIO CARLOS CRESPIM JUNIOR

***SUPERSTAR* CEOs - Uma releitura para o mercado brasileiro a respeito da competitividade das companhias do IBOVESPA e a popularidade de seus CEOs.**

Trabalho Aplicado apresentado à Escola de Administração de Empresas da Fundação Getúlio Vargas, como requisito para a obtenção do título de Mestre em Gestão para a Competitividade.

Linha de Pesquisa: Finanças e Controladoria

Orientador: Profa. Dra. Claudia Emiko Yoshinaga

Banca examinadora:

Profa. Dra. Claudia Emiko Yoshinaga
Fundação Getúlio Vargas

Profa. Dra. Gisele Walczak Galilea
Fundação Getúlio Vargas

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

À minha querida esposa Fernanda e à minha amada filha Manuela, razões da minha vida, por toda compreensão e apoio para que eu pudesse passar por mais este desafio. Este caminho teria sido muito mais tortuoso sem o apoio de vocês. À minha mãe e ao meu pai o reconhecimento pela formação pessoal que continuam nos proporcionando.

AGRADECIMENTOS

A Deus por todas as bênçãos, toda a força e fé que me proporciona todos os dias na busca por realizações.

À minha família que me apoiou incondicionalmente em todos os momentos e que passaram comigo por grandes provas.

À minha orientadora, Profa. Dra. Claudia Emiko Yoshinaga, pelas instruções e engajamento na preparação deste Trabalho Aplicado. Reconheço a grande quantidade de tempo investido no processo de orientação, sempre contribuindo de forma marcante para a obtenção do resultado final.

Agradeço à Profa. Dra. Verônica de Fátima Santana pelo suporte durante a obtenção dos dados de remuneração dos CEOs, apoio nas avaliações econométricas e sugestões para a obtenção do modelo estatístico mais adequado.

Agradeço aos meus colegas do MPGC da linha de Finanças e Controladoria pelo apoio mútuo e companheirismo. Vocês foram grande estímulo para o sucesso obtido nesta árdua caminhada.

RESUMO

O objetivo do presente trabalho é o de avaliar como a popularidade e a superexposição dos *Chief Executive Officers* (CEOs) relacionam-se com a performance das companhias brasileiras do IBOVESPA, dirigidas por esses profissionais no período 2013-2017. Trata-se da releitura para o mercado brasileiro do estudo de MALMENDIER e TATE (2009), em que se analisaram os efeitos de grande popularidade dos CEOs norte-americanos, conhecidos como *superstars*, além de verificar como a performance financeira de suas empresas é impactada após períodos de grande exposição midiática destes profissionais. O objetivo da releitura para o mercado brasileiro é o de avaliar como a exposição destes executivos se compara ao desempenho das empresas por eles lideradas e entender se os estudos brasileiros contrapõem, em alguma medida, as conclusões obtidas no caso norte-americano, inclusive quando avaliados os aspectos de remuneração destes profissionais e sua correlação com os indicadores de popularidade dos mesmos. As conclusões obtidas no estudo atestam que ocorreu, de fato, o incremento de popularidade dos CEOs de companhias do IBOVESPA no período de análise e explica o surgimento do CEO-celebridade. O estudo apresenta também informações qualitativas quanto ao perfil dos CEOs das companhias do IBOVESPA no período avaliado. Adicionalmente, os resultados econômico-financeiros apresentados por essas mesmas companhias, no período de avaliação, tenderam a correlacionarem-se ao incremento de popularidade dos CEOs em alguns momentos e para determinados indicadores de performance; contudo, a remuneração destes mesmos executivos correlacionou-se com o incremento de popularidade dos mesmos de forma irrestrita.

Palavras-chave: CEO, *superstar*, celebridade, mídias digitais, performance financeira, IBOVESPA, remuneração.

ABSTRACT

The research aims to contribute to the evaluation of how Chief Executive Officers (CEOs) popularity compares to IBOVESPA index for listed companies in Brazil for the period 2013-2017. This document is willing to partially re-perform studies from MALMENDIER & TATE (2009), with focus on the Brazilian stock market for publicly traded companies, in which were examined superstar CEOs emergence and how their popularity compares to the financial performance of their Companies, including compensation packages and performance indicators of the companies listed on the IBOVESPA. Executing the same analysis from MALMENDIER & TATE, however, with focus on the Brazilian market intends to appraise how superstars' CEOs exposure compares to the financial performance of their companies and assess if the Brazilian case contradicts, in any matter, the conclusions reached in the North American study. Conclusions obtained from the work performed for IBOVESPA companies during the period examined suggested that popularity of Brazilian CEOs has increased, and explains the appearance of the celebrity-CEO. Also, there were qualitative information obtained that will outline the profile of IBOVESPA listed companies' CEOs. Moreover, the financial performance of their companies tended to correlate to CEOs popularity enhancement and financial results of their companies, during certain periods and under lagged popularity conditions. CEOs compensation packages, however, unrestrictedly correlated to their popularity in a positive and significant tendency.

Keywords: CEO, superstars, celebrity, digital media, finance performance, IBOVESPA, compensation.

LISTA DE QUADROS E ILUSTRAÇÕES

Tabela 1 – Empresas no IBOVESPA, por quadrimestre, no período 2013 – 2017	31
Tabela 2 – Estatística Descritiva de Avaliação de Popularidade dos CEOs	38
Tabela 3 – Distribuição dos CEOs (+POP, -POP) – por Setor	41
Tabela 4 - Evolução Percentual de formandos Mulheres e Homens	43
Tabela 5 – Distribuição dos CEOs (+POP, -POP) – por Gênero	43
Tabela 6 - Análise da média de idade dos CEOs - IBOVESPA	44
Tabela 7 - Distribuição dos CEOs (+POP, -POP) – por Idade	45
Tabela 8 - Formação acadêmica dos CEOs - IBOVESPA (2013 - 2017).....	46
Tabela 9 - Distribuição dos CEOs (+POP, -POP) – por Formação Acadêmica	48
Tabela 10 - Distribuição dos CEOs (+POP, -POP) – por Instituição	48
Tabela 11 - Distribuição de remuneração dos CEOs IBOVESPA (2013-2017).....	49
Tabela 12 - Resultados de Indicadores Contábeis de Desempenho.....	53
Tabela 13 – Indicadores Macroeconômicos.....	55
Tabela 14 - Resultados de Indicadores Econômicos de Desempenho	57
Tabela 15 - Variáveis dependentes e relações esperadas	58
Tabela 16 – Matriz de Correlações	61
Tabela 17 - Tabela de Análise de Correlações das variáveis de performance.....	61
Tabela 18 - Performance versus Popularidade defasada do CEO.....	62
Tabela 19 - Performance versus Popularidade do CEO.....	63
Tabela 20 - Performance versus <i>Dummies</i> de Popularidade do CEO.....	65
Tabela 21 - Performance versus <i>Dummies</i> de Popularidade defasadas do CEO.....	66
Tabela 22 - Remuneração do CEO versus Popularidade e Performance	67
Tabela 23- Companhias do IBOVESPA no período 2013-2017 em todos os quadrimestres - mantidas para o estudo.....	83
 Figura 1 - Causas e Consequências do CEO Celebridade - Adaptado de HAYWARD (2004)	 23
Figura 2 - Gráfico de utilização do Google – Adaptado de Statista (Julho/2018)	78
Figura 3 - Marketshare dos buscadores de internet– Adaptado de STATISTA	78
Figura 4 - Média de popularidade dos CEOs - 2013.....	78

Figura 5 - Média de popularidade dos CEOs - 2017.....	79
Figura 6 - Média de Popularidade dos CEOs - IBOVESPA (2013 - 2017).....	79
Figura 7 - Empresas IBOVESPA - por Setor.....	79
Figura 8 - Empresas IBOVESPA - Nível de Governança	80
Figura 9 – Empresas IBOVESPA - Concentração Geográfica	80
Figura 10 - Gênero dos CEOs - IBOVESPA	80
Figura 11 – Média de idade dos CEOs - IBOVESPA.....	81
Figura 12 – Idade dos CEOs (+POP, -POP)	81
Figura 13 - Formação acadêmica dos CEOs IBOVESPA por Setor.....	81
Figura 14 - Formação Acadêmica dos CEOs IBOVESPA por Instituição	82
Figura 15 - Remuneração média dos CEOs - IBOVESPA	82

LISTA DE FÓRMULAS E ACRÔNIMOS

Equação 1 - Função Logarítmica	37
Equação 2 – Return on Equity	51
Equação 3 - Return on Assets	52
Equação 4 - Market to Book ratio	55
Equação 5 - Stock Return.....	56
Equação 6 - Correlação Pearson	60
Equação 7 - Média Eixo X.....	60
Equação 8 - Média Eixo Y	60

CAGR - *Compound Annual Growth Rate*; (Taxa de Crescimento Anual Composta)

CEO – *Chief Executive Officer*

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

IFRS – *International Financial Reporting Standards*

ROE – *Return on Equity*

ROA – *Return on Assets*

MBR – *Market-to-Book ratio*

STR – *Stock Return*

IPCA – Índice de Preços ao Consumidor

IBOVESPA – Índice da Bolsa de Valores B3

SUMÁRIO

1.	INTRODUÇÃO	12
1.1	Problema de Pesquisa.....	13
1.2	Relevância do Trabalho.....	13
2.	FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA.....	14
2.1	Sistemas Empresariais e as Mídias Sociais	14
2.2	CEOs e a Imprensa	16
2.3	Surgimento de Celebidades.....	19
2.4	<i>Status</i> de Celebridade e suas Consequências	21
2.5	Autoconfiança Excessiva e os Impactos na Remuneração dos CEOs.....	24
2.6	Autoconfiança Excessiva e Inovação nas Organizações	25
2.7	Autoconfiança excessiva vs. Conservadorismo Contábil.....	26
2.8	Projeções de resultados vs. Excessiva autoconfiança dos CEOs	28
3	ESTRATÉGIA METODOLÓGICA.....	30
3.1	Amostragem Quantitativa.....	30
3.2	Obtenção de dados Qualitativos	32
3.3	Limitações de Escopo da Pesquisa.....	33
3.4	Determinação de Popularidade.....	34
3.5	Avaliação Geral de Popularidade	36
3.6	Resultados obtidos quanto ao perfil das empresas e de seus CEOs	40
3.7	Indicadores Contábil-Financeiros de Desempenho Empresarial.....	51
3.8	Indicadores Econômico-Financeiros de Desempenho Empresarial	54
3.9	Análise Estatística de Variáveis	58
3.9.1	Variável Dependente.....	58
3.9.2	Variáveis Explicativas.....	58
4.	RESULTADOS OBTIDOS	60

5.	CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	68
6.	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	71
7.	ANEXOS	78

1. INTRODUÇÃO

Atualmente muitas empresas vêm enfrentando impactos em suas ações transacionados no mercado, em função da percepção dos mais diversos *stakeholders* quanto aos *Chief Executive Officers* (CEOs) destas companhias. Não fossem suficientes os outros problemas existentes no ambiente empresarial como altos custos de produção e serviços, falta de mão-de-obra qualificada, alta carga tributária, desacelerações econômicas, instabilidade política, burocracia excessiva, franca e voraz competitividade global, dentre diversos outros fatores.

Dentro deste contexto, este estudo torna-se relevante quando observamos a inserção das companhias nacionais ou multinacionais no mercado brasileiro, especialmente para aquelas que compõem em grande monta o mercado de ações nacional, neste trabalho representadas pelas companhias do Índice IBOVESPA, em todos os quadrimestres nos períodos 2013 - 2017.

É possível notar que o mercado de ações brasileiro se torna cada vez mais competitivo, visto que cada vez mais há alternativas de investimentos disponíveis, sejam em companhias que detém investimentos em tecnologias disruptivas ou mesmo em função de existirem opções de investimentos em companhias estrangeiras no Brasil ou ainda no exterior; e que os *stakeholders*, cada vez mais conectados e municiados por informações em tempo real em um ambiente totalmente digitalizado, exigem maior eficiência, desempenho e controle (operacional, econômico ou estratégico) das companhias em que mantêm seus investimentos. O objetivo fundamental desta pressão exercida pelos *stakeholders* sobre as companhias, se justifica pela condição pela qual as companhias são fundamentalmente criadas que é suprir uma necessidade social, seja pelo suprimento de produtos ou prestação de serviços que objetivam melhorar as mais diversas áreas da vida das pessoas de uma determinada região, com o objetivo de crescerem e adicionarem valor aos seus acionistas ao longo dos anos.

No contemporâneo cenário de competitividade global e de maior fiscalização em todos os aspectos, inclusive a partir do advento da tecnologia e do respectivo surgimento de mídias digitais, além da importância da manutenção da performance operacional e financeira das companhias, a reputação e popularidade do corpo diretivo das empresas modernas, concentrada na figura de seu executivo principal, intitulado pela literatura norte americana como CEO, torna-se fator fundamental para o êxito e perpetuidade das organizações.

A eficiência nos negócios está diretamente ligada à sobrevivência das empresas. Deve-se considerar, no entanto, que a eficiência está contextualizada em um cenário mais

abrangente que o observado até meados do século XX, pois as companhias são obrigadas a competirem globalmente. Desta forma, o estudo pretende avaliar como o nível de exposição dos CEOs das companhias brasileiras afeta as condições de mercado das mesmas, incluindo o acesso a capital e linhas de financiamento, posicionamento estratégico quanto ao público-alvo de seus produtos e/ou serviços, decisões de investimento e apetite empresarial para pesquisa e desenvolvimento dentre outros; ou seja, a pesquisa pretende, finalmente, avaliar como a performance econômico-financeira das companhias se vê afetada pelos níveis de popularidade de seus CEOs, além de analisar se a popularidade se correlaciona mais aos níveis de rentabilidade das companhias ou a remuneração destes executivos.

1.1 Problema de Pesquisa

Este trabalho pretende, por conseguinte, entender quais são os impactos dos efeitos de popularidade excessiva dos CEOs das empresas brasileiras listadas no IBOVESPA no período 2013 - 2017, incluindo aqueles associados a remuneração destes profissionais, além de discutir de que forma reagem quando ocorre superexposição e debater como essa condição se compara aos resultados financeiros apresentados pelas companhias por eles dirigidas no mesmo período.

1.2 Relevância do Trabalho

O estudo torna-se relevante como objeto de pesquisa em função do fato do contínuo interesse quanto ao entendimento dos diversos fenômenos que circunvizinham os CEOs das companhias brasileiras, além de compreender quais destes fatores interferem diretamente na percepção que o público em geral tem a respeito das corporações.

A performance das companhias de capital aberto no Brasil é cada vez mais afetada por fatores que estão além do controle tradicional dos gestores, o que suporta a justificativa de ponderar estudos associados ao tema, principalmente após período pós-revolução tecnológica e digital que ocorreu ao final do século XX.

2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

2.1 Sistemas Empresariais e as Mídias Sociais

Entendem-se as empresas como a combinação de diversos subsistemas integrados que pretendem funcionar de forma coordenada para o atingimento de um objetivo comum, que inclui, mas não se limita a extrair, transformar, transportar e/ou distribuir produtos e serviços com o objetivo de auferir riquezas (MOSIMANN, 1999).

O mercado brasileiro, entretanto, é mais simplista em sua percepção quanto aos objetivos fundamentais associados à existência das empresas e enfatiza a visão de obtenção de resultados financeiros para seus acionistas como fator fundamental. O atingir dos objetivos econômicos ocorre pela habilidade de aplicação de recursos, geralmente escassos, sejam financeiros, de recursos humanos ou materiais, tecnológicos ou mais recentemente de informações, com o objetivo de obtenção de retorno financeiro.

No mundo atual, contudo, a visão de retorno financeiro indiscriminadamente não é mais socialmente aceita, como destacou QUEVEDO (2015) ao analisar o comportamento dos consumidores no segmento agroindustrial do estado de Mato Grosso do Sul, em que se evidenciou que o nível de consciência ambiental influenciou direta ou indiretamente o consumo de proteína animal. PARENTE (2017) também reconhece em seu estudo que há sanções implementadas por companhias brasileiras listadas no indicador Melhores e Maiores, para sua cadeia de fornecedores que utilizem de mão-de-obra escrava ou equivalente à escrava.

As observações anteriormente citadas de QUEVEDO (2015) e PARENTE (2017) corroboram cientificamente a percepção social existente de que a obtenção de lucro a qualquer custo não é mais aceita na sociedade contemporânea. Aspectos como relação com o meio-ambiente, qualidade dos produtos e serviços, ética no relacionamento com clientes e fornecedores, respeito a funcionários e responsabilidade para com a comunidade e órgãos públicos, devem estar obrigatoriamente presentes em todas as decisões na empresa para que essa possa cumprir sua função primordial de suprir necessidades humanas, através da geração de valor para seus *stakeholders* de forma sustentável e perene.

Segundo PELEIAS (2002), as empresas são compostas e organizadas por diversos subsistemas que determinam sua configuração de geração de riquezas, sendo que os principais subsistemas são em geral o Institucional, o Organizacional, o Sócio-Político e Cultural, o de

Produção ou Físico e o Informacional. Esses subsistemas têm por objetivo funcionarem como alicerces organizacionais para que as empresas possam trabalhar em prol de seu objetivo social de forma ordenada, dentro de valores e cultura definidos pela administração da organização, utilizando-se de métodos e técnicas próprias ou adquiridas no mercado; técnicas e processos estes que serão utilizados nesta jornada por profissionais que representam o capital humano destas organizações.

Apesar da evidenciação teórica de existência fundamental das companhias como sistemas organizados para a obtenção de resultados financeiros, a partir da missão de suprir uma necessidade social, organizada por subsistemas que pretendem que a obtenção de resultados ocorra de forma ordenada, como indicado por PELEIAS (2002), é inegável que no mundo atual haja fenômenos sociais que impulsionam a percepção quanto ao desempenho dessas companhias com velocidade jamais vista anteriormente na história humana.

O fenômeno que afetou o cenário social em que as companhias operavam até o final do século XX foi o surgimento das mídias digitais, que impulsionaram a velocidade com que as relações sociais ocorrem, fato este que forçou que as companhias tivessem que moldar-se a esse novo cenário, afim de que pudessem manter-se competitivas neste novo e incerto ambiente.

Não seria surpresa, portanto, admitir que no conjunto de mudanças sociais da última década, ou mesmo no centro destas, estariam as mídias sociais. Estas ferramentas mudaram não somente as relações entre pessoas, senão também as relações entre empresas e, principalmente, a forma como as empresas se relacionam com seus clientes, vendem seus produtos e oferecem serviços, como indicado por ETTER (2019).

Outra constatação está associada com a velocidade em que ocorrem as transformações sociais através das mídias digitais. Cada vez mais as informações circulam com maior facilidade e velocidade, mesmo que ainda não sejam representação fiel da verdade absoluta. A condição de incertezas e de disseminação imediata e massiva de informações faz com que seja necessária a gestão de um componente adicional nos subsistemas organizacionais anteriormente citados por PELEIAS (2002).

É possível observar, deste modo, que as mídias sociais ganharam grande importância nos últimos anos e são fonte de transformação social no que tange à forma em que as pessoas se relacionam com os mais diversos assuntos. Essas ferramentas impactam desde os processos mais simples do dia-a-dia das pessoas como usar transporte, comprar bens e/ou serviços ou mesmo consumir entretenimento e, como consequência, impactam seriamente a forma como os consumidores enxergam as organizações empresariais, seus produtos e serviços. Neste

sentido a reputação das organizações e de suas marcas e produtos está cada vez mais exposta a avaliações imediatas e a imediata pulverização e capilaridade social, o que implica que as companhias devem cada vez mais investir em áreas de gestão de mídias em geral, que objetivem limitar ou ao menos gerir a publicidade não desejada; ou seja, o processo de gestão da reputação tornou-se exponencialmente mais complexo com o advento das mídias sociais (FERREIRA, 2015).

A partir da comprovação de que as mídias digitais estão presentes e aceleram o processo de divulgação de informações a respeito de companhias e de seus executivos, ocorre simultaneamente a constatação de que fica cada vez menos provável que as companhias ou mesmo seus CEOs exerçam controle sobre as a totalidade de informações a eles associadas.

Conforme a pesquisa realizada por FERREIRA (2015), o controle das informações e da divulgação destas está a cargo dos chamados grupos de interesse (jornalistas, investidores, atores sociais, etc.) e que influenciar esses grupos é o grande desafio daqueles afetados por essa condição. Denota-se, portanto, um cenário de maiores oportunidades para os grupos de empresas que melhor se adaptarem às mudanças impostas pelo surgimento de novas mídias e ajustes na formatação tradicional dos meios de comunicações e, sem dúvidas, ameaças àquelas que não o fizeram de forma criteriosa e profissional.

2.2 CEOs e a Imprensa

A relação dos CEOs com a mídia é muito instável e em alguns momentos esses executivos, exaltados por resultados positivos obtidos pelas corporações por eles dirigidas, poderão ser, inclusive precocemente, responsabilizados por eventos empresariais que destruam valor para os *shareholders*.

A partir dos anos 1990, com a abertura do mercado brasileiro para o comércio internacional, em consonância com um movimento observado também em outras economias emergentes, as mídias empresariais especializadas ganharam grande importância no processo de expansão e publicidade da economia, sendo que estas tornaram-se agentes responsáveis pela proliferação dos ideais de neoliberalismo e economia de mercado que ganharam mais força no Brasil naquele momento.

WOOD e DE PAULA (2008), escreveram quanto ao que se notou durante a primeira década dos anos 2000 a respeito da produção jornalística, direcionada ao segmento

empresarial, e quais foram as reações dos executivos das maiores companhias brasileiras a respeito do conteúdo produzido pelas mídias sociais. Os estudos expuseram dados que evidenciam o fato de que diversos *stakeholders* ativos ou potenciais apoiavam-se, fundamentalmente, em conteúdo de revistas e periódicos especializados para suas decisões de investimentos em companhias brasileiras e muitas vezes negligenciavam conceitos de análises técnico-econômicas disponíveis no mercado quanto à performance passada das companhias e quais suas expectativas de retorno futuro.

Compete ressaltar que os periódicos são produzidos pela imprensa aberta que tende, conforme verificações dos estudos iniciados ao princípio dos anos 1950 e intensificados nas décadas seguintes, a incorrer no fenômeno de erro de atribuição fundamental.

JONES e NISBETT (1972) afirmam em seus estudos sobre a mídia e suas relações com o meio empresarial, que há nas sociedades a ocorrência geral do fenômeno “*the fundamental attribution error*” que em sua tradução livre representa “erro de atribuição fundamental”, que reflete a tendência dos observadores de um fenômeno em atribuir ações e seus resultados a indivíduos e não a fatores mais complexos ou ainda condições situacionais.

Podemos inferir que há relação entre a avaliação de performance das companhias e os impactos a elas causados, em função da popularidade de seus CEOs. A princípio, o estudo de JONES & NISBETT (1972) avança ainda na determinação de que os jornalistas se utilizam do fenômeno do erro de atribuição para que a responsabilidade pela performance das companhias esteja diretamente associada a decisões tomadas pelos CEOs. Contudo, é provável que os jornalistas estejam deixando de considerar diversas outras variáveis em seu processo de avaliação e determinação de responsabilidades como mudanças nas legislações ecológicas, surgimento ou desaparecimento de acordos internacionais, conflitos sociais armados ou não, condições econômicas do país ou mesmo de uma determinada região, dentre outros.

A imprensa exerce a função informacional para os diversos *stakeholders* de companhias que atuam no mercado de ações e, invariavelmente, assume a função de tentar explicar as ações de uma empresa, sua performance e os eventos a ela associados num contexto em que existe limitação de tempo e de recursos para que tais conclusões sejam publicadas. É possível que a frequente utilização do fenômeno de erro de atribuição explique-se pelo anseio que se observa nos jornalistas quando estes pretendem que suas informações sejam as primeiras a serem publicadas na imprensa, pois esses profissionais também são influenciados pela busca constante de reafirmação profissional e reconhecimento social.

A frequente utilização do fenômeno de erro na atribuição é, portanto, a saída mais convencionalmente utilizada pela imprensa quando noticia os eventos de uma determinada companhia e a formatação jornalística dos textos e publicações implicam, necessariamente, que ocorra a constante citação dos nomes dos CEOs destas companhias no corpo ou no título das publicações, geralmente em lugar destaque. Como consequência deste processo de atribuição de responsabilidade por resultados operacionais e financeiros das companhias, a imprensa acaba por contribuir em grande medida para o rampante de popularidade dos CEOs que são cada vez mais conhecidos do público em geral, assumindo inclusive em alguns momentos a condição de celebridades.

Conforme HAYWARD (2004), o status de celebridade de um CEO pode ocorrer em função do fenômeno de erro de atribuição fundamental, comparativamente a fatores situacionais. Adicionalmente, o autor relata que o CEO que acredita manter influência sobre a imprensa, tem maior probabilidade de torna-se mais crédulo de suas habilidades e menos suscetível a críticas, inclusive, tem normalmente seu autojulgamento profissional inclinado à compreensão de que realmente suas decisões estejam sempre corretas. Como resultado, os CEOs cada vez menos percebem incentivos em mudar suas posições históricas quanto a determinados assuntos e processos, ou mesmo, ser crítico quanto ao conjunto de decisões passadas que o fizeram atingir a condição de celebridade.

Os executivos das companhias de capital aberto tendem, como mencionado anteriormente, a acreditar que a condição financeira e social atual, somadas à constante publicidade que recebem, os colocam em condição de acreditar que sua habilidade é realmente fundamental para o sucesso das organizações e ainda, que existe, após um determinado momento no processo de construção do seu *status* social, a tendência de que este executivo haja sempre no sentido de manter o *status quo* atingido. Ou seja, mesmo que ações impopulares sejam necessárias para o bem dos *stakeholders* ou para que continue o processo de geração de valor das companhias, haveria a tendência de que estes executivos hajam em seu próprio benefício, ou mesmo em prol de sua própria exposição. Quando o CEO avalia sua condição individual em detrimento do bem dos *stakeholders*, geralmente minoritários, inicia-se a ocorrência do conflito de agência na organização, em que o agente principal (CEO) prioriza seu próprio bem-estar em detrimento de interesse de outros agentes minoritários (MORELLEC, 2018).

A constatação desta condição perigosa que pode atingir aos CEOs de companhias brasileiras quando atingem o nível de celebridades está presente no comentário feito por Eric

Smith, (CEO do Google, 1997): “*É muito fácil confundir a empresa consigo mesmo e deixar que seu ego fuja ao controle (Wall Street Journal, European Edition, 1997) ”.*

Finalmente, HAYWARD (2004), conclui sua análise quanto ao fenômeno de relação das mídias com os CEOs das empresas e avalia como as decisões destes profissionais se influenciam negativamente a partir do atingimento de certo nível de popularidade. O estudo inclui também a revisão do comportamento dos CEOs após atingirem o *status* de *superstars* e conclui que mesmo a percepção dos CEOs, quanto a quem de fato são, ocorre com distorção.

Finalmente, MALMENDIER e TATE (2009) destacam que os profissionais que atingem o estágio de *superstar* CEO tendem a agir em benefício de sua própria imagem podendo, inclusive, dedicar a maior parte de suas horas de trabalho a seus interesses próprios, em detrimento dos da organização para a qual trabalham. Por último, mas possivelmente mais relevante para o objeto deste trabalho, está o fato de que a literatura dos capítulos seguintes indica também a possibilidade de que CEOs que tenham grande exposição midiática comecem a sofrer os impactos de excesso de confiança em suas decisões e possam, como consequência, negligenciar fatores técnicos importantes que podem impulsionar resultados operacionais e financeiros da empresa ou, em casos mais complexos, garantir inclusive a geração de valor para os *stakeholders* e a sobrevivência da organização no cenário de competitividade global.

2.3 Surgimento de Celebriedades

As constatações estudadas até o momento, dentre elas WOOD (2008) e MALMENDIER e TATE (2009), sugerem que alguns CEOs atingem grande nível de popularidade através dos diversos meios de comunicação existentes no país e, como consequência, tornam-se celebridades. A condição de celebridade confere ao indivíduo em uma sociedade capitalista o poder de influenciar as decisões de outros indivíduos, inclusive quanto a aquisição de um determinado produto ou serviço, gerando para o portador da condição de celebridade vantagens e poderes que os favorecem no ambiente social em que estão inseridos.

Para AURELIANO (2015), a definição de celebridade é aquela atribuída às pessoas que têm reconhecimento público notório que advém, dentre outros fatores, de sua capacidade de execução de tarefas excepcionais em sua área de atuação profissional, adicionalmente, o reconhecimento público que gera as celebridades pode originar-se, ainda, em função de

fatores como beleza física ou posição socioeconômica. AURELIANO (2015) ainda conclui que pessoas que gozam da posição de celebridades podem, de diversas formas, utilizar seu reconhecimento público em favor de produtos ou marcas em troca de benefícios econômicos.

Apesar da afirmação de que, no caso dos CEOs, sua condição de celebridade advenha de reconhecimento público, em função de desempenho excepcional em determinada área, há outras vertentes que indicam que o atingimento do *status* de celebridades ocorra muito mais em função de arquétipos criados a partir da publicidade midiática massiva que recebem alguns CEOs do que em função de suas realizações profissionais (LOVELACE, 2018).

De fato, é possível acreditar que a reputação das companhias precede, na grande maioria dos casos, a de seus CEOs e que estes se amparam nesta condição para manter ou aumentar seus indicadores de popularidade em função do posto que ocupam. Muitos profissionais tomam a decisão de trabalhar para determinadas companhias, em função da projeção de mercado que estas companhias podem oferecer, mesmo que em outros aspectos talvez não existam vantagens significativas aparentes.

Para MALMENDIER e TATE (2009) os jornalistas mantêm publicações constantes quanto a companhias que elegem seguir em função de suas atribuições profissionais, características de mercado, a importância que aquela Companhia representa para o mercado em que está inserida ou ainda por suas preferências socioculturais. Há companhias no mercado brasileiro, por exemplo, que dominam os noticiários por ações positivas de novas tecnologias ou resultados que superam as expectativas do mercado num determinado período, ou ainda em função da má publicidade, que nos últimos anos tem se intensificado por eventos de corrupção. Neste sentido, observa-se que a constituição do CEO celebridade não ocorre pela opção da mídia em acompanhar o desenvolvimento profissional daquele indivíduo, senão por fatores associados à empresa que ele representa.

A partir da proposição iniciada por HEIDER (1958), verificou-se que a responsabilização por eventos sociais ocorre por fatores situacionais, ao invés de mera obra do acaso. HAYWARD (2004) avançou em entender o motivo pelo qual alguns membros da imprensa, em especial os jornalistas, interessavam-se em grande medida por CEOs e em torná-los celebridades.

Algumas das conclusões deste estudo denotam que atribuir os resultados de empresas à figura de seu CEO é a forma mais robusta de fundamentar as conclusões formadas pela imprensa quanto à performance destas companhias, sem adentrar a áreas de considerações técnicas em que os jornalistas, de forma geral, não detém conhecimento, experiência empírica

ou *expertise* que propicie a crítica adequada do cenário empresarial de forma completa e fundamentada (HEIDER, 1958).

Há consenso quanto a responsabilidade dos CEOs das empresas por eventos sociais e como estes ocorrem por fatores situacionais ao invés de mero acaso; contudo, a justificativa para a limitação de atribuição de responsabilidade de grandes corporações que ocorre no mercado, tem amparo no fato de que os jornalistas e a mídia especializada não dispõem do tempo nem de recursos necessários para avaliar todas as variáveis que influenciam o resultado de uma empresa. Trata-se da busca pelo furo jornalístico influenciando diretamente a construção e aparição do *superstar* CEO.

2.4 Status de Celebridade e suas Consequências

Quando observado o atingimento de níveis de excessiva exposição midiática, ocorre o fenômeno de surgimento do CEO celebridade, o que oferece ao indivíduo algumas vantagens comparativamente a outros profissionais que ainda não atingiram esta condição social, conforme apresentado por WOOD (2008) e MALMENDIER e TATE (2009). Contudo, é de fundamental importância ressaltar que o indivíduo-celebridade mantém o desejo de manutenção da sua condição atual e, portanto, observa-se que quanto mais ocorre a atribuição de performance das empresas ao profissional que as lidera, maior será a probabilidade de que este CEO adote a visão e opinião por outros expressadas a seu respeito, normalmente positiva (HAYWARD, 2004).

Em outras palavras, pode-se admitir que os estudos apresentam que quanto mais profissionais CEOs forem expostos ao processo midiático, menor se torna seu processo crítico de auto avaliação. Como consequência desta ausência de auto avaliação ou mesmo avaliação de outros de forma mais crítica, o indivíduo começa a cada vez mais acreditar em sua condição de “celebridade” como verdade absoluta (WEINER, 1986).

É evidente, portanto, que estudos na área de finanças comportamentais indicam também que quanto mais celebridades os CEOs se tornam, mais difícil torna-se para esses profissionais rejeitar também que não controlam todos os resultados gerados por suas organizações (HAYWARD, 2004).

A análise do trabalho efetuado por MALMENDIER e TATE (2009) preconiza também que CEOs que ocupam o lugar social de *superstar* gozam de remuneração maior do que aqueles que não detém tal condição. Tal afirmação se justifica pelo estudo executado por

FRYDMAN (2010), em que se evidenciou que o incremento no pacote de remuneração dos executivos *superstars*, pode variar de 30% a 60%, dependendo de quanto impacto é atribuído a este profissional a respeito das variações positivas no retorno sobre o investimento dos *shareholders*, o que inclui mais um fator de complexidade na análise destas relações sociais, uma vez que a figura dos conflitos de agência se enfatiza em função dos planos de remuneração crescentes que os CEOs celebridades detém, além do fato de que estes profissionais trabalhariam ações para mantê-los, eventualmente, em detrimento de ações que adicionem valor aos *shareholders* das empresas.

Segundo CLOWES (2008) e FRYDMAN (2010), além de enfatizar que os CEOs que se tornam *superstars* têm remuneração maior que a de seus pares de mercado que não gozam de tal condição, estes são também mais suscetíveis a promover ações de gerenciamento de resultados corporativos, utilizando para tanto meios não apropriados, conhecidos na literatura como *earnings management*. A alternativa para a redução do conflito de agências existe a partir das ferramentas de controles internos nas corporações e percebe-se como efetiva a aplicação de controles internos para redução destes conflitos e regulamentação das atividades dos CEOs (QI, ZHOU & SUN, 2017)

Os *stakeholders* também são afetados nesta relação social em que os CEOs atingem o *status* de celebridades, pois esta posição adiciona à expectativa de retorno dos investimentos a condição de CEOs-celebridade, posto que este *status* possibilita maior acesso a recursos e oportunidades de mercado, de forma mais competitiva e ampliada. Como a condição de celebridade dos CEOs pode ser originada a partir das companhias e não fundamentalmente pelo profissional que ocupa a posição de CEO, pode ocorrer o completo desalinhamento entre a expectativa dos *stakeholders* e a realidade de mercado em que as companhias estiverem inseridas (HAYWARD, 2004). Com o passar do tempo, os *stakeholders* tenderão a atribuir a seus CEOs celebridades não somente resultados passados, mesmo que esses não tenham relação direta com a figura do profissional que lidera suas organizações, como também atribuirão, possivelmente de forma positiva, resultados e ações destes profissionais à expectativa de retorno futuro de seus investimentos (CLOWES, 2008).

Cabe ressaltar que aos *stakeholders* acreditarem numa expectativa de retornos futuros maiores em função da condição dos CEOs, pode ocorrer o efeito manada que, de certa forma expande-se muito rapidamente, afetando mesmo aqueles que detém informações adequadas, formação técnica e condição de avaliação de investimentos.

Conforme indicado por ARAUJO (2016), num estudo de caso de recomendações de investimentos de gestores de portfólios financeiros, ficou caracterizado que mesmo os

profissionais que detém informações independentes e conhecimentos de contabilidade e finanças e que, como consequência teriam condições de fazer recomendações de investimentos mais fundamentadas em argumentações majoritariamente técnicas, também foram susceptíveis às opiniões de terceiros quanto à expectativa de performance de *superstar* CEOs.

Finalmente, a condição de excessiva exposição e atingimento do *status* de celebridades dos CEOs potencializa a possibilidade de incorrer em ações que impactam negativamente os resultados das empresas, em função de excesso de confiança por parte destes executivos. CEOs que atingem o nível de confiança excessiva tendem a manter uma visão extremamente positiva quanto ao futuro de suas companhias e de suas próprias decisões.

Paralelamente a essa constatação, o estudo de BANERJEE (2018) também indica que a melhoria dos instrumentos de governança que surgiram nos Estados Unidos após a lei *Sarbanes-Oxley* de 2002, combatem conflitos de interesse que afetam os acionistas minoritários e a direção das companhias, além de evidenciar que a contratação de CEOs que demonstram excessiva confiança é menos provável no país desde então. Tal constatação alinha-se à perspectiva de que os CEOs celebridades incorrem, ou ao menos são mais propícios a incorrer, em ações de conflito de interesse nas organizações.

A combinação de condições vinculadas aos CEOs celebridades e os *stakeholders* das empresas lideradas por esses CEOs inicia-se, portanto, pelo processo de (i) atribuição de responsabilidades - impulsionado pela imprensa, (ii) passa pela internalização dos CEOs e acionistas da condição de celebridade que o CEO atinge, (iii) tem seu momento de percepção de controle sobre a *performance* da companhia comparativamente ao controle efetivo que o CEO exerce e (iv) culmina num cenário de excesso de confiança que pode potencializar os impactos de ações destes profissionais sobre as empresas por eles dirigidas – **Figura 1**.

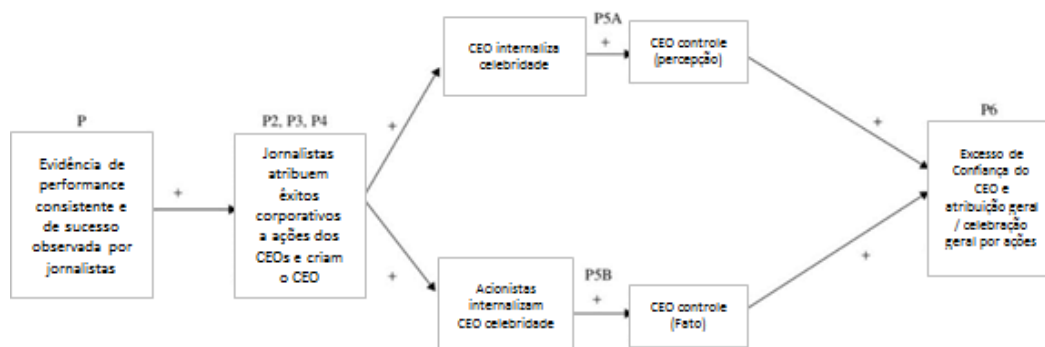


Figura 1 - Causas e Consequências do CEO Celebridade - Adaptado de HAYWARD (2004)

2.5 Autoconfiança Excessiva e os Impactos na Remuneração dos CEOs

A ideia de excesso de confiança associada aos pacotes de remuneração teve seus estudos iniciais a partir de meados dos anos 1980, com sinais de intensificação a partir dos anos 1990, e apresenta os efeitos na condição em que se encontram alguns executivos quando obtém grande quantidade de ações das companhias em que trabalham, como parte de seu pacote de remuneração.

Após certo tempo recebendo essas ações e não exercendo o direito de venda, os CEOs se veem em uma condição em que pode não haver diversificação de seus investimentos e, portanto, grande parte do seu patrimônio financeiro estaria sob risco de variações do preço das ações no mercado. Esse, contudo, não é o único problema, uma vez que o valor que o mercado atribui a estes profissionais está diretamente relacionado ao sucesso de suas empresas (MALMEDIER e TATE, 2015).

Os CEOs foram e continuam sendo classificados como mais ou menos otimistas através dos anos e os impactos de seu comportamento são objeto de estudos frequentes nas disciplinas de finanças comportamentais. Algumas premissas gerais quanto ao comportamento destes profissionais e os impactos em suas organizações têm indicado, através dos tempos, que o fato de serem excessivamente confiantes gera, dentre outros efeitos nos diversos *stakeholders*, condições de otimismo exagerado quanto às projeções de resultados das companhias.

Os resultados examinados por OTTO (2014) contribuíram para entender que (i) no caso de CEOs considerados mais pessimistas, os resultados atingidos por suas organizações, invariavelmente melhores do que àqueles projetados pela gestão das companhias, não guardam relação com a inabilidade dos CEOs de projetar os resultados da organização; (ii) que os CEOs que habitualmente são mais agressivos quanto a suas projeções de resultados das companhias, normalmente tem pacotes de remuneração menores que os CEOs não-enviesados e (iii) que os CEOs considerados pessimistas tendem a receber bonificações e ações em volume comparativamente maior aos recebidos por CEOs que manifestadamente são mais confiantes.

Esses resultados reforçam a proposição de que as companhias tendem a ser mais suscetíveis a contratação e manutenção dos CEOs que apresentam características de autoconfiança excessiva.

De fato, o processo de recrutamento e seleção destes executivos e sua manutenção nas posições em que foram contratados, depende de um posicionamento centrado quando confrontados no ambiente empresarial ou mesmo quando devam decidir pela execução de um determinado projeto. Ou seja, mesmo que profissionais excessivamente confiantes tenham maior propensão a serem contratados, sua manutenção no cargo de CEOs está correlacionada a habilidade de autocrítica e controle de suas ações em prol dos minoritários.

Segundo GOEL (2008), as chances de um profissional excessivamente confiante que poderia, eventualmente, decidir pela execução de um projeto que destrua valor dos *shareholders* ser promovido ao posto de CEO de uma companhia é maior do que a de um profissional majoritariamente racional e, conseqüentemente, mais conservador. Contudo, há também a tendência de demissão do posto de CEO de profissionais que sejam excessivamente confiantes ou mesmo aqueles excessivamente conservadores, pois esses extremos tenderiam a (i) incorrer em riscos excessivos ou (ii) perder oportunidades de projetos que gerariam retornos acima do mercado, respectivamente.

Segundo BEBCHUK (2006), líderes de companhias norte-americanas que detém poder de influência significativa nas organizações, possivelmente obtidas através de sua autoconfiança e conseqüente popularidade, tendem a direcionar os conselhos de administração das empresas em seu próprio benefício, quando se trata do estabelecimento de seus pacotes de remuneração. Indicando inclusive que os comitês de remuneração das companhias nos Estados Unidos, determinaram em função da inexistência de independência, pacotes de remuneração dos CEOs de suas companhias que já não servem aos melhores interesses dos *shareholders*, de forma tal que pode-se incorrer num fenômeno de altos níveis de remuneração destes profissionais mesmo ante à inexistência comprovada de performance das companhias por eles lideradas.

2.6 Autoconfiança Excessiva e Inovação nas Organizações

Sabe-se que há diversos possíveis impactos sobre as companhias quando seus CEOs que têm características de excesso de confiança. É certo que alguns destes efeitos podem ser positivos, faz-se necessária, contudo, a análise destes impactos para a performance das companhias. Neste sentido, o estudo de HIRSHLEIFER (2012) avaliou o impacto que o excesso de confiança dos CEOs das companhias norte-americanas causou no campo de inovação destas companhias entre os anos de 1993-2003.

É possível avaliar que os CEOs que apresentaram maiores níveis de confiança propiciaram às suas companhias e seus *shareholders* maiores retornos financeiros, muito em função de que esses profissionais tendem a aceitar projetos que apresentem maiores riscos e, como consequência, oferecem maior retorno. Os níveis de investimento e aceitação ao retorno e maior volatilidade sustentam a argumentação de maior lucro para os acionistas. O estudo, contudo, apresenta que há correlação e bons níveis de significância entre o nível de confiança dos CEOs norte-americanos no período estudado com o nível de inovação das companhias nas indústrias mais disruptivas.

O caso mais emblemático referenciado quanto a esta correlação seria o do CEO da *Apple Computers*, Steve Jobs, que criava suas próprias regras, independentemente de o assunto estar relacionado a computação, ações e mercado ou mesmo quanto à sua condição de saúde. Desta forma, o efeito do excesso de confiança se materializava em Jobs pela supervalorização das expectativas de retorno de seus projetos ou a completa subestimação dos riscos envolvidos (HIRSHLEIFER, 2012).

Apesar de haver grandes indicadores de que o excesso de confiança dos CEOs é fator preponderante para a obtenção de melhores e maiores índices de inovação e, consequentemente maior valor adicionado para os *shareholders*, deve-se também considerar que as chances de grande êxito exponencial são diametralmente iguais às de um grande equívoco, ambos causados pela confiança excessiva. Considerando que as chances de êxito e falha estão presentes em quaisquer transações de mercado, os investidores tendem a racionalizar este processo de forma a serem majoritariamente conservadores. Desta forma, a conclusão de que há maior aversão a riscos é razoável, o que explica a proposição de MALMENDIER & TATE (2008) de que o mercado tende a reagir mais negativamente ao excesso de confiança dos CEOs.

2.7 Autoconfiança excessiva vs. Conservadorismo Contábil

CEOs tendem a manter frequente manutenção de sua reputação e, para tanto, trabalham em prol de melhorá-la com o objetivo de manutenção ou melhoria de suas condições social e econômica. Desta forma, há a tendência de que estes profissionais geralmente conduzam projeções que superestimam os retornos futuros de suas companhias, como discutido no decorrer deste trabalho.

Companhias que tenham suas ações listadas em bolsas de valores devem zelar por suas políticas de governança corporativa e, para tanto, tentam manter estes programas e controles de acordo com as melhores práticas do mercado. Dentre as melhores práticas de governança corporativa estão as segregações de funções e controles internos, mais enfatizados a partir de 2002 nos Estados Unidos com o advento da Lei *Sarbanes-Oxley*.

Mesmo com o ambiente de controles e governança implementados e com o advento da independência dos executivos contábil-financeiros, o estudo de AHMED (2012), que levou em consideração mais de 14.600 amostras no período de 1993-2009, avaliou que os CEOs se comportam de forma a recomendar a aceleração do reconhecimento contábil de fatores positivos e de postergar ao máximo o reconhecimento para as perdas. A investigação dos impactos de excesso de confiança dos CEOs nas companhias pela perspectiva contábil e de reporte financeiro é fundamental, pois as ações e decisões neste campo podem afetar diretamente a geração de valor para os *shareholders* e iniciam-se já no desenvolvimento de políticas contábeis das empresas.

Quanto a políticas contábeis, por exemplo, pode-se compreender as razões pelas quais as companhias avaliam transações de fusões e aquisições, mesmo que essas tendam a destruir valor para os acionistas por motivos de mercado, quais sejam, a falta de sinergia de uma transação de incorporação, o desconhecimento de um segmento de negócio ou dos riscos de operar em determinadas geografias, ausência de mão de obra qualificada, substituição tecnológica, custos de capital entre outros.

AHMED (2012) evidenciou que mesmo após considerar algumas medidas distintas de conservadorismo e avaliá-las comparativamente aos níveis de autoconfiança dos CEOs norte-americanos no período de estudo, obteve-se correlação negativa forte entre estas variáveis o que implica que os CEOs tendem mesmo a incorrer no fenômeno de *earnings management*, através da pressão que exercem em outros executivos de suas organizações, especificamente nas áreas de finanças, para que estes lancem mão de utilização das ferramentas de gestão de custos e receitas de forma artificial.

Adicionalmente, avaliou-se que o monitoramento externo não mitiga de forma significativa esses riscos para os *shareholders* das companhias, em sua maioria minoritários, e com pouco acesso às informações e decisões administrativas tomadas nas organizações.

É interessante notar que o fato de o monitoramento externo não exaurir definitivamente impactos de excesso de confiança dos CEOs, a aplicação desta ferramenta mantém sua utilidade como um componente dos vários outros disponíveis no pacote de instrumentos de governança corporativa, que objetiva o contínuo combate aos problemas de

conflito de agência e *earnings management* existentes nas organizações. Definitivamente, há uma tendência de que os estudos efetuados quanto ao tema indiquem que o excesso de confiança dos gestores afeta negativamente o posicionamento das companhias quanto a publicações contábil-financeiras (AHMED, 2012).

2.8 Projeções de resultados vs. Excessiva autoconfiança dos CEOs

Não fossem suficientemente complexas as variáveis que impactam o gerenciamento de reportes contábil-financeiros das companhias de capital aberto, somados ao impacto direto que exercem os CEOs excessivamente confiantes sobre os resultados financeiros que se publicam para essas organizações, as companhias como organismos vivos e multifacetados estão também expostas ao mesmo fenômeno de influência dos CEOs, desta vez, sobre as projeções financeiras de negócios.

Nas companhias há uma distinção entre as áreas de (i) reportes contábil-financeiros e daquelas responsáveis por (ii) projeções financeiras de negócios. A primeira é normalmente regulamentada por políticas de governança corporativa e regras de mercado aberto, normalmente supervisionadas por auditores independentes e outros *stakeholders* que visam manutenção de total independência no processo de construção e publicação dos relatórios e peças contábeis, além de objetivarem que as publicações contábeis da companhia sejam representação razoável da realidade econômica da organização.

Quanto as áreas de projeções financeiras de negócios nas companhias, cabe ressaltar que normalmente, têm como reponsabilidade principal a função de entender os diversos impactos que as outras áreas de negócio das companhias geram em seus processos (engenharia, produção, vendas, marketing, logística, etc.) e convertê-los em dados financeiros. Em muitas empresas os dados financeiros indicativos de projeções de resultados futuros são publicitados ao mercado e, finalmente, aos *shareholders* atuais e potenciais, além de serem objeto de constante escrutínio por parte dos analistas de mercado e da imprensa especializada. Diferentemente dos processos associados às publicações de resultados históricos, as publicações de projeções financeiras não devem respeitar regras rígidas de construção ou verificação pois tratam, fundamentalmente, do conhecimento de processos das organizações e informações que muitas vezes não estão disponíveis para o mercado em geral.

Neste sentido, o estudo de HRIBAR (2016) avalia como o excesso de confiança dos CEOs impacta os exercícios de *forecasting* das companhias. Foram avaliados os efeitos de otimismo excessivo e o *miscalibration* como dimensões do excesso de confiança dos CEOs. As conclusões do estudo se propõem a indicar se o excesso de confiança dos CEOs aumenta a probabilidade de trabalhar em ações de *forecasting*, avalia quanto de otimismo de um CEO existe num exercício de *forecasting* executado em uma empresa e como o excesso de confiança dos CEOs afeta os níveis de precisão dos exercícios de *forecasting*.

A frequência em que são emitidos os exercícios de *forecasting* é ferramenta utilizada pelos CEOs para antecipar ao mercado resultados piores que os esperados em publicações anteriores ou mesmo pela expectativa geral de analistas.

Na condição de antecipação de más notícias a investidores, esses exercícios de *forecasting* servem, portanto, de argumento contra litígios propostos por acionistas minoritários que podem sentir-se lesados em função da atuação da gestão das companhias ou mesmo pelo fato de que não foram informados, tempestivamente, de que algo no planejamento inicial não se concluiria.

Outros autores indicam que o *forecasting* serve como ferramenta de antecipação de surpresas negativas para o mercado em geral, ou ainda o fato de que a emissão frequente de *forecasts* é utilizada por CEOs para calibragem do preço de ações e, como consequência, afastariam perdas para esses profissionais pois a precificação das ações depende ou influencia-se pelos fluxos de caixa futuros esperados para as ações de determinada companhia. Neste sentido, fica subentendido que existe uma grande quantidade de variáveis e razões que explicam a correlação positiva existente entre a emissão de exercícios de *forecasting* e os níveis de confiança dos CEOs (HRIBAR, 2016).

Adicionalmente ao já observado quanto aos exercícios de projeções de resultados financeiros das organizações, é também factível considerar que o excesso de otimismo é fator presente na maioria dos exercícios de *forecasting* executados em uma empresa e que o excesso de confiança afeta os níveis de precisão destes trabalhos. Essas condições ocorrem, fundamentalmente, pela constatação de que os CEOs tendem a gerir os resultados da companhia e a expectativa de resultados futuros de forma a influenciar direta e favoravelmente seus pacotes de compensação, muitas vezes exercendo opções de ações em sua melhor conveniência (MALMENDIER e TATE, 2015).

Por todo o referencial teórico apresentado até o momento e com o intuito de avaliar se a performance das companhias brasileiras se vê afetada pelos indicadores de popularidade dos CEOs entre os anos 2013-2017, a seguir serão desenvolvidos os processos de análise

metodológica e aplicações estatísticas para testes de adesão do modelo proposto, com o objetivo de completar o exercício para o mercado brasileiro comparativamente aos resultados encontrados por MALMENDIER e TATE (2009).

3 ESTRATÉGIA METODOLÓGICA

3.1 Amostragem Quantitativa

O trabalho apoia-se em métodos de pesquisa quantitativa e estudos mais recentes das teorias de finanças comportamentais, através de obtenção de dados de popularidade dos CEOs das companhias brasileiras durante os anos de 2013-2017, correlacionando tais dados com informações públicas das companhias lideradas por esses executivos no mesmo período.

Para tanto, determinou-se que o universo de companhias a serem estudadas seriam aquelas que compuseram o IBOVESPA em todos os seus quadrimestres deste janeiro de 2013 até dezembro de 2017.

Acumularam-se as companhias que em algum momento compuseram o IBOVESPA para que a base de dados pudesse representar com bom nível de confiabilidade (i) um extrato do mercado brasileiro de ações, (ii) as companhias de maior relevância neste mercado e que cumprem as determinações da CVM - Comissão de Valores Mobiliários para transacionar seus ativos no mercado aberto e (iii) obter acesso ao grupo de companhias que por serem mais relevantes para o mercado brasileiro também apresentam maior possibilidade de figurarem em todos os períodos da amostra.

A opção pelo IBOVESPA ocorre pela evidenciação de que este indicador responde pela junção das companhias brasileiras listadas na maior bolsa de valores do mercado brasileiro (B3).

O indicador IBOVESPA tem cerca de cinquenta anos desde sua criação original e entende-se que representa referência significativa a respeito da performance do mercado financeiro brasileiro de ações para investidores nacionais e internacionais.

A busca de informações de companhias do IBOVESPA no período anteriormente mencionado realizou-se com o a utilização dos sistemas *Econômica*[®] e *Reuters*[®] , contemplando os períodos de 2013 a 2017, incluindo o indicador de participação do IBOVESPA, além de terem sido consideradas somente as ações de companhias que tinham percentual acima de 0%.

O resultado obtido apresentou os seguintes conjuntos de observações subdivididas por quadrimestres (**Tabela 1**):

Tabela 1 – Empresas no IBOVESPA, por quadrimestre, no período 2013 – 2017

<i>Quadrimestres</i>	2013	2014	2015	2016	2017	Total
Quad1/13	69					69
Quad2/13	71					71
Quad3/13	73					73
Quad1/14		71				71
Quad2/14		71				71
Quad3/14		69				69
Quad1/15			66			66
Quad2/15			66			66
Quad3/15			66			66
Quad1/16				61		61
Quad2/16				59		59
Quad3/16				58		58
Quad1/17					59	59
Quad2/17					59	59
Quad3/17					59	59
Grand Total	213	211	198	178	177	977

Fonte: Elaborado pelo autor

Os quadrimestres e somatório de empresas listadas no IBOVESPA nos quadrimestres acima indicam que o mínimo de companhias que compuseram o indicador no período de análise foram 58 empresas observadas no terceiro quadrimestre de 2016. O máximo de empresas listadas no IBOVESPA, por outro lado, ocorre no terceiro quadrimestre de 2013 com a totalidade de 73 empresas.

Como o objetivo do estudo pressupõe a utilização de todas as empresas que figuraram no indicador durante o período analisado, o total de empresas listadas em base cumulativa é de 977 registros.

3.2 Obtenção de dados Qualitativos

Após a obtenção de dados quantitativos a partir do IBOVESPA do período selecionado foram inclusas variáveis qualitativas na análise que demonstrassem dados cadastrais das companhias selecionadas como endereço e estado em que está localizada a sede da empresa, área de atuação no mercado brasileiro, quem são os principais executivos, incluindo o diretor-presidente, gênero, idade, formação e instituição, além de remuneração geral da diretoria estatutária, dentre outros.

As informações qualitativas citadas e algumas outras de caráter quantitativo foram obtidas através do portal de pesquisas em finanças compilado pela Professora Dra. Tatiana Albanez¹ (<https://www.tatianaalbanez.com/>) em sua base de dados “Governança Corporativa das Companhias Listadas na B3_2010-2017” em que são obtidos os seguintes dados, todos a partir das fontes de dados Get DFP Data, B3 e CVM, além disso houve necessidade de complementar as informações com utilização da base de dados Reuters[@], e remuneração na base de dados Comdinheiro[@]:

- i. Composição dos conselhos e comitês;
- ii. Planos de remuneração dos gestores;
- iii. Estrutura de propriedade;
- iv. Dados sobre empresas familiares;
- v. Transações com partes relacionadas;
- vi. Histórico de processo de auditoria, dentre outros.

Algumas considerações foram feitas para adaptação do estudo efetuado por MALMENDIER e TATE (2009), para melhor adequação ao mercado brasileiro. Neste sentido consideram-se as seguintes premissas para a determinação de utilização dos dados obtidos:

- i. A função de diretor-presidente representou o que na literatura norte-americana se considera como *Chief Executive Officer* (CEO);

¹ <https://www.fea.usp.br/usuarios/docente/tatianaalbanez> - Profa. Dra. Universidade de São Paulo, Faculdade de Economia Administração e Contabilidade, Departamento de Contabilidade Atuária.

- ii. Quanto ao nível de remuneração, foram considerados somente aqueles associados a diretores estatutários, desconsiderando-se quaisquer outros membros do quadro de governança das empresas;
- iii. Considerou-se que a remuneração máxima publicada nos documentos para cada um dos anos, na categoria de diretores estatutários, representa a remuneração do CEO das companhias.

3.3 Limitações de Escopo da Pesquisa

Em função de condições de competitividade do mercado brasileiro ou ainda pelo fato de que algumas companhias ganharam notoriedade midiática nos últimos anos do período 2013-2017, não por sua performance operacional senão por haverem rompido a barreira da legalidade no curso de sua atuação, foram feitas alterações nas bases de dados originalmente obtidas.

Algumas companhias que compuseram o indicador IBOVESPA durante o período 2013-2017 tiveram que ser removidas da base de dados final pelos seguintes motivos principais:

- i. Fusões e Aquisições - Algumas empresas foram incorporadas por outras durante o período de análise e, portanto, não devem ser consideradas uma vez que os dados qualitativos não estão disponíveis nas bases de dados consultadas, ou ainda, já estão na base de dados, porém representados por outras empresas;
- ii. Firmas Excluídas (*Delisted Companies*)– Por decisões operacionais ou mesmo em função de condições de insolvência, algumas companhias foram removidas do IBOVESPA durante o período de análise dos dados. A remoção da base de dados, portanto, se faz necessária pois tais companhias tendem a distorcer os resultados estatísticos observados, uma vez que o preço de suas ações listadas na

B3 ou mesmo seus indicadores de performance financeira tendem a apresentar resultados nulos ou totalmente distorcidos nos períodos pré-remoção da B3;

iii. Informações não disponíveis ou inconsistentes: Por fim, algumas empresas foram removidas da base de dados final por não estarem disponíveis dados quantitativos nas bases de dados consultadas, ou ainda porque tais dados não apresentavam consistência para sua utilização.

3.4 Determinação de Popularidade

Segundo AURELIANO-SILVA (2015), *celebridade* é o adjetivo atribuído às pessoas que gozam de reconhecimento público ou apresentam desempenho excepcional em sua área de atividade, como discutido anteriormente. Considerando que as mídias digitais impulsionam o fenômeno de citações eletrônicas destas personalidades no mundo atual, considerou-se que o número de citações dos CEOs em um determinado período de tempo num buscador de *internet*, representaria de forma significativa o nível de popularidade destes profissionais.

A ferramenta buscadora de *internet* que se utilizou para esse estudo foi o site www.google.com.br (GOOGLE), em função de que representa, à data da elaboração do estudo, a ferramenta de maior capilaridade na *internet* nos dias atuais, para estudos de diversas naturezas (BILAL, 2012).

O site STATISTA² que se dedica a produção de conteúdos estatísticos para diversos segmentos de mercado, incluindo aqueles associados a buscadores de *internet* indica que para os mercados Norte-Americano e Europeu, o GOOGLE manteve em 2017 e 2018 indicadores de *marketshare* acima de 86% e 91%, respectivamente.

Dentre as grandes economias mundiais, a China continua figurando como exceção para a liderança do GOOGLE verificada nos mercados ocidentais e, como consequência, naquele país, o buscador BADU detém mais de 73% do mercado, conforme apresentado na **Figura 1 - Utilização do Google – Adaptado de Statista (Julho/2018)**.

A Revista EXAME (2017) também reconheceu que o Google figurou como a página de *internet* mais acessada pelos brasileiros em 2017, sendo que o buscador ocupa, de acordo com a pesquisa, a primeira posição não somente no Brasil, mas também globalmente. Essa

² Mais detalhes em :<https://www.statista.com/>

informação também se corrobora quando avaliamos os resultados de *marketshare* dos buscadores de *internet* para o Brasil em 2017, produzidos pelo site STATISTA, em que aproximadamente 97% das buscas no Brasil se realizam por esse buscador, conforme dados apresentados na ***Figura 2 - Marketshare dos buscadores de internet– Adaptado de STATISTA.***

Verifica-se a partir da análise de *marketshare* do Google no Brasil, como referenciado nos documentos anteriormente citados, que essa ferramenta é a mais adequada para avaliações de popularidade, pois representa majoritariamente a concentração de buscas por *internet* no país para o período dos dados a serem analisados, ou seja, 2013-2017.

Após determinação da ferramenta de buscas por *internet*, iniciaram-se os procedimentos de busca de dados e/ou citações do CEOs das companhias do IBOVESPA em que foram aplicados os seguintes procedimentos para cada um dos registros disponíveis:

- i. Filtro no buscador no menu ferramentas, utilizando a funcionalidade de intervalo personalizado, de forma a limitar a busca para o período em questão:
 - a. 2013 – De: 01/01/2013 A: 12/31/2013
 - b. 2014 – De: 01/01/2014 A: 12/31/2014
 - c. 2015 – De: 01/01/2015 A: 12/31/2015
 - d. 2016 – De: 01/01/2016 A: 12/31/2016
 - e. 2017 – De: 01/01/2017 A: 12/31/2017
- ii. A partir da identificação do executivo que ocupa a posição de diretor-presidente em cada um dos anos estudados, efetuou-se a pesquisa de popularidade conforme indicado no item “i” de duas formas distintas:
 - a. *Google Research (Full Name)* - Pesquisa de nome exato entre aspas - A pesquisa objetiva trazer somente resultados mais específicos, afastando a possibilidade de resultados isolados que não estejam alinhados ao objetivo principal de avaliar a popularidade de um determinado indivíduo. (Exemplo: "Frederico Trajano Inácio Rodrigues")
 - b. *Google Research (Short Name)* – Pesquisa Livre: - Neste caso foram incluídos os nomes dos executivos de forma a ampliar a quantidade de

resultados obtidos. Considerou-se formatação padrão composta por (i) primeiro nome, (ii) último sobrenome e (iii) nome da empresa representada. (Exemplo: Frederico Trajano MAGAZINE LUIZA)

Com a conclusão das pesquisas anteriormente informadas no buscador GOOGLE, foram considerados para efeito de análise geral de popularidade, os resultados encontrados na segunda pesquisa “*Google Research (Short Name)*” pois a utilização desta técnica reduz a obtenção de resultados limitados pois, jornalistas e suas publicações, quando referem-se aos CEOs das empresas brasileiras, normalmente o fazem utilizando-se do primeiro nome do executivo e do último, ou ainda o sobrenome pelo qual o executivo é conhecido no mercado no geral.

Adicionalmente, incluir no campo de busca o nome da empresa representada, ativa o processo de correlação e informações que existe no GOOGLE e evita-se que citações indiretas não sejam consideradas, o que ampliaria as limitações de escopo deste trabalho.

3.5 Avaliação Geral de Popularidade

A partir da disponibilização dos dados de popularidade obtidos pelo buscador Google, iniciou-se a avaliação geral dos dados de popularidade dos CEOs de companhias brasileiras do IBOVESPA, após as exclusões necessárias em funções de limitações de escopo.

Dentre os processos aplicados, objetivou-se ajustar os indicadores de popularidade obtidos pela pesquisa direta *Google Results (Short Name)* pela aplicação da função logarítmica comum (ou decimal), afim de obter-se a transformação dos dados com dois objetivos principais:

- i. Reduzir os impactos de variáveis enviesadas presentes no banco de dados, ou seja, tratar aquelas variáveis que possam ter sofrido impacto significativo em um determinado período, em função de eventos exponenciais e não-recorrentes;

- ii. Ajustar a relação entre dados distintos, que possam ter universos de comparabilidade extremamente diferentes, ou seja, permitem reduzir grandezas de elevada amplitude para valores menores.

Equação 1 - Função Logarítmica

$$\text{Log}_a b = x \Leftrightarrow a^x = b$$

Com $a > 0$, $a \neq 1$ e $b > 0$

onde,

$\text{Log}_a b$, representa o logaritmo de “b” na base “a”, cujo resultado é “x”. Assim, pode-se afirmar que o logaritmo é um expoente em que “a” é a base, “b” é o logaritmando e “x” é o logaritmo.

Após a aplicação da função logarítmica sobre todos os dados que originalmente representavam a popularidade dos CEOs, obtidos pela variável *Google Results (Short Name)*, surgiu, portanto, uma nova variável representativa da medida de popularidade dos CEOs nomeada *Log (google)*.

Os indicadores de popularidade do Log (Google) estão disponíveis na **Tabela 2 – Estatística Descritiva de Avaliação de Popularidade dos CEOs**.

Tabela 2 – Estatística Descritiva de Avaliação de Popularidade dos CEOs

	2013	2014	2015	2016	2017	CAGR*
Consumo cíclico	2,51	2,35	2,52	2,69	2,96	4,22%
Utilidade pública	2,63	2,84	2,93	2,88	3,05	3,76%
Financeiro e outros	2,42	2,50	2,89	2,95	3,00	5,52%
Materiais básicos	2,29	2,33	2,68	2,85	2,92	6,29%
Bens industriais	2,69	2,79	3,14	3,20	3,19	4,33%
Consumo não cíclico	2,78	3,14	3,18	2,86	3,03	2,23%
Saúde	2,50	2,53	2,81	2,51	2,81	2,98%
Petróleo, gás e biocombustíveis	3,22	2,71	3,92	3,83	3,87	4,71%
Telecomunicações	1,87	2,38	2,70	2,92	2,80	10,59%
Média	2,53	2,59	2,87	2,90	3,03	4,62%
Mínimo	1,87	2,33	2,52	2,51	2,80	10,59%
Máximo	3,22	3,14	3,92	3,83	3,87	4,71%
Max /Min	1,72	1,35	1,56	1,52	1,38	-5,36%
Desvio Padrão	0,37	0,27	0,41	0,37	0,32	
Mínimo (Setor)	Telecomunicações	Materiais básicos	Consumo cíclico	Saúde	Telecomunicações	
Máximo (Setor)	Petróleo, gás e biocombustíveis	Consumo não cíclico	Petróleo, gás e biocombustíveis	Petróleo, gás e biocombustíveis	Petróleo, gás e biocombustíveis	

	2013	2014	2015	2016	2017	CAGR
+POP (média)	3,46	3,42	3,56	3,47	3,39	-0,487%
-POP (média)	1,97	2,04	2,14	2,21	2,32	4,152%

Fonte: Elaborado pelo autor

A popularidade dos CEOs brasileiros cresceu, na média, 4,62% quando comparados os indicadores de 2017 aos de 2013 através do *CAGR** – *Compound Annual Growth Rate*, ou taxa composta anual de crescimento, saindo de 2,53 citações *Log (google)* em 2013 para 3,03 citações *Log (google)* em 2017.

Como pode ser observado na **Tabela 2**, também houve incremento para as citações mínimas e máximas em 10,59% e 4,71%, respectivamente. Tais incrementos de popularidades para amostras e desvio-padrões praticamente estáveis denotam também o incremento genuíno de popularidade destes profissionais no período, fundamentalmente concentrados no grupo de CEOs de menor popularidade (-POP), uma vez que o grupo de profissionais com maior popularidade(+POP) apresentou CAGR(-0,487%).

Quando verificados os níveis de popularidade dos CEOs por ano em cada um dos setores, identifica-se que no ano de 2013, o CEO mais citado era aproximadamente 1,7 vezes mais popular que o que tinha recebido menos citações. Esta amplitude de popularidade estava concentrada nos setores *Petróleo, Gás e Biocombustíveis* e *Telecomunicações*, respectivamente, como indicado na análise da **Figura 3 - Média de popularidade dos CEOs - 2013**.

Ao final do período de análise, o cenário de variação de popularidade manteve-se o mesmo quando avaliados o maior e menor setores quanto a citações, visto que *Petróleo, Gás e Biocombustíveis* continuaram a produzir os CEOs mais populares o setor *Telecomunicações* os menos citados, como evidenciado na **Figura 4 - Média de popularidade dos CEOs - 2017**.

A variação entre os CEOs mais e menos populares, contudo, cedeu cerca de 19,8%, com o CAGR -4,94%, como apresentado na análise de popularidade do ano. O que implica um indicador Max/Min de 1,38 em 2017, comparativamente a 1,72 em 2013. Apesar do setor *Petróleo, Gás e Biocombustíveis* ter apresentado variação positiva de popularidade (CAGR +4,71%), o setor *Telecomunicações* cresceu mais significativamente (CARG +10,59%), o que explica a redução da diferença entre os setores mais e menos populares. A análise da **Figura 5 - Média de Popularidade dos CEOs - IBOVESPA (2013 - 2017)** apresenta dados quanto as mudanças no perfil de popularidade dos CEOs no período 2013-2017.

Cabe ressaltar que no ano de 2013, nota-se que o setor predominante quando pesquisadas as citações referenciadas aos CEOs era o *Petróleo, Gás e Biocombustíveis*, com cerca de 14% das citações daquele ano, seguido pelo setor de *Consumo não-Cíclico e Bens Industriais*, ambos com 12% das citações, na média. Com uma alteração pontual no ano 2014, em que o setor de *Consumo não-Cíclico* assume a liderança com cerca de 13% das citações, quando analisado todo o período 2013-2017 observa-se a predominância do segmento de *Petróleo, Gás e Biocombustíveis*.

A manutenção do perfil de popularidade dos CEOs deste setor ocorreu, possivelmente, em função da operação Lava-Jato que investigou, em grande parte do período 2013-2017, denúncias de corrupção que envolveram a Petrobras e, como discutido anteriormente, a formatação das publicações brasileiras inclui em sua grande maioria a referência ao profissional que ocupa a posição de CEO da companhia, independentemente de tratarem-se de citações positivas ou negativas.

3.6 Resultados obtidos quanto ao perfil das empresas e de seus CEOs

Após aplicação dos filtros de informação anteriormente identificados, foram removidos da base de dados 43 registros que correspondem a 8 empresas. Restaram, portanto, 80 empresas e 400 registros que compreendem o período de 2013-2017, em todos os quadrimestres do IBOVESPA, ativas à data de realização deste trabalho, além de terem dados qualitativos e quantitativos disponíveis nas bases consultadas. As companhias foram classificadas, portanto, conforme a distribuição indicada na ***Figura 6 - Empresas IBOVESPA - por Setor.***

Quando classificados, os 400 dados remanescentes entre o setor IBOVESPA, observa-se a seguinte distribuição percentual, de acordo com a classificação do Economática:

- i. Consumo cíclico: 20,00%;
- ii. Utilidade pública: 16,25%;
- iii. Financeiro e outros: 15,00%;
- iv. Materiais básicos: 15,00%;
- v. Bens industriais: 12,50%;
- vi. Consumo não cíclico: 7,50%;
- vii. Saúde: 6,25%;
- viii. Petróleo, Gás e Biocombustíveis: 3,75%; e
- ix. Telecomunicações: 3,75%.

Cabe mencionar que a concentração de dados apresentada anteriormente em segmentos de Consumo cíclico, Utilidade pública, Financeiro e outros, Materiais básicos, e Bens industriais, que juntos representam 78,75% das maiores companhias listadas na B3 no Brasil, formam o perfil econômico do Brasil em que há grande concentração em atividades do setor primário e de maquinário de baixa tecnologia embarcada, além de companhias de infraestrutura no geral, indicando um perfil mais fabril que tecnológico do país. Adicionalmente, o perfil de companhias do IBOVESPA no período 2013-2017, não apresentou variações em sua composição.

Com o objetivo de detalhar a avaliação descritiva do perfil dos CEOs do IBOVESPA no período 2013-2017, esses profissionais foram separados em dois grupos a partir do cálculo da mediana de popularidade (Log Google = 2,8139) e foram classificados da seguinte forma:

- i. **+POP:** - Aqueles considerados participantes do grupo de maior popularidade;
- ii. **-POP:** - Aqueles considerados participantes do grupo de menor popularidade;

Após a conclusão das distribuições por grupos distintos de popularidade, as informações foram novamente organizadas com o objetivo de entender o comportamento destas variáveis na amostra das empresas do IBOVESPA, conforme apresentados na **Tabela 3**.

Tabela 3 – Distribuição dos CEOs (+POP, -POP) – por Setor

Setor		+POP		-POP		Variação	
	Bens industriais	35	17,5%	15	7,5%	20	57,1%
	Consumo cíclico	31	15,5%	49	24,5%	-18	-58,1%
	Consumo não cíclico	21	10,5%	9	4,5%	12	57,1%
	Financeiro e outros	42	21,0%	18	9,0%	24	57,1%
	Materiais básicos	20	10,0%	40	20,0%	-20	-100,0%
	Petróleo, gás e biocombustíveis	6	3,0%	9	4,5%	-3	-50,0%
	Saúde	14	7,0%	11	5,5%	3	21,4%
	Telecomunicações	12	6,0%	3	1,5%	9	75,0%
	Utilidade pública	19	9,5%	46	23,0%	-27	-142,1%
		200	100,0%	200	100,0%	0	0,0%

Fonte: Elaborado pelo autor

A partir da análise da **Tabela 3**, nota-se que há certa predileção por alguns setores como Telecomunicações (75%), Bens industriais (57,1%), Consumo não cíclico (57,1%), Financeiro e outros (57,1%) e Saúde (21,4%) em atraírem CEOs mais populares, enquanto que Consumo cíclico (-58,1%), Materiais básicos (-100%) e Utilidade pública (-142,1%) apresentam os menos populares em seus quadros.

Complementarmente ao observado anteriormente, verifica-se que do total de 400 registros, 255 ou aproximadamente 63,8% advém do Novo mercado na Bolsa de Valores – B3, como representação gráfica da **Figura 7 - Empresas IBOVESPA - Nível de Governança**.

O surgimento da categoria de Novo Mercado na B3 deu-se a partir de 2001 e tem como objetivo principal oferecer maiores níveis de *disclosure* e governança corporativa, o que implica uma condição de maior governança empresarial nessas companhias e, como consequência, gera maior nível de confiabilidade aos acionistas e consequentes melhorias para os *shareholders* minoritários conforme a proposição de BANERJEE (2018).

A respeito da distribuição geográfica das companhias que compuseram o IBOVESPA no período de estudo, verificou-se que estas, apesar de possuírem operações em todo o território nacional ou ainda internacionalmente, concentram suas matrizes e corpo diretivo majoritariamente nas regiões sudeste e sul do Brasil e, como consequência, o poder decisório em seus escritórios localizados nos estados de São Paulo, Rio de Janeiro, Rio Grande do Sul e Minas Gerais conforme apresentação ***Figura 8 – Empresas IBOVESPA - Concentração Geográfica***. Neste sentido, observou-se que o estado de São Paulo detém 62,50% das companhias componentes do IBOVESPA no período, seguido por Rio de Janeiro (18,75%), Rio Grande do Sul, Minas Gerais e Paraná todos com (5,00%) cada, o ranking ainda inclui o estado de Santa Catarina (2,50%) e o Distrito Federal (1,25%). A região sudeste do Brasil deteve, portanto, 86,25% de concentração das companhias listadas no IBOVESPA no período de 2013-2017 e que foram mantidas para este estudo.

Quanto ao gênero dos CEOs identificados na pesquisa no período 2013-2017, obteve-se a confirmação de que o quadro de direção das companhias brasileiras listadas no IBOVESPA foi composto majoritariamente por homens, sendo que no ano de 2017 não havia nenhuma mulher ocupando o cargo de CEO das companhias do IBOVESPA, conforme indicado na análise apresentada na ***Figura 9 - Gênero dos CEOs – IBOVESPA***.

A condição evidenciada na análise anterior contrapõe a expectativa de maior diversidade de gêneros nos quadros de liderança das organizações brasileiras. Mesmo que haja evidências sociais de (i) incremento nas ações de diversidade das companhias no Brasil e (ii) evolução do percentual de mulheres que atingem o nível de educação superior no país, fica comprovado que para o grupo de empresas componentes do IBOVESPA no período 2013-2017, as mulheres ainda não atingem representatividade no cargo de CEOs. A análise apresentada na ***Tabela 4 - Evolução Percentual de formandos Mulheres e Homens*** mostra que a evolução de mulheres atingindo níveis de educação superior aumentou significativamente desde o final da década de 1950 até o final dos anos 1990.

Tabela 4 - Evolução Percentual de formandos Mulheres e Homens

Intervalo	% formandos	Evolução	% formandos	Evolução
	Homens	formandos	Mulheres	Formandos
		Homens		Mulheres
1958 – 1979	82,5%	--	17,5%	--
1980 - 1989	71,9%	-12,8%	28,1%	60,6%
1990 – 1995	61,1%	-15%	38,9%	38,4%

Fonte: Adaptado de ARAUJO (2016) – “As Barreiras Para a Ascensão Da Mulher a Posições Hierárquicas: Um Estudo Sob a Óptica Da Gestão Da Diversidade No Brasil”.

No caso de avaliações de gêneros dos CEOs das companhias do IBOVESPA no período 2013-2017, ocorreu o efeito inverso ao anteriormente indicado por ARAUJO (2016), visto que no ano de 2017 não havia mulheres ocupando a posição de CEO na amostra das 80 empresas remanescentes no estudo.

Também para a análise de gêneros, lançou-se mão da avaliação com a distribuição dos CEOs entre mais e menos populares (+POP, -POP) afim de avaliar se havia algum padrão de distribuição quanto ao gênero que divergisse, de alguma forma, das conclusões obtidas, o que não ficou evidenciado, conforme a análise da **Tabela 5**.

Tabela 5 – Distribuição dos CEOs (+POP, -POP) – por Gênero

		+POP		-POP		Variação	
		QTD	%s	QTD	%s	QTD	%s
Gênero	H	196	98,0%	196	98,0%	0	0,0%
	M	4	2,0%	4	2,0%	0	0,0%
		200	100,0%	200	100,0%	0	0,0%

Fonte: Elaborado pelo autor

O estudo também se propôs a analisar as características de idade dos CEOs das empresas do IBOVESPA no período 2013-2017, conforme indicado no quadro-resumo apresentado na **Tabela 6 - Análise da média de idade dos CEOs - IBOVESPA**.

Tabela 6 - Análise da média de idade dos CEOs - IBOVESPA

	2013	2014	2015	2016	2017	CAGR
Consumo cíclico	49,8	50,8	52,4	53,4	53,8	1,95%
Utilidade pública	47,6	47,7	46,7	47,4	48,0	0,20%
Financeiro e outros	49,3	48,7	49,7	54,0	54,5	2,52%
Materiais básicos	51,8	53,0	53,6	50,7	51,7	-0,08%
Bens industriais	51,5	52,9	54,2	52,9	52,4	0,44%
Consumo não cíclico	49,7	51,3	50,0	52,3	52,0	1,15%
Saúde	41,4	42,4	41,2	42,2	40,8	-0,36%
Petróleo, gás e biocombustíveis	47,3	45,3	47,7	52,7	53,7	3,19%
Telecomunicações	58,2	57,2	54,2	55,2	55,7	-1,08%
Média	50,6	51,0	50,8	51,3	51,6	0,47%
Min	21,0	22,0	23,0	24,0	25,0	4,46%
Máx	72,0	73,0	74,0	82,0	83,0	3,62%
Media	50,6	51,0	50,8	51,3	51,6	0,47%
Tamanho (n)	80	80	80	80	80	0,00%
Desv Pad	9,8	9,7	9,7	10,3	10,1	0,60%
% CEOs c/ Idade acima da média	55,0%	56,3%	60,0%	56,3%	52,5%	-1,16%
Min (Setor)	Saúde	Saúde	Saúde	Saúde	Saúde	
Máx (Setor)	Financeiro e outros	Financeiro e outros	Financeiro e outros	Consumo não cíclico	Consumo não cíclico	

Fonte: Elaborado pelo autor

O CEO mais jovem esteve sempre no setor de *Saúde* e a menor idade encontrada no período 2013-2017 foi de 21 anos em 2013, aumentando sucessivamente até que em 2017 a menor idade foi de 25 anos. Durante os anos 2013 até 2015, o CEO com maior idade esteve no setor *Financeiro e Outros*, sendo que em 2016 e 2017, as maiores idades ficaram concentradas no segmento *Consumo não Cíclico*.

A média de idade dos CEOs, conforme **Figura 10 – Média de idade dos CEOs - IBOVESPA**, indica que a idade dos CEOs das companhias do IBOVESPA no período 2013-2017, não sofreu variação significativa no período, permanecendo entre 50,6 e 51,6 anos, ou seja, CAGR +0,48%, contudo, ao menos mais da metade (ex: 52,5% - 2017) dos CEOs apresentaram idade acima da média do período analisado, o que implica a evidenciação de algumas conclusões:

- i. Os setores *Saúde e Utilidade pública* produziram médias de idade de CEOs abaixo das médias em todos os anos do período;
- ii. Os setores *Saúde e Materiais básicos* apresentaram redução na média de idade dos CEOs com *CAGR* negativos;
- iii. O setor *Utilidade pública* produziu médias de idade;
- iv. O setor *Consumo cíclico* apresentou aumentos gradativos e constantes nas médias de idade em todos os anos do período;
- v. Os setores *Consumo cíclico, Financeiro e outros e Petróleo, Gás e Biocombustíveis* são os que apresentaram maior crescimento nas médias de idade do período analisado.

A idade dos CEOs do IBOVESPA também foi analisada com apoio de sua distribuição de popularidade, considerando-os distribuídos entre mais e menos populares (+POP, -POP) afim de identificar se havia algum padrão de distribuição da amostra obtida para as 400 empresas componentes do IBOVESPA no período 2013-2017, conforme a **Tabela 7**.

Tabela 7 - Distribuição dos CEOs (+POP, -POP) – por Idade

+POP		-POP		Variação	
Min	21	Min	28	-7	-33,3%
Máx	83	Máx	76	7	8,4%
Media	50,87	Media	51,27	-0,405	-0,8%
Amostra	200	Amostra	200	0	0,0%
Desv Pad	9,83	Desv Pad	9,95	-0,11332	-1,2%

Fonte: Elaborado pelo autor

Verifica-se que há um deslocamento de sete anos entre as idades máximas e mínimas encontradas na amostra de CEOs das empresas do IBOVESPA avaliados no período 2013-2017, e que a média de idade dos CEOs menos populares é (-0,8%) menor que os 50,87 anos apresentados nas companhias dos CEOs mais populares. Entretanto, quando analisado o quadro geral de popularidade dos CEOs de ambas populações (-POP, +POP) é possível observar um maior deslocamento à direita da média para curva de +POP, o que implica que os setores de maior popularidade atraem CEOs de maior idade, predominantemente entre 45 e 70 anos, aproximadamente, conforme indicado na **Figura 11 – Idade dos CEOs (+POP, -POP)**.

Finalmente, o estudo avaliou também a formação acadêmica dos CEOs do IBOVESPA, com o objetivo de determinar quais as formações acadêmicas mais comuns dentre os executivos, além de entender quais são as instituições que formam esses profissionais. Nota-se, pela avaliação da informação gráfica apresentada na **Figura 12 - Formação acadêmica dos CEOs IBOVESPA por Setor**, que as formações acadêmicas mais comumente encontradas são em Engenharia e Administração, ambas incluindo seus mais diversos níveis de especializações, essa mesma informação é corroborada pela **Tabela 8** que demonstra a distribuição percentual da formação acadêmica dos CEOs das empresas do IBOVESPA, sem considerar o setor de atividade das companhias.

Tabela 8 - Formação acadêmica dos CEOs - IBOVESPA (2013 - 2017)

	2013	2014	2015	2016	2017
Engenharia	42,7%	43,3%	36,0%	41,4%	47,5%
Administração	32,2%	31,8%	39,9%	32,2%	27,5%
Economia	11,3%	12,8%	14,6%	11,6%	11,4%
Direito	5,8%	5,1%	4,2%	7,8%	7,4%
Psicologia	2,2%	2,5%	2,3%	1,1%	0,0%
Ciências da Computação	0,0%	0,0%	0,0%	1,2%	1,3%
Contabilidade	2,0%	0,9%	0,0%	1,5%	1,5%
Outros	1,6%	1,6%	1,4%	1,5%	1,5%
Marketing	1,0%	1,0%	1,1%	1,1%	1,1%
Matemática	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,8%
Medicina	0,8%	0,6%	0,0%	0,0%	0,0%
Artes	0,4%	0,4%	0,6%	0,7%	0,0%
Total	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Fonte: Elaborado pelo autor

A formação acadêmica em Engenharia, em suas diversas especializações, aparece no estudo como a formação predominante sendo a opção de cerca de 42% dos casos ao longo dos cinco anos compreendidos no estudo.

O curso de Administração, incluindo suas possíveis especializações, fica em segundo lugar no período analisado, com aproximadamente 31% dos casos, seguido por Economia que representou cerca de 13,50% da formação acadêmica dos CEOs, no período 2013-2017.

A **Figura 13 - Formação Acadêmica dos CEOs IBOVESPA por Instituição** representa a distribuição de formação acadêmica dos CEOs das empresas do IBOVESPA, para todos os anos do período de avaliação, em que fica evidenciada a concentração nas seguintes instituições:

- i. Universidades Federais (23,5%);
- ii. FGV - Fundação Getulio Vargas (15,3%);
- iii. PUC - Pontifícia Universidade Católica (10,3%);
- iv. Universidade Presbiteriana Mackenzie (10,3%);
- v. USP - Universidade de São Paulo (5,0%);
- vi. ITA – Instituto Tecnológico de Aeronáutica (3,3%);
- vii. UNICAMP - Universidade Estadual de Campinas (1,8%).
- viii. Outros - (30,5%)

Portanto, as instituições mais representativas da amostra, anteriormente listadas, somam 69,5% do total de instituições referenciadas na pesquisa, o que implica que aproximadamente 7 em cada 10 CEOs advém destas instituições. Novamente, aplicou-se a distribuição de popularidade dos CEOs do IBOVESPA, com o intuito de avaliar se há indicativos importantes quando avaliados os CEOs em dois grupos distintos (+POP, -POP) no que tange a formação acadêmica. Os resultados quanto ao curso escolhido para obtenção do título no ensino superior dos CEOs estão apresentados na **Tabela 9 - Distribuição dos CEOs (+POP, -POP) – por Formação Acadêmica**.

Verifica-se a formação em Contabilidade, apesar de não ser muito significativa na amostra total dos CEOs mais populares (+POP), é a que apresenta maior variação de frequência (66,7%) quando comparáveis aos CEOs menos populares (-POP). Já os cursos de Administração e Direito são cerca de 15% mais frequentes nos CEOs mais populares (+POP). A formação acadêmica em Economia é 25% menos frequente dentre os CEOs mais populares, enquanto que a formação em Psicologia representa menos da metade dos profissionais nos grupos de CEOs mais populares (+POP).

Tabela 9 - Distribuição dos CEOs (+POP, -POP) – por Formação Acadêmica

Formação		+POP		-POP		Variação	
Formação	Administração	67	33,5%	57	28,5%	10	14,9%
	Artes	0	0,0%	4	2,0%	-4	0,0%
	Ciências da Computação	1	0,5%	1	0,5%	0	0,0%
	Contabilidade	3	1,5%	1	0,5%	2	66,7%
	Direito	13	6,5%	11	5,5%	2	15,4%
	Economia	24	12,0%	30	15,0%	-6	-25,0%
	Engenharia	85	42,5%	83	41,5%	2	2,4%
	Marketing	0	0,0%	5	2,5%	-5	0,0%
	Matemática	0	0,0%	1	0,5%	-1	0,0%
	Medicina	0	0,0%	2	1,0%	-2	0,0%
	Psicologia	2	1,0%	5	2,5%	-3	-150,0%
	Outros	5	2,5%	0	0,0%	5	100,0%
		200	100,0%	200	100,0%	0	0,0%

Fonte: Elaborado pelo autor

Foi estudada também a distribuição das instituições em que os CEOs do IBOVESPA no período 2013-2017 obtiveram sua formação acadêmica conforme dados da **Tabela 10 - Distribuição dos CEOs (+POP, -POP) – por Instituição.**

Tabela 10 - Distribuição dos CEOs (+POP, -POP) – por Instituição

Instituição		+POP		-POP		Variação	
Instituição	FAAP	1	0,5%	6	3,0%	-5	-500,0%
	FGV	37	18,5%	24	12,0%	13	35,1%
	ITA	2	1,0%	11	5,5%	-9	-450,0%
	Mackenzie	20	10,0%	21	10,5%	-1	-5,0%
	PUC	23	11,5%	27	13,5%	-4	-17,4%
	UNICAMP	2	1,0%	5	2,5%	-3	-150,0%
	Universidades Federais	50	25,0%	44	22,0%	6	12,0%
	USP	11	5,5%	9	4,5%	2	18,2%
	Outros	54	27,0%	53	26,5%	1	1,9%
		200	100,0%	200	100,0%	0	0,0%

Fonte: Elaborado pelo autor

Entender quais as instituições que formaram os CEOs das empresas do IBOVESPA no período analisado teve como objetivo discutir se havia concentração em alguma universidade e como os dados de popularidade (+POP, -POP) poderiam influenciar a distribuição dos CEOs na amostra apresentada. Ao avaliar a informação da, **Tabela 10**, nota-se que a FAAP -

Fundação Armando Álvares Penteado tem seis vezes menos CEOs no grupo dos mais populares. A redução comparativa dos mais populares e menos populares no caso do ITA - Instituto Tecnológico de Aeronáutica, apresentou que há mais de cinco vezes menos CEOs no grupo dos mais populares, enquanto que no caso da FGV – Fundação Getúlio Vargas, houve aumento de mais de 35% quando comparados os mais populares com os menos populares.

Adicionalmente, foi analisada a remuneração dos CEOs das companhias do IBOVESPA no período 2013-2017. Durante este processo identificou-se que o setor que apresentou os maiores rendimentos médios foi o Financeiro e outros, conforme descrito na **Figura 14 - Remuneração média dos CEOs - IBOVESPA**. Nota-se, inclusive, que o valor médio recebido pelos CEOs no período de avaliação foi BRL 10,2 milhões, sendo que a média anual dos CEOs de maior remuneração no setor *Financeiro e outros* (BRL 16,4 milhões), é três vezes maior que a dos CEOs de menor remuneração (BRL 2,7 milhões) no setor de *Utilidade pública*. Os dados de remuneração distribuídos entre os CEOs mais e menos populares estão na **Tabela 11**.

Tabela 11 - Distribuição de remuneração dos CEOs IBOVESPA (2013-2017)

	BRL milhões	+POP	-POP	Varição
Remuneração	Bens industriais	5,7	7,7	-2,0 -34,9%
	Consumo cíclico	9,3	8,5	0,8 8,8%
	Consumo não cíclico	11,2	12,0	-0,8 -7,5%
	Financeiro e outros	14,9	19,0 +	-4,1 -27,6%
	Materiais básicos	9,0	7,5	1,5 16,6%
	Petróleo, gás e biocombustíveis	2,8	7,8	-5,1 -184,3%
	Saúde	6,3	14,1	-7,8 -122,9%
	Telecomunicações*	18,7 +	-	18,7 100,0%
	Utilidade pública	1,8 -	2,2 -	-0,4 -21,3%
		8,9	9,9	-1,0 -11,2%
Quadro de Médias	Maior	18,7	19,0	-0,3 -1,4%
	Menor	1,8	2,2	-0,4 -21,3%
	Max / Min	10,2	8,5	1,7 16,4%
População Analisada	Maior	83,8	75,7	8,2 9,7%
	Menor	0,3	0,3	0,0 14,0%
	Max / Min	262,0	274,9	-12,9 -4,9%

Fonte: Elaborado pelo autor

*Setor Telecomunicações não apresentou dados disponíveis para –POP no período 2013-2017, portanto, considerou-se como menor remuneração disponível no setor o segundo menor valor encontrado (Utilidade pública).

Percebe-se ao analisar o quadro das médias de remuneração dos executivos mais e menor populares (+POP, -POP) que, no caso dos setores de *Consumo cíclico* e *Materiais básicos*, a remuneração média dos CEOs mais populares é maior que a dos menos populares.

Enquanto que para os demais setores, os CEOs menos populares tendem a ter remuneração, na média, maior que aquelas observadas nos setores +POP.

Ocorre em alguns setores, como observado no de *Petróleo, Gás e Biocombustíveis*, que os CEOs mais populares (+POP) são os das companhias de capital misto em que há participação societária do estado (ex.: Petrobras), fazendo com que esses profissionais estejam sujeitos a níveis de remuneração regulamentados por legislações aplicáveis a servidores públicos, enquanto que o grupo de CEOs menos populares (–POP), se compõe de companhias de capital misto e também de capital privado, incrementando portanto a média das remunerações, quando comparados ao grupo dos mais populares (+POP).

No caso dos CEOs mais populares, a média de remuneração é de BRL 8,9 milhões anuais, ou 11,2% menor que a do grupo de CEOs menos populares. Quando considerada a variação entre os CEOs de maior remuneração e o de menor remuneração em toda a amostra, verifica-se que há variação muito significativa entre os maiores e menores valores de remuneração encontrados tanto para o grupo +POP quanto para o –POP.

Complementarmente às observações estatísticas anteriormente mencionadas, observaram-se também problemas de divulgação de dados de remuneração de alguns dos períodos ou mesmo para alguns dos CEOs, possivelmente em função de problemas apresentados quanto ao nível de divulgação das informações das companhias de capital aberto no Brasil, comparativamente ao nível de *disclosure* que existe em mercados mais maduros, como os Estados Unidos e Europa, conforme indicado por PONTE (2007).

Cabe notar também que a divulgação da remuneração dos órgãos sociais das companhias do IBOVESPA formava parte dos requerimentos de governança corporativa em todo o período 2013-2017, devendo seguir o padrão de publicação remuneração mínima, remuneração média e remuneração máxima, ditado pela Instrução CVM 480/09. Com o avançar dos períodos, entretanto, verificou-se a melhoria na qualidade dos dados apresentados e é provável que os valores de remuneração dos executivos das empresas do IBOVESPA sejam mais robustamente divulgados, principalmente após os esclarecimentos trazidos pela CVM através da publicação do ofício circular CVM número 4/2018³, que rege a formatação e periodicidade em que a divulgação da remuneração de executivos deva ocorrer.

³ <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/oficios-circulares/sep/anexos/oc-sep-0418.pdf>

3.7 Indicadores Contábil-Financeiros de Desempenho Empresarial

De acordo com a evidência apresentada por DE CARVALHO (2017), os estudos do retorno das companhias têm constituído grande interesse de analistas e investidores e, desta forma, buscam-se diversas alternativas e variações de indicadores cada vez mais complexos e que tentam, por sua vez, esmiuçar as variáveis que compõe determinado indicador; inclusive avaliando impactos de métricas de eficiência, liquidez, alavancagem e risco.

Considerando que há diversas possibilidades quando se discute o processo de avaliação de performance de uma companhia, pretende-se neste momento manter os esforços de avaliação e entendimento dos indicadores, a princípio, naqueles advindos do processo de construção contábil-financeiro conforme indicados adiante.

A opção se faz compreensível quando se avalia que as bases de dados utilizadas no sistema *Economática*[®], cujas informações são obtidas através das publicações executadas pelas companhias do IBOVESPA, as quais que seguem uma série de requerimentos estabelecidos pelos padrões exigidos no Brasil quanto a publicações contábeis aderentes aos IFRS – *International financial Reporting Standards*. Como avaliado por NACIF (2018), o nível de regulamentação das bolsas de valores implica diretamente no nível de divulgação realizado pelas companhias. No caso das companhias do estudo, acredita-se que estejam em sua maioria em setores de melhores níveis de governança corporativa; neste sentido, a análise se fez a partir de dados contábeis, produto dos processos de publicações das companhias listadas no IBOVESPA, utilizando-se dos indicadores de performance a seguir:

- i. (**ROE** - *Return on Equity*) - Retorno Sobre Patrimônio Líquido:

Equação 2 – Return on Equity

$$ROE = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Patrimônio Líquido}}$$

onde,

Lucro Líquido = refere-se ao lucro final obtido pelas companhias no exercício fiscal, após todas as despesas e tributos;

Patrimônio Líquido = representa os recursos dos *shareholders* mantidos na empresa durante o exercício.

O Retorno sobre o Patrimônio Líquido (*ROE*) representa a medida de rentabilidade para os *shareholders* a partir dos recursos mantidos na companhia pela manutenção do seu investimento, seja pelo capital inicial, aumentos de capitais, acúmulo de lucros, entre outros.

ii. (*ROA - Return on Assets*) - Retorno Sobre o Total do Ativo:

Equação 3 - Return on Assets

$$ROA = \frac{(Despesas\ com\ Juros * (1 - t)) + Lucro\ Líquido}{Ativo\ Total}$$

onde,

Ativo Total = refere-se ao Ativo Total da entidade publicado pelas companhias em seu Balanço Patrimonial.

O Retorno sobre o Ativo (*ROA*) mede a capacidade da companhia em gerar lucros, a partir de seu conjunto de ativos, independentemente de que tipo de ativos. Ou seja, esse indicador inclui desde transações operacionais como a venda de produtos com seu respectivo recebimento do pagamento, bem como, investimentos em bens de capital ou mesmo no mercado acionário.

Os resultados obtidos após avaliação dos indicadores contábil-financeiros de performance das companhias do IBOVESPA no período 2013-2017 estão apresentados na **Tabela 12 - Resultados de Indicadores Contábeis de Desempenho.**

Tabela 12 - Resultados de Indicadores Contábeis de Desempenho

+POP	2013		2014		2015		2016		2017		CAGR*		Média Geral (2013-2017)	
	ROE	ROA	ROE	ROA	ROE	ROA	ROE	ROA	ROE	ROA	ROE	ROA	ROE	ROA
Média	16,70%	5,44%	6,86%	3,53%	2,06%	1,57%	6,46%	3,40%	9,80%	3,38%	-12,48%	-11,19%	8,38%	3,46%
Erro padrão	3,70%	1,15%	6,34%	1,34%	3,97%	1,17%	3,37%	1,04%	2,06%	0,86%			3,89%	1,11%
Mediana	9,86%	3,28%	9,03%	2,47%	6,97%	1,69%	9,40%	1,69%	7,71%	2,10%			8,59%	2,25%
Desvio padrão	20,25%	6,29%	35,87%	7,57%	25,45%	7,48%	22,37%	6,91%	15,01%	6,26%				
Intervalo	0,909	0,290	1,828	0,352	1,116	0,319	1,233	0,405	0,909	0,436				
Mínimo	-10,39%	-4,54%	-108,07%	-12,96%	-57,71%	-12,79%	-74,92%	-8,45%	-44,84%	-13,20%	44,12%	30,56%	-59,18%	-10,39%
Máximo	80,53%	24,49%	74,72%	22,27%	53,85%	19,09%	48,42%	32,00%	46,10%	30,37%	-13,02%	5,52%	60,73%	25,64%
Amostra	30	30	32	32	41	41	44	44	53	53				

-POP	2013		2014		2015		2016		2017		CAGR*		Média Geral (2013-2017)	
	ROE	ROA	ROE	ROA	ROE	ROA	ROE	ROA	ROE	ROA	ROE	ROA	ROE	ROA
Média	3,66%	3,06%	19,40%	2,46%	7,43%	1,83%	-0,37%	5,97%	1,28%	1,65%	-23,03%	-14,23%	6,28%	2,99%
Erro padrão	4,43%	1,03%	7,43%	1,76%	6,92%	1,98%	8,31%	7,12%	7,00%	1,84%			6,82%	2,75%
Mediana	7,23%	2,39%	9,70%	4,13%	8,37%	2,13%	7,30%	3,69%	7,12%	3,45%			7,94%	3,16%
Desvio padrão	31,31%	7,25%	51,48%	12,16%	43,24%	12,39%	49,85%	42,73%	36,38%	9,58%				
Intervalo	1,831	0,565	3,060	1,018	2,982	0,796	3,503	3,359	1,751	0,501				
Mínimo	-147,48%	-28,39%	-37,85%	-68,51%	-142,92%	-43,02%	-192,94%	-114,12%	-112,48%	-29,53%	-6,55%	0,99%	-126,73%	-56,71%
Máximo	35,64%	28,16%	268,15%	33,29%	155,26%	36,60%	157,40%	221,77%	62,64%	20,56%	15,14%	-7,56%	135,82%	68,08%
Amostra	50	50	48	48	39	39	36	36	27	27				

Fonte: preparado pelo autor.

*CAGR** – *Coumpound Annual Growth Rate*, ou taxa composta anual de crescimento que representa a variação percentual dos indicadores no período analisado (2013 – 2017).

3.8 Indicadores Econômico-Financeiros de Desempenho Empresarial

Os demonstrativos contábeis são preparados pelos contadores e consideram-se, de tal maneira, um conjunto de regras determinadas pelos organismos contábeis, de forma a obter mais uniformidade possível quando se pretende que os usuários dos demonstrativos de propósito geral precisam tomar decisões de investimento.

Mesmo que haja intenção e uniformização dos demonstrativos contábeis, ocorre ainda um outro fenômeno que é a construção histórico-social que existe em cada um dos diferentes mercados para os quais a informação contábil é produzida, ou seja, em mercados mais desenvolvidos e com alto potencial de transações em bolsas de valores como nos Estados Unidos e o Reino Unido, as regras contábeis foram desenvolvidas com o intuito de prover maiores informações aos investidores enquanto que no mercado brasileiro, as regras contábeis foram desenvolvidas fundamentalmente com objetivos tributários (BREALEY, MYERS e ALLEN, 2011).

Mesmo com o advento da lei 11.638/07, que visa a implementação gradual das normas internacionais de contabilidade *IFRS* para o mercado brasileiro, através da criação dos organismos de publicações técnico-contábeis no Brasil CPC⁴, os demonstrativos contábeis ainda carecem de apresentarem integralmente, em sua construção, componentes econômicos que reflitam os custos de capital das companhias para a obtenção de resultado. Portanto, deve-se avaliar medidas econômicas de geração de valor combinadas às medidas contábeis, de forma a compreender se houve valor adicionado para os acionistas no período avaliado.

É importante salientar ainda que medidas de retorno econômico são em sua maioria associadas a indicadores do país ou mesmo do segmento em que tais companhias operam. Estes indicadores servem, portanto, como balizador dos retornos financeiros obtidos pelas companhias, afim de ajustar a avaliação de geração de valor para os acionistas.

Deste modo, mostram-se os indicadores econômicos obtidos por meio da base de dados do instituto Assaf Neto, conforme **Tabela 13**.

⁴ <http://www.cpc.org.br/CPC>

Tabela 13 – Indicadores Macroeconômicos

	2013	2014	2015	2016	2017
Ibovespa (Rm)	-15,5%	-2,9%	-13,3%	38,9%	26,9%
Risco Brasil (Risco Br)	2,0%	2,3%	3,4%	3,8%	2,7%
SELIC (R_f)	8,2%	10,9%	13,5%	14,2%	10,1%
$IPCA_i$ (Inflação)	5,9%	6,4%	10,7%	6,3%	3,0%

Fonte: Instituto Assaf Neto (2018). – Rm – representa o Retorno Médio de Mercado Brasileiro (IBOVESPA); Risco Br: Representa o risco-país do Brasil ($EMBI + Risco-Brasil - JP Morgan$); R_f – representa a taxa livre de risco para investimentos no Brasil (Média/Ano); $IPCA$ – representa a medida de inflação do período (Média/Ano);

Após as considerações indicadas por BREALEY, MYERS e ALLEN (2011) quanto a importância de utilizar-se de indicadores econômicos de desempenho das companhias, decidiu-se por considerar os seguintes na análise de performance das companhias que compuseram o IBOVESPA no período de avaliação:

- i. (**MBR** - *Market-to-book Ratio*) – Indicador Mercado vs. Registros Contábeis:

Equação 4 - Market to Book ratio

$$MBR = \frac{\text{Valor de Mercado da Companhia}}{\text{Patrimônio Líquido}}$$

onde,

Valor de Mercado da Companhia = refere-se ao resultado da multiplicação da quantidade de ações de uma companhia no mercado pelo valor de mercado destas ações.

O *Market-to-Book Ratio* (MBR) indica qual o valor de mercado adicionado aos *shareholders* a partir daquele originalmente investido nas companhias, pois compara o total do valor de mercado das empresas com o registro contábil original quando da constituição do investimento, ou seja, captura como os gestores das companhias multiplicaram o investimento original dos acionistas.

ii. (**STR** - *Stock Return*) – Retorno de Ações:

Equação 5 - Stock Return

$$STR = \frac{P_t}{P_{t-1}} - 1$$

onde,

P_t = refere-se ao preço atual de mercado da ação;

P_{t-1} = refere-se ao preço de mercado da ação no período anterior.

O *Stock Return* (**STR**) indica qual a variação de preço das ações das companhias e como os *shareholders* perceberiam o retorno de seus investimentos no período avaliado.

Para o estudo em questão e considerando-se que se pretende avaliar o retorno econômico das ações, os indicadores selecionados poderiam ser apresentados (i) por sua formulação original conforme acima demonstrados ou (ii) ajustados pelos indicadores de inflação, representados pelo IPCA conforme indicado na **Tabela 13 – Indicadores Macroeconômicos**. Com o intuito de manter as fórmulas como obtidas na literatura de finanças e/ou ainda aquelas apresentadas por BREALEY, MYERS e ALLEN (2011), decidiu-se pela manutenção de sua formulação original, sem, contudo, desprezar o entendimento de que os *shareholders* levarão em consideração os fatores como inflação, risco país, variações no poder de compra da moeda de seus investimentos, dentre outros fatores.

Os resultados obtidos após avaliação dos indicadores de performance econômico-financeiras das companhias do IBOVESPA no período 2013-2017 estão apresentados na **Tabela 14 - Resultados de Indicadores Econômicos de Desempenho**.

Tabela 14 - Resultados de Indicadores Econômicos de Desempenho

+POP	2013		2014		2015		2016		2017		CAGR*	
	MBR	STR	MBR	STR	MBR	STR	MBR	STR	MBR	STR	MBR	STR
Média	637,98%	-7,96%	281,12%	-8,14%	205,30%	-21,74%	270,03%	56,77%	308,89%	24,94%	-16,58%	0,00%
Erro padrão	292,55%	4,88%	65,72%	4,69%	45,96%	5,90%	44,51%	15,91%	40,59%	6,16%		
Mediana	167,38%	-7,65%	150,25%	-3,51%	98,76%	-21,79%	164,32%	18,37%	193,40%	21,38%		
Desvio padrão	1602,37%	26,72%	371,77%	26,54%	294,28%	37,77%	295,27%	105,55%	295,50%	44,82%		
Intervalo	88,027	1,279	14,559	1,420	12,866	2,137	12,026	6,003	11,314	2,308		
Mínimo	0,00%	-79,57%	0,00%	-66,96%	0,00%	-100,00%	0,00%	-45,22%	-16,98%	-100,00%	0,0%	5,9%
Máximo	8802,71%	48,29%	1455,90%	75,00%	1286,63%	113,72%	1202,55%	555,12%	1114,37%	130,85%	-40,4%	28,3%
Amostra	30	30	32	32	41	41	44	44	53	53		

-POP	2013		2014		2015		2016		2017		CAGR*	
	MBR	STR	MBR	STR	MBR	STR	MBR	STR	MBR	STR	MBR	STR
Média	207,25%	-16,10%	191,63%	-2,44%	237,19%	49,11%	222,76%	99,63%	199,38%	59,12%	-0,96%	0,00%
Erro padrão	23,99%	4,30%	35,77%	5,42%	57,68%	60,86%	41,35%	60,51%	45,38%	37,45%		
Mediana	148,82%	-15,11%	147,85%	-5,38%	109,52%	-18,63%	125,86%	29,96%	161,84%	21,09%		
Desvio padrão	169,66%	30,39%	247,83%	37,58%	360,23%	380,05%	248,11%	363,05%	235,78%	194,60%		
Intervalo	6,964	1,620	17,281	2,063	19,748	24,296	10,454	22,182	11,840	10,768		
Mínimo	0,00%	-100,00%	-783,49%	-63,86%	-16,33%	-83,68%	-45,76%	-38,24%	-144,77%	-100,00%	0,0%	0,0%
Máximo	696,41%	61,95%	944,58%	142,42%	1958,46%	2345,95%	999,62%	2180,00%	1039,22%	976,84%	10,5%	99,3%
Amostra	50	50	48	48	39	39	36	36	27	27		

Fonte: preparado pelo autor.

CAGR* – *Compound Annual Growth Rate*, ou taxa composta anual de crescimento que representa a variação percentual dos indicadores no período analisado (2013 – 2017).

(*) MBR - Não ajustado por inflação para preservação da formula indicada na literatura;

(**) STR -- Não ajustado por inflação para preservação da formula indicada na literatura;

3.9 Análise Estatística de Variáveis

3.9.1 Variável Dependente

Como o objetivo do trabalho é o de avaliar os impactos de popularidade dos CEOs de companhias brasileiras listadas no IBOVESPA entre 2013-2017, considera-se que a variável dependente do trabalho será o índice de popularidade (*Ln Google*) destes executivos que independe das outras variáveis apresentadas no estudo que pretendem explicar como os (i) indicadores de performance contábeis e (ii) os indicadores de performance econômicos se comparam aos crescentes resultados de popularidade destes CEOs.

3.9.2 Variáveis Explicativas

Como variáveis explicativas (independentes) representam os movimentos financeiro-contábeis e econômicos apresentados pelas companhias analisadas, o objetivo foi compará-las com o fenômeno de variações de popularidade de seus CEOs. Foram utilizadas as seguintes variáveis para apresentação dos principais indicadores do mercado: **ROE** - *Return on Equity*, **ROA** - *Return on Assets*, **MBR** - *Market-to-Book ratio* e **STR** – *Stock Return*.

A **Tabela 15** indica, a partir do referencial bibliográfico analisado, quais são as expectativas de correlação dos indicadores de popularidade dos CEOs com aqueles associados ao retorno financeiro das companhias listadas no IBOVESPA entre 2013-2017.

Tabela 15 - Variáveis dependentes e relações esperadas

Variáveis	Código	Fórmulas	Relação esperada sobre a Medida de Popularidade
Retorno Sobre Patrimônio Líquido	ROE	= Lucro Líquido/Patrimônio Líquido	Positiva
Retorno Sobre o Total do Ativo	ROA	= Despesas com Juros*(1-t) + Lucro Líquido/Ativo Total	Positiva
Market-to-Book	MBR	= Valor de Mercado da Companhia/Patrimônio Líquido	Positiva
Retorno de Ações	STR	=Pt/Pt-1 -1	Positiva

Fonte: preparado pelo autor.

O estudo dos indicadores financeiros tem sido objeto de avaliação afim de entender a performance das companhias em diversos mercados, o que justifica a correlação com as medidas de popularidade, conforme segue:

- a) **Retorno Sobre Patrimônio Líquido (ROE)** - A correlação do ROE com as medidas de popularidade dos CEOs deveria ser positiva em função de que a teoria de AHMED (2012), que avaliou que os CEOs se comportam de forma a influenciar a seu favor o comportamento dos gestores de finanças, tendem a postergar as medidas que afetam negativamente o lucro das companhias;
- b) **Retorno Sobre o Total do Ativo (ROA)** - O ROA deveria comportar-se similarmente ao ROE quanto às medidas de popularidade dos CEOs, em função das teorias de AHMED (2012) de que o excesso de confiança dos gestores afeta a independência quanto ao posicionamento das companhias em suas publicações contábil-financeiras;
- c) **Retorno de Ações (STR)** - Espera-se que a correlação entre os níveis de popularidade dos CEOs com o indicador de desempenho STR, deveria ser positiva, em função da teoria indicada por HIRSHLEIFER (2012). De acordo com esta teoria, o efeito do excesso de confiança dos executivos se observa pela supervalorização das expectativas de retorno dos projetos das companhias, representada no preço das ações negociadas;
- d) **Market-to-Book (MBR)** - Considerando que o MBR indica a relação entre o valor de mercado das companhias e o valor contábil do Patrimônio Líquido, espera-se correlação positiva entre o MBR e os indicadores de popularidade dos CEOs brasileiros, em função da indicação de CLOWES (2008) e FRYDMAN (2010) de que os *superstar* CEOs tem remuneração maior e muito desta remuneração advém de planos de ações, o que implica esforços para manter altos o valor destas ações.

4. RESULTADOS OBTIDOS

A respeito das variáveis independentes, pretende-se discutir e entender se ocorre o fenômeno estatístico de multicolinearidade, no qual as variáveis explicativas possuem relações lineares exatas ou aproximadamente exatas entre si, conforme referenciado por WILLIAM (2017) e apresentado na literatura econométrica por WOOLDRIDGE (2006). Neste sentido, foram executados testes de correlação para as variáveis independentes do modelo, utilizando-se da fórmula de *Pearson*⁵:

Equação 6 - Correlação Pearson

$$p = \frac{\sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x}) \cdot (y_i - \bar{y})}{\sqrt{\sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})^2} \cdot \sqrt{\sum_{i=1}^n (y_i - \bar{y})^2}} = \frac{\text{cov}(X, Y)}{\sqrt{\text{var}(X) \cdot \text{var}(Y)}}$$

onde x_1, x_2, \dots, x_n e y_1, y_2, \dots, y_n são os valores medidos e as equações a seguir representam as médias aritméticas de ambas variáveis.

Equação 7 - Média Eixo X

$$\bar{x} = \frac{1}{n} \cdot \sum_{i=1}^n x_i$$

e

Equação 8 - Média Eixo Y

$$\bar{y} = \frac{1}{n} \cdot \sum_{i=1}^n y_i$$

De certo que a análise de correlações entre duas variáveis indica que os valores deverão sempre estarem entre +1 e -1. Sendo que o sinal indica se há relação de correlação positiva ou negativa entre as variáveis analisadas. A proximidade com 100% ou 1 indica se o

⁵ Pearson Product Moment Correlation (PPMC) - Disponível em: <<http://search.ebscohost.com.sbxproxy.fgv.br/login.aspx?direct=true&db=bth&AN=131884131&lang=pt-br&site=ehost-live&scope=site>>. Acesso em: 10 mar. 2019.

nível de correlação encontrado é forte (geralmente para indicadores acima de 0,6) ou fraca (CHAVES, 2018). A mostra do estudo de correlação, efetuada a partir da análise dos registros quantitativos e qualitativos para CEOs e as companhias brasileiras listados no IBOVESPA no período 2013 - 2017, efetuou-se conforme apresentados na **Tabela 16**.

Tabela 16 – Matriz de Correlações

	ROE	ROA	MBR	STR	Popularidade	Remuneração	Tamanho	Idade
ROE	1							
ROA	0.78***	1						
MBR	0.49***	0.51***	1					
STR	-0.03	0	0.19***	1				
Popularidade	0.16***	0.09*	0.10*	0.07	1			
Remuneração	0.11**	0.04	0.33***	0.02	0.01	1		
Tamanho	0.01	-0.16***	-0.16***	0.01	0.25***	0.08	1	
Idade	0.09*	0	0.07	-0.01	0.01	0	0.17***	1
<i>Obs:</i>						* $p < 0,1$; ** $p < 0,05$; *** $p < 0,01$		

Fonte: preparado pelo autor.

Foram avaliadas, portanto, as relações esperadas que se construíram neste estudo, quanto aos efeitos de crescente popularidade dos CEOs brasileiros e os resultados obtidos quando efetuados os cálculos de correlações de variáveis dependentes e independentes para o mercado brasileiro, das ações do IBOVESPA no período 2013 – 2017 estão apresentados na **Tabela 17**.

Tabela 17 - Tabela de Análise de Correlações das variáveis de performance

Variáveis	Código	Correlação esperada sobre a Medida de Popularidade	Correlação Obtida com Medida de Popularidade	Classificação da Correlação
Retorno S/ Patrimônio Líquido	ROE	Positiva	Positiva	Fraca
Retorno Sobre o Total do Ativo	ROA	Positiva	Positiva	Fraca
Indicador Mercado vs. Registros Contábeis	MBR	Positiva	Positiva	Fraca
Retorno de Ações	STR	Positiva	Positiva	Fraca

Fonte: preparado pelo autor.

Após avaliação das correlações de variáveis do modelo, foram efetuados procedimentos de modelagem estatística para a obtenção de uma regressão linear múltipla que representasse significância estatística adequada para a explicação das variáveis de popularidade dos CEOs das companhias do IBOVESPA e como a popularidade destes profissionais afetavam (i) os resultados das companhias por eles dirigidas e/ou ainda (ii) os níveis de remuneração obtidos por esses profissionais conforme discutidos nas regressões conforme apresentado na **Tabela 18 - Performance versus Popularidade defasada do CEO**.

Tabela 18 - Performance versus Popularidade defasada do CEO

	Variável Dependente:			
	ROE (1)	ROA (2)	STR (3)	MBR (4)
Popularidade t-1	0,015** (0,007)	0,004** (0,002)	0,041 (0,028)	0,041 (0,030)
Tamanho da Empresa	0,285* (0,157)	0,034 (0,040)	-0,668*** (0,224)	-0,370** (0,156)
Idade do CEO	-0,301** (0,133)	-0,096*** (0,033)	0,025 (0,413)	-0,157 (0,300)
Efeito Fixo de Empresa	Sim	Sim	Sim	Sim
Efeito Fixo de Tempo	Sim	Sim	Sim	Sim
Efeito Fixo de Formação	Sim	Sim	Sim	Sim
Efeito Fixo de Instituição	Sim	Sim	Sim	Sim
Erros robustos <i>clusterizados</i> por grupo	Sim	Sim	Sim	Sim
Observações	291	291	291	291
R ²	0,207	0,166	0,345	0,313
R ² Ajustado	-0,198	-0,259	0,011	-0,037
Estatística F	2,180***	1,664**	4,397***	3,812***

Obs:

*p<0,1; **p<0,05; ***p<0,01

Fonte: Elaborado pelo autor

A **Tabela 18** tem como objetivo de apresentar as análises dos resultados de performance contábil-financeiros e econômico-financeiros defasados em relação a popularidade dos CEOs, afim de avaliar como a popularidade dos CEOs em um determinado período se relaciona com a performance de suas companhias no exercício imediatamente posterior. A popularidade defasada é, portanto, positiva e estatisticamente significativa para o ROE e ROA, podendo-se inferir que os CEOs mais populares, de fato, apresentam lucros maiores no período seguinte;

lucros estes que comparados ao patrimônio líquido e ativos das companhias representam maior rentabilidade. Não há, em contrapartida, significância estatística para os indicadores econômico-financeiros (STR e MRB). Não há também variações direcionais importantes comparativamente ao exercício efetuado na contemporaneidade quando obtidos os resultados com a defasagem de popularidade. Assim como anteriormente discutido, a **Tabela 18** apresenta resultados estatisticamente significantes para o tamanho das empresas na análise do ROE (relação positiva), e do STR e MBR (relação negativa), podendo-se manter a avaliação de que empresas maiores têm maiores resultados contábeis e menores resultados de mercado no período 2013-2017. A situação não é diferente no caso da modelagem estatística que trata da idade dos CEOs, quando avaliados os resultados com a defasagem de popularidade comparativamente aos resultados na contemporaneidade. Nas duas análises, empresas com CEOs mais velhos têm pior performance contábil (ROE e ROA). Diferentemente da análise apresentada na **Tabela 18**, os CEOs também tiveram sua popularidade analisada sem a defasagem de tempo, conforme apresentado na **Tabela 19 - Performance versus Popularidade do CEO**.

Tabela 19 - Performance versus Popularidade do CEO

	Variável Dependente:			
	ROE (1)	ROA (2)	STR (3)	MBR (4)
Popularidade	0,020* (0,010)	0,004 (0,003)	-0,001 (0,043)	0,017 (0,029)
Tamanho da Empresa	0,208* (0,126)	0,026 (0,034)	-0,436*** (0,124)	-0,242* (0,138)
Idade do CEO	-0,272** (0,118)	-0,077*** (0,029)	-0,037 (0,409)	-0,085 (0,287)
Efeito Fixo de Empresa	Sim	Sim	Sim	Sim
Efeito Fixo de Tempo	Sim	Sim	Sim	Sim
Efeito Fixo de Formação	Sim	Sim	Sim	Sim
Efeito Fixo de Instituição	Sim	Sim	Sim	Sim
Erros robustos <i>clusterizados</i> por grupo	Sim	Sim	Sim	Sim
Observações	371	371	364	371
R ²	0,206	0,158	0,310	0,267
R ² Ajustado	-0,100	-0,166	0,044	-0,016
Estatística F	2,889***	2,093***	4,910***	4,052***

Obs:

*p<0,1; **p<0,05; ***p<0,01

Fonte: Elaborado pelo autor

Quanto a informação analisada quando não há defasagem de popularidade, observa-se que o modelo apresentou uma relação positiva e estatisticamente significativa entre o ROE e a popularidade dos CEOs na contemporaneidade, ou seja, empresas de CEOs mais populares em um determinado período têm maior ROE. Os demais indicadores de performance não apresentaram significância estatística no modelo, o que implica que 3 dos 4 resultados de performance medidos para o período 2013-2017 não estão estatisticamente relacionados à popularidade dos CEOs.

A **Tabela 19** apresenta resultados estatisticamente significantes para o tamanho das empresas no ROE, STR e MBR, sendo que nos casos do STR e MRB a relação com o tamanho da empresa é negativa e estatisticamente significativa, enquanto que a relação com o ROE no período 2013-2017 foi positiva e estatisticamente significativa. Pode-se, portanto, inferir que empresas maiores são mais lucrativas, mas têm pior retorno de mercado no período de análise.

Finalmente, o modelo apresenta relação negativa e estatisticamente significativa entre os indicadores de performance contábil-financeiros (ROE e ROA) e a idade dos CEOs das empresas do IBOVESPA no período 2013-2017.

Assim, empresas com CEOs de maior idade tendem a apresentarem resultados contábil-financeiros menores comparativamente às empresas com CEOs mais jovens. Uma possível razão para estes resultados é que os CEOs de mais idade tendem a apresentar lucros menores por serem mais avessos a projetos de alto risco e, consequentemente, de maiores retornos.

Importante notar que foram desconsideradas observações na amostra que tenham apresentado resultados negativos no período, ou ainda aqueles resultados para os quais as companhias tiveram *tickers* transacionados separadamente (exemplo: ações preferenciais ou ordinárias), contudo, representando o mesmo grupo econômico e mesmos resultados contábil-financeiros.

Os CEOs também foram subdivididos em quartis, afim de avaliar qual o comportamento das variáveis de performance contábil-financeiras e econômico-financeiras, quando comparados aos grupos de CEOs mais e menos populares.

Neste sentido, os CEOs foram estatisticamente separados em quartis a partir de seu indicador de popularidade ($\ln(\text{google})$), sendo os mais populares estavam no quarto quartil (4Q) e os menos populares no primeiro quartil (1Q). Os resultados da regressão após a subdivisão estão apresentados na **Tabela 20 - Performance versus Dummies de**

Popularidade do CEO, que apresenta a relação contemporânea entre os grupos de CEOs e a performance.

Tabela 20 - Performance versus *Dummies* de Popularidade do CEO

	Variável Dependente:			
	ROE	ROA	STR	MBR
	(1)	(2)	(3)	(4)
Menor Popularidade	-0,038 (0,040)	-0,008 (0,009)	0,028 (0,120)	-0,110 (0,114)
Maior Popularidade	0,025 (0,035)	0,008 (0,008)	-0,094 (0,119)	-0,013 (0,104)
Tamanho da Empresa	0,216* (0,128)	0,027 (0,034)	-0,425*** (0,123)	-0,235* (0,135)
Idade do CEO	-0,257** (0,125)	-0,077** (0,031)	0,065 (0,382)	-0,042 (0,293)
Efeito Fixo de Empresa	Sim	Sim	Sim	Sim
Efeito Fixo de Tempo	Sim	Sim	Sim	Sim
Efeito Fixo de Formação	Sim	Sim	Sim	Sim
Efeito Fixo de Instituição	Sim	Sim	Sim	Sim
Erros robustos <i>clusterizados</i> por grupo	Sim	Sim	Sim	Sim
Observações	371	371	364	371
R ²	0,200	0,157	0,314	0,270
R ² Ajustado	-0,113	-0,173	0,045	-0,016
Estatística F	2,657***	1,975***	4,769***	3,932***

Obs:

*p<0,1; **p<0,05; ***p<0,01

Fonte: Elaborado pelo autor

Quando considerados os resultados da regressão linear múltipla para a performance dos CEOs, comparativamente às *dummies* de popularidade destes profissionais, subdividindo-os entre mais e menos populares, não foi observada significância estatística para nenhum dos grupos de CEOs, associados aos indicadores de performance, sejam os contábil-financeiros (ROE e ROA) ou os econômico-financeiros (STR e MBR). Este resultado é semelhante à análise na **Tabela 19**, onde foi considerado o nível contínuo de popularidade. Quanto às variáveis de controle (tamanho da empresa e idade do CEO), os resultados são semelhantes às análises anteriores. Quanto a idade dos CEOs, no modelo apresentado na **Tabela 20**, há

significância estatística negativa para os indicadores de performance contábil-financeiros (ROE e ROA).

A relação entre a popularidade dos CEOs e os retornos das companhias do IBOVESPA no período 2013-2017 também foram avaliados considerando desta vez as dummies de popularidade defasadas em um período. Os resultados da regressão estão apresentados na análise disposta na **Tabela 21 - Performance versus Dummies de Popularidade defasadas do CEO**.

Tabela 21 - Performance versus Dummies de Popularidade defasadas do CEO

	Variável Dependente:			
	ROE	ROA	STR	MBR
	(1)	(2)	(3)	(4)
Menor Popularidade t-1	-0,061** (0,029)	-0,015* (0,008)	0,043 (0,127)	-0,048 (0,120)
Maior Popularidade t-1	0,017 (0,025)	0,003 (0,007)	0,209 (0,127)	0,016 (0,121)
Tamanho da Empresa	0,278* (0,157)	0,032 (0,040)	-0,671*** (0,225)	-0,387** (0,157)
Idade do CEO	-0,305** (0,132)	-0,096*** (0,034)	0,041 (0,443)	-0,128 (0,311)
Efeito Fixo de Empresa	Sim	Sim	Sim	Sim
Efeito Fixo de Tempo	Sim	Sim	Sim	Sim
Efeito Fixo de Formação	Sim	Sim	Sim	Sim
Efeito Fixo de Instituição	Sim	Sim	Sim	Sim
Erros robustos <i>clusterizados</i> por grupo	Sim	Sim	Sim	Sim
Observações	291	291	291	291
R ²	0,210	0,165	0,351	0,305
R ² Ajustado	-0,200	-0,268	0,015	-0,055
Estatística F	2,113***	1,570*	4,306***	3,493***

Obs:

*p<0,1; **p<0,05; ***p<0,01

Fonte: Elaborado pelo autor

Assim como na análise da popularidade contínua, a análise com as *dummies* defasadas também indicam que empresas com CEOs mais populares têm maior lucratividade no período seguinte, já que o grupo de CEOs menos populares têm resultados contábil-financeiros (ROA e ROE) menores. Não há relação significativa entre a popularidade e os resultados de mercado.

As variáveis de controle (idade do CEO e tamanho da empresa) também levam à mesma conclusão que as análises anteriores.

Como observado até o momento, a popularidade dos CEOs correlaciona-se com a performance das companhias de alguma forma, principalmente quando ocorre a defasagem dos dados de popularidade. Com a intuito de aprofundar a avaliação da relação positiva entre a popularidade dos CEOs e a lucratividade, foi analisada a hipótese de que esta relação aconteça através da remuneração. Isto é, CEOs mais populares podem ter remuneração maior, e a remuneração maior funciona como um incentivo para gerar maiores resultados contábil-financeiros. Para tanto, o estudo prosseguiu a considerar como a popularidade dos executivos das empresas do IBOVESPA no período de análise se correlaciona com a remuneração dos CEOs no período seguinte, conforme a **Tabela 22 - Remuneração do CEO versus Popularidade e Performance**.

Tabela 22 - Remuneração do CEO versus Popularidade e Performance

	Variável Dependente:			
	Remuneração	Remuneração	Remuneração	Remuneração
	(1)	(2)	(3)	(4)
Popularidade t-1	0,218*** (0,064)	0,211*** (0,066)	0,204*** (0,068)	0,203*** (0,061)
ROE	0,150 (0,135)			
ROA		1,225** (0,469)		
STR			0,147 (0,091)	
MBR				0,246** (0,111)
Tamanho da Empresa	0,177 (0,111)	0,150 (0,104)	0,263* (0,133)	0,415*** (0,138)
Idade do CEO	-2,984 (2,128)	-3,000 (2,062)	-3,052 (2,124)	-4,204** (2,002)
Efeito Fixo de CEO	Sim	Sim	Sim	Sim
Efeito Fixo de Tempo	Sim	Sim	Sim	Sim
Erros robustos <i>clusterizados</i> por grupo	Sim	Sim	Sim	Sim
Observações	202	202	202	202
R ²	0,263	0,275	0,284	0,301
R ² Ajustado	-0,482	-0,457	-0,438	-0,406
Estatística F	5,095***	5,424***	5,676***	6,140***

Obs:

*p<0,1; **p<0,05; ***p<0,01

Fonte: Elaborado pelo autor

A regressão múltipla foi efetuada considerando como a popularidade dos CEOs defasada, juntamente com as medidas de performance, está relacionada com a remuneração dos executivos. Os resultados indicam que há uma relação positiva e estatisticamente significativa (a 1%) entre o indicador de popularidade e a remuneração, implicando que CEOs mais populares têm remuneração maior. Adicionalmente, a remuneração é positiva e estatisticamente significativa comparativamente aos indicadores ROA e MBR, representando uma medida contábil-financeira e outra econômico-financeira, respectivamente.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O trabalho avalia como a figura do CEO *superstar* afeta a competitividade das companhias brasileiras, e utilizou como referência estudo de MALMENDIER e TATE (2009) que tratou dos impactos de popularidade dos CEOs para o mercado norte-americano. A fundamentação teórica do trabalho avaliou como a relação dos executivos principais das companhias ocorre com a imprensa, além de entender que as medidas de popularidade são impulsionadas com o advento das mídias digitais e pelos fenômenos de erros de atribuição fundamental como indicado por JONES e NISBETT (1972), que impulsionam o fenômeno de aumento de popularidade dos CEOs até que estes atinjam o *status* social de celebridades.

Considerou-se inclusive, neste estudo, quais são as consequências para as organizações quanto ao crescente nível de popularidade de seus CEOs, incluindo para tanto a fundamentação teórica que trata de aspectos que referenciam que tipo de comportamentos esses profissionais tendem a manter para seu benefício próprio, em detrimento dos da organização. Dentre os principais aspectos foram elencados (i) os efeitos do excesso de confiança dos CEOs e os impactos no pacote de remuneração destes profissionais, incluindo uma breve avaliação do nível de independência dos comitês de remuneração; (ii) como o investimento em pesquisa e desenvolvimento ocorre nas companhias quando há nelas a figura do CEOs excessivamente confiante; (iii.) como os CEOs excessivamente confiantes, e possivelmente mais populares, tendem a envolverem-se em ações de gerenciamento de resultados através da influência que podem exercer sobre os preparadores das demonstrações contábeis das companhias e (iv.) qual é o papel do CEOs excessivamente confiante comparativamente à projeção de resultados das companhias e sua relação com o mercado.

As informações foram organizadas para que fossem avaliadas estatísticas descritivas quanto a amostra avaliada, cujos principais resultados para o período 2013-2017 foram os seguintes:

- a. A popularidade de todos os setores incrementou-se no período avaliado, contudo a distância entre os CEOs mais e menos populares reduziu-se em cerca de 20%;
- b. Em todos os períodos avaliados, cerca de 63% das companhias componentes da amostra estavam categorizadas no Novo Mercado na Bolsa de Valores - B3;
- c. Mais de 80% das companhias componentes do IBOVESPA nos quadrimestres estudados estão sediadas na região sudeste do Brasil;
- d. As mulheres são total minoria no período avaliado, sendo que em 2017 havia somente uma mulher na posição de CEO para as empresas componentes do IBOVESPA, apesar de crescente evolução percentual de formandos em nível superior observado no Brasil;
- e. Os CEOs apresentaram, na média, idade de aproximadamente 51 anos durante todos os períodos avaliados, sendo o setor de *Telecomunicações* o que apresentou médias de idade maiores e o de *Saúde* o que apresentou, na média, os CEOs mais jovens;
- f. Aproximadamente 4.7 em cada 10 CEOs tem formação acadêmica em Engenharia, seguidos por Administradores que representam aproximadamente 3 em cada 10 profissionais;
- g. A remuneração média dos CEOs foi de aproximadamente BRL 8,9 milhões anuais e BRL 9,9 milhões, para os grupos de CEOs mais e menos populares, respectivamente.

Observou-se fundamentalmente que a popularidade dos CEOs aumentou no período avaliado, o que direcionou o trabalho a executar cinco regressões para avaliar se houve significância estatística entre a popularidade e as variáveis de performance das companhias no período. Os modelos de regressão propostos apresentaram que no caso de comparar as variáveis de performance financeiras das companhias de forma contemporânea, somente o ROE apresentou relação positiva e estatisticamente significativa com a popularidade dos CEOs, o que nos leva a inferir que empresas de CEOs mais populares têm maior ROE, sendo que os demais indicadores não apresentaram significância estatística. O tamanho das empresas também representa maior lucro, contudo, pior rentabilidade quando avaliados os indicadores STR e MBR. Adicionalmente, é razoável inferir que CEOs mais jovens tendem a apresentarem resultados contábil-financeiros melhores que CEOs de mais idade.

Quando os dados de popularidade foram defasados em relação às medidas de performance, considerou-se que a popularidade dos CEOs em um determinado período, se relaciona mais diretamente com os resultados das companhias no período seguinte. Desta forma, os resultados da popularidade defasada mostraram-se positiva e estatisticamente significantes para ROA e ROE, podendo inferir que de fato CEOs mais populares apresentam lucros maiores para as companhias, nos períodos seguintes. Em contrapartida, o modelo não apresentou significância estatística para os indicadores econômico-financeiros (STR e MBR).

Quando ajustamos o modelo, fazendo a análise das variáveis de popularidade dos CEOs, distribuídas entre os grupos dos CEOs mais e menos populares (*dummies* de popularidade), a modelagem estatística demonstrou que a popularidade dos CEOs se correlaciona de alguma forma com a performance das companhias do IBOVESPA no período 2013-2017, principalmente quando ocorre o deslocamento de popularidade para os resultados do exercício imediatamente posterior, esses resultados são de alguma forma aderentes aos preconizados por MALMENDIER e TATE (2009).

Finalmente, ante aos resultados estatísticos apresentados quando comparadas as medidas de performance com as de popularidade dos CEOs, incluindo controles de tamanho da empresa, idade do CEO, além de outras variáveis no modelo, decidiu-se aprofundar a avaliação da relação positiva observada entre a popularidade dos CEOs e a lucratividade das empresas do IBOVESPA no período 2013-2017. A regressão da popularidade com o deslocamento de tempo, comparativamente a remuneração dos executivos, apresentou relação positiva e estatisticamente significativa ($p < 0,01$) entre o indicador de popularidade e remuneração, implicando que os CEOs mais populares têm maior remuneração, o que nos leva a inferir que a popularidade dos CEOs, incrementa seu poder de influência organizacional a ponto de que a remuneração destes profissionais seja mais correlacionada ao seu *status* que aos resultados apresentados por suas companhias, conforme a teoria de BEBCHUK (2006).

É possível que estudos posteriores sejam efetuados com o intuito de continuar testando as evidências indicadas por MALMENDIER e TATE (2009), quanto aos efeitos de popularidade dos CEOs para o mercado brasileiro, e compreender em que proporção a popularidade, resultados e demais variáveis afetam a remuneração dos CEOs no país.

6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Agrela, Lucas. Revista Exame. 20 de Junho de 2017. <https://exame.abril.com.br/tecnologia/os-50-sites-mais-acessados-do-brasil-e-do-mundo/>, acessado em 09 de Março de 2019. (acesso em 19 de Março de 2019).

AHMED, A. S.; DUELLMAN, S. Managerial Overconfidence and Accounting Conservatism. **Journal of Accounting Research**, [s. l.], v. 51, n. 1, p. 1–30, 2013. Disponível em: <<http://search.ebscohost.com.sbxproxy.fgv.br/login.aspx?direct=true&db=bth&AN=84763707&lang=pt-br&site=ehost-live&scope=site>>. Acesso em: 23 mar. 2019.

ARAÚJO HENDERSON, P.; DE ARAÚJO FERREIRA, M. A.; SOUZA DUTRA, J. As Barreiras Para a Ascensão Da Mulher a Posições Hierárquicas: Um Estudo Sob a Óptica Da Gestão Da Diversidade No Brasil. **Brazilian Journal of Management / Revista de Administração da UFSM**, [s. l.], v. 9, n. 4, p. 489–505, 2016. Disponível em: <<http://search.ebscohost.com.sbxproxy.fgv.br/login.aspx?direct=true&db=bth&AN=118892518&lang=pt-br&site=ehost-live&scope=site>>. Acesso em: 10 mar. 2019.

AURELIANO-SILVA, L. et al. O Efeito da Marca na Avaliação de Propagandas Endossadas por Celebidades: um Estudo Experimental. **Brazilian Business Review (Portuguese Edition)**, [s. l.], v. 12, n. 4, p. 62–83, 2015. Disponível em: <<http://search.ebscohost.com.sbxproxy.fgv.br/login.aspx?direct=true&db=bth&AN=108416060&lang=pt-br&site=ehost-live&scope=site>>. Acesso em: 10 abr. 2019.

BANERJEE, S. et al. Executive Overconfidence and Securities Class Actions. **Journal of Financial & Quantitative Analysis**, [s. l.], v. 53, n. 6, p. 2685–2719, 2018. Disponível em: <<http://search.ebscohost.com.sbxproxy.fgv.br/login.aspx?direct=true&db=bth&AN=133601594&lang=pt-br&site=ehost-live&scope=site>>. Acesso em: 10 abr. 2019.

BEBCHUK, L. A.; FRIED, J. M. Pay without Performance: Overview of the issues. **Academy of Management Perspectives**, [s. l.], v. 20, n. 1, p. 5–24, 2006. Disponível em:

<<http://search.ebscohost.com.sbxproxy.fgv.br/login.aspx?direct=true&db=bth&AN=19873407&lang=pt-br&site=ehost-live&scope=site>>. Acesso em: 29 jun. 2019

BILAL, D. Ranking, relevance judgment, and precision of information retrieval on children's queries: Evaluation of Google, Yahoo!, Bing, Yahoo! Kids, and ask Kids. **Journal of the American Society for Information Science & Technology**, [s. l.], v. 63, n. 9, p. 1879–1896, 2012. Disponível em:

<<http://search.ebscohost.com.sbxproxy.fgv.br/login.aspx?direct=true&db=bth&AN=79122273&lang=pt-br&site=ehost-live&scope=site>>. Acesso em: 10 abr. 2019.

BREALEY, R. A.; MYERS, S. C.; ALLEN, F. **Principles of corporate financ.** [s.l.] : New York: Irwin/McGraw-Hill, 2011., 2011. Disponível em: <<https://search.ebscohost.com.sbxproxy.fgv.br/login.aspx?direct=true&db=cat03468a&AN=bmhsrj.000130822&lang=pt-br&site=eds-live>>. Acesso em: 3 abr. 2019.

CARVALHO CORREA DE ARAÚJO, E. et al. Corrupção E Valor De Mercado: Os Efeitos Da Operação Lava Jato Sobre O Mercado De Ações No Brasil. **Revista Catarinense da Ciência Contábil**, [s. l.], v. 17, n. 51, p. 41–58, 2018. Disponível em: <<http://search.ebscohost.com.sbxproxy.fgv.br/login.aspx?direct=true&db=bth&AN=131223597&lang=pt-br&site=ehost-live&scope=site>>. Acesso em: 13 abr. 2019.

CHAVES COSTA, H.; DA SILVA PORTO JUNIOR, S.; RAUTER MENEZES, G. Um Estudo Empírico da Dinâmica da Correlação do Retorno das Ações do Brasil. **Revista Brasileira de Finanças**, [s. l.], v. 16, n. 4, p. 636–667, 2018. Disponível em: <<http://search.ebscohost.com.sbxproxy.fgv.br/login.aspx?direct=true&db=bth&AN=134819094&lang=pt-br&site=ehost-live&scope=site>>. Acesso em: 10 mar. 2019.

CLOWES, M. Superstar pay, performance. **Pensions & Investments**, [s. l.], v. 36, n. 15, p. 10, 2008. Disponível em: <<http://search.ebscohost.com.sbxproxy.fgv.br/login.aspx?direct=true&db=bth&AN=34037744&lang=pt-br&site=ehost-live&scope=site>>. Acesso em: 10 abr. 2019.

DA SILVA, W. A. M. et al. O Efeito Do Capm Em Relação Ao Retorno Das Ações Das Empresas Listadas No Novo Mercado Do Bm&Fbovespa. **Revista de Gestão, Finanças E Contabilidade**, [s. l.], v. 7, n. 3, p. 299–313, 2017. Disponível em: <<http://search.ebscohost.com.sbprouxy.fgv.br/login.aspx?direct=true&db=bth&AN=126800891&lang=pt-br&site=ehost-live&scope=site>>. Acesso em: 5 abr. 2019.

DE ARAUJO NETO, L. M. et al. Efeito Manada No Mercado De Capitais: Um Estudo Com Gerentes De Bancos Públicos Do Distrito Federal. **RACE- Revista de Administração, Contabilidade e Economia**, [s. l.], v. 15, n. 2, p. 601–619, 2016. Disponível em: <<http://search.ebscohost.com.sbprouxy.fgv.br/login.aspx?direct=true&db=bth&AN=117686126&lang=pt-br&site=ehost-live&scope=site>>. Acesso em: 10 abr. 2019.

DE CARVALHO, F. P. et al. Desempenho Setorial De Empresas Brasileiras: Um Estudo Sob a Ótica Do Roe, Q De Tobin E Market to Book. **Revista de Gestão, Finanças E Contabilidade**, [s. l.], v. 7, n. 1, p. 149–163, 2017. Disponível em: <<http://search.ebscohost.com.sbprouxy.fgv.br/login.aspx?direct=true&db=bth&AN=124330532&lang=pt-br&site=ehost-live&scope=site>>. Acesso em: 19 jan. 2019.

ETTER, M.; RAVASI, D.; COLLEONI, E. Social Media and the Formation of Organizational Reputation. **Academy of Management Review**, [s. l.], v. 44, n. 1, p. 28–52, 2019. Disponível em: <<http://search.ebscohost.com.sbprouxy.fgv.br/login.aspx?direct=true&db=bth&AN=133577726&lang=pt-br&site=ehost-live&scope=site>>. Acesso em: 8 maio. 2019.

FERREIRA, José Maurício Bacellar. **Mídias digitais, viralização e reputação corporativa: a percepção de executivos de agências de mídias digitais**. Dissertação (Mestrado em Gestão Empresarial) - FGV - Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, 2015.

FRYDMAN, C.; SAKS, R. E. Executive Compensation: A New View from a Long-Term Perspective, 1936–2005. **Review of Financial Studies**, [s. l.], v. 23, n. 5, p. 2099–2138, 2010. Disponível em:

<<http://search.ebscohost.com.sbxproxy.fgv.br/login.aspx?direct=true&db=bth&AN=49779653&lang=pt-br&site=ehost-live&scope=site>>. Acesso em: 8 maio. 2019.

GOEL, A. M.; THAKOR, A. V. Overconfidence, CEO Selection, and Corporate Governance. **Journal of Finance**, [s. l.], v. 63, n. 6, p. 2737–2784, 2008. Disponível em: <<http://search.ebscohost.com.sbxproxy.fgv.br/login.aspx?direct=true&db=bth&AN=35175879&lang=pt-br&site=ehost-live&scope=site>>. Acesso em: 23 mar. 2019.

HRIBAR, P.; HOLLY YANG. CEO Overconfidence and Management Forecasting. **Contemporary Accounting Research**, [s. l.], v. 33, n. 1, p. 204–227, 2016. Disponível em: <<http://search.ebscohost.com.sbxproxy.fgv.br/login.aspx?direct=true&db=bth&AN=113895139&lang=pt-br&site=ehost-live&scope=site>>. Acesso em: 23 mar. 2019.

HIRSHLEIFER, D.; LOW, A.; TEOH, S. H. Are Overconfident CEOs Better Innovators? **Journal of Finance**, [s. l.], v. 67, n. 4, p. 1457–1498, 2012. Disponível em: <<http://search.ebscohost.com.sbxproxy.fgv.br/login.aspx?direct=true&db=bth&AN=77908241&lang=pt-br&site=ehost-live&scope=site>>. Acesso em: 23 mar. 2019.

HAYWARD, M. L. A.; RINDOVA, V. P.; POLLOCK, T. G. Believing One's Own Press: The Causes and Consequences of CEO Celebrity. **Strategic Management Journal**, [s. l.], v. 25, n. 7, p. 637–653, 2004. Disponível em: <<http://search.ebscohost.com.sbxproxy.fgv.br/login.aspx?direct=true&db=bth&AN=13425150&lang=pt-br&site=ehost-live&scope=site>>. Acesso em: 10 abr. 2019.

LOVELACE, J. B. et al. The Shackles Of CEO Celebrity: Sociocognitive and Behavioral Role Constraints on “Star” Leaders. **Academy of Management Review**, [s. l.], v. 43, n. 3, p. 419–444, 2018. Disponível em:

<<http://search.ebscohost.com.sbxproxy.fgv.br/login.aspx?direct=true&db=bth&AN=130237914&lang=pt-br&site=ehost-live&scope=site>>. Acesso em: 24 fev. 2019

MALMENDIER, U.; TATE, G. SUPERSTAR CEO's. **Quarterly Journal of Economics**, [s. l.], v. 124, n. 4, p. 1593–1638, 2009. Disponível em: <<http://search.ebscohost.com.sbxproxy.fgv.br/login.aspx?direct=true&db=bth&AN=45306084&lang=pt-br&site=ehost-live&scope=site>>. Acesso em: 10 abr. 2019.

MALMENDIER, U.; TATE, G. Behavioral CEOs: The Role of Managerial Overconfidence†. **Journal of Economic Perspectives**, [s. l.], v. 29, n. 4, p. 37–60, 2015. Disponível em: <<http://search.ebscohost.com.sbxproxy.fgv.br/login.aspx?direct=true&db=bth&AN=110755190&lang=pt-br&site=ehost-live&scope=site>>. Acesso em: 23 mar. 2019.

MORELLEC, E.; NIKOLOV, B.; SCHÜRHOFF, N. Agency Conflicts around the World. **Review of Financial Studies**, [s. l.], v. 31, n. 11, p. 4232–4287, 2018. Disponível em: <<http://search.ebscohost.com.sbxproxy.fgv.br/login.aspx?direct=true&db=bth&AN=132573824&lang=pt-br&site=ehost-live&scope=site>>. Acesso em: 10 abr. 2019.

MOSIMANN, Clara Pellegrinello & FISH, Sílvia. **Controladoria: seu Papel na Administração de Empresas**, 2. ed., São Paulo: Atlas, 1999.

NACIF, S. S.; SANTOS, E. S. Disclosure level and compliance with IAS 37 : is there any residual legal tradition effect among companies cross-listed in the U.S.? [s.l.] : 2018., 2018. Disponível em: <<https://search.ebscohost.com.sbxproxy.fgv.br/login.aspx?direct=true&db=cat03467a&AN=bkabsp.000095100&lang=pt-br&site=eds-live>>. Acesso em: 3 abr. 2019.

Mercês, Willians Jesus das. **O IMPACTO DA CONFIANÇA NA ESCOLHA DA ESTRUTURA DE CAPITAL DAS EMPRESAS BRASILEIRAS**. DISSERTAÇÃO, SÃO PAULO: DISSERTAÇÃO (MESTRADO PROFISSIONAL EM ADMINISTRAÇÃO) FECAP - FUNDAÇÃO ESCOLA DE COMÉRCIO ALVARES PENTEADO, 2017.

OMLINSON, E. C.; MAYER, R. C. The Role of Causal Attribution Dimensions in Trust Repair. **Academy of Management Review**, [s. l.], v. 34, n. 1, p. 85–104, 2009. Disponível em:

<<http://search.ebscohost.com.sbxproxy.fgv.br/login.aspx?direct=true&db=bth&AN=35713291&lang=pt-br&site=ehost-live&scope=site>>. Acesso em: 24 fev. 2019.

OTTO, C. A. CEO optimism and incentive compensation. **Journal of Financial Economics**, [s. l.], v. 114, n. 2, p. 366–404, 2014. Disponível em: <<http://search.ebscohost.com.sbxproxy.fgv.br/login.aspx?direct=true&db=bth&AN=98481414&lang=pt-br&site=ehost-live&scope=site>>. Acesso em: 23 mar. 2019.

PARENTE, T. C.; LUCAS, A. C.; CORDEIRO, R. A. Contemporary Slavery in Brazil: What Have Companies (Not) Done to Prevent It? **Revista de Administração Mackenzie**, [s. l.], v. 18, n. 4, p. 39–64, 2017. Disponível em: <<http://search.ebscohost.com.sbxproxy.fgv.br/login.aspx?direct=true&db=bth&AN=131239034&lang=pt-br&site=ehost-live&scope=site>>. Acesso em: 8 maio. 2019

PONTE, V. M. R. et al. Análise Das Práticas De Evidenciação De Informações Obrigatórias, Não-Obrigatórias E Avançadas Nas Demonstrações Contábeis Das Sociedades Anônimas No Brasil: Um Estudo Comparativo Dos Exercícios De 2002 E 2005. **Revista Contabilidade & Finanças - USP**, [s. l.], n. 45, p. 50–62, 2007. Disponível em: <<http://search.ebscohost.com.sbxproxy.fgv.br/login.aspx?direct=true&db=bth&AN=28795259&lang=pt-br&site=ehost-live&scope=site>>. Acesso em: 16 jun. 2019

QUEVEDO SILVA, F.; DE OLIVEIRA LIMA FILHO, D.; FREIRE, O. A Influência Da Consciência Ambiental E Das Atitudes Em Relação Ao Consumo Sustentável Na Intenç_ O De Compra De Carne Bovina. **Brazilian Journal of Management / Revista de Administração da UFSM**, [s. l.], v. 8, n. 3, p. 463–481, 2015. Disponível em: <<http://search.ebscohost.com.sbxproxy.fgv.br/login.aspx?direct=true&db=bth&AN=112058672&lang=pt-br&site=ehost-live&scope=site>>. Acesso em: 1 maio. 2019.

QI, B. et al. Does internal control over financial reporting really alleviate agency conflicts? **Accounting & Finance**, [s. l.], v. 57, n. 4, p. 1101–1125, 2017. Disponível em: <<http://search.ebscohost.com.sbxproxy.fgv.br/login.aspx?direct=true&db=bth&AN=126836061&lang=pt-br&site=ehost-live&scope=site>>. Acesso em: 10 abr. 2019.

WEINER B. (1986) **An Attributional Theory of Achievement Motivation and Emotion. In: An Attributional Theory of Motivation and Emotion.** SSSP Springer Series in Social Psychology. Springer, New York, NY

WESTPHAL, J. D. et al. Helping Other CEOs Avoid Bad Press: Social Exchange and Impression Management Support among CEOs in Communications with Journalists. **Administrative Science Quarterly**, [s. l.], v. 57, n. 2, p. 217–268, 2012. Disponível em: <<http://search.ebscohost.com.sbxproxy.fgv.br/login.aspx?direct=true&db=bth&AN=78275974&lang=pt-br&site=ehost-live&scope=site>>. Acesso em: 10 abr. 2019.

WOOD JR., T.; DE PAULA, A. P. P. Pop-Management Literature: Popular Business Press and Management Culture in Brazil. (cover story). **Canadian Journal of Administrative Sciences (Canadian Journal of Administrative Sciences)**, [s. l.], v. 25, n. 3, p. 185–200, 2008. Disponível em: <<http://search.ebscohost.com.sbxproxy.fgv.br/login.aspx?direct=true&db=bth&AN=35062965&lang=pt-br&site=ehost-live&scope=site>>. Acesso em: 10 abr. 2019.

WOOLDRIGE, J M. **Introdução à econometria:** uma abordagem moderna. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2006.

7. ANEXOS

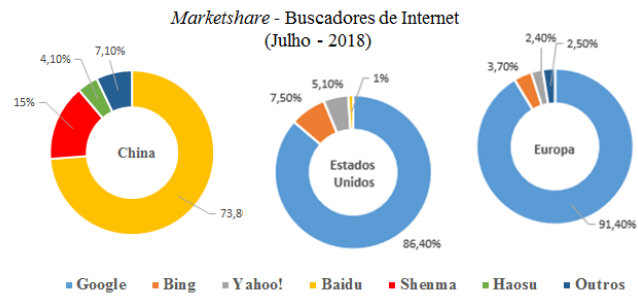


Figura 1 - Utilização do Google – Adaptado de Statista (Julho/2018)

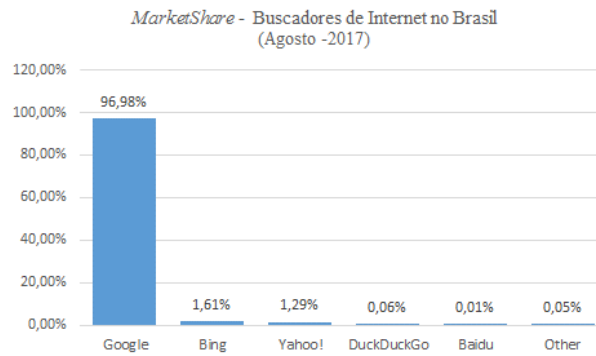


Figura 2 - Marketshare dos buscadores de internet– Adaptado de STATISTA

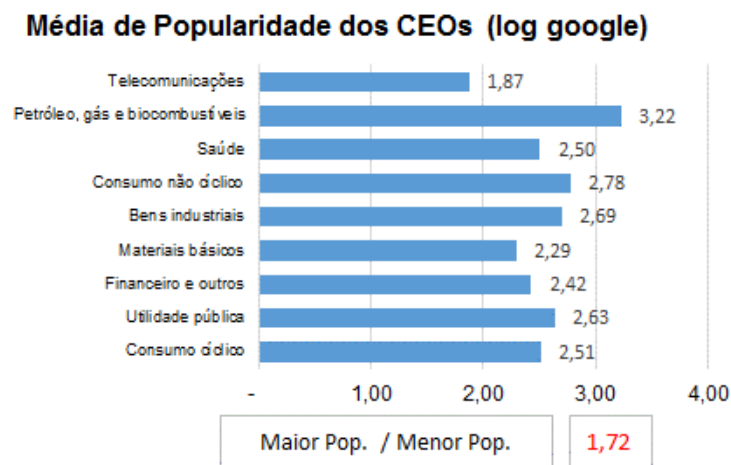


Figura 3 - Média de popularidade dos CEOs - 2013

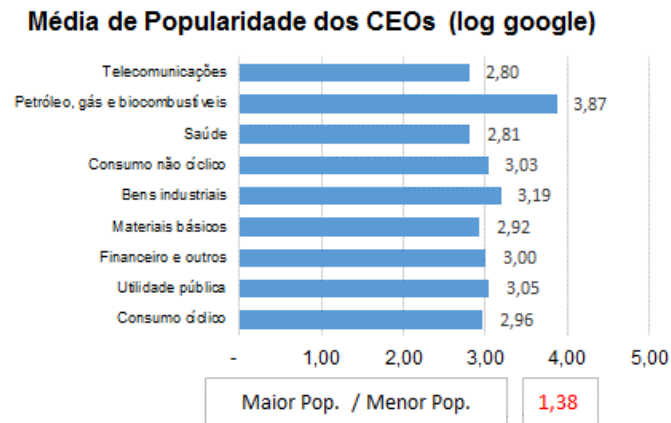


Figura 4 - Média de popularidade dos CEOs - 2017

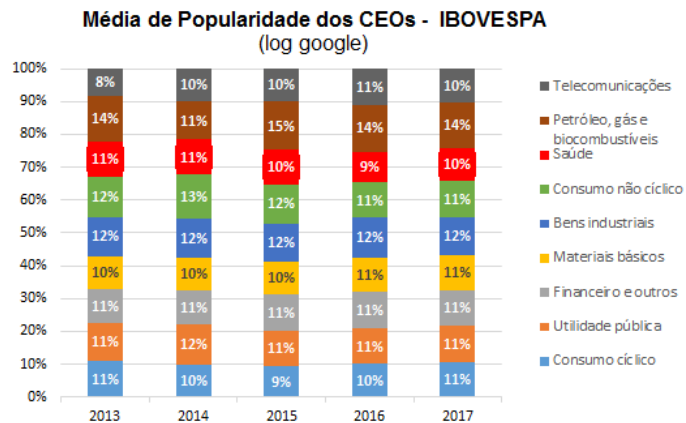


Figura 5 - Média de Popularidade dos CEOs - IBOVESPA (2013 - 2017)

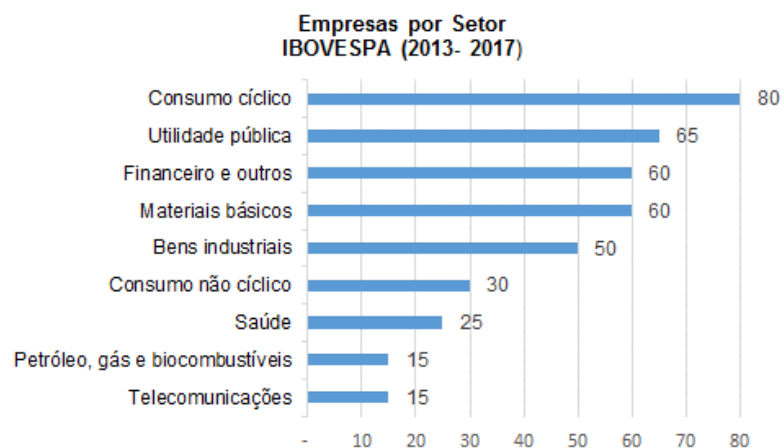


Figura 6 - Empresas IBOVESPA - por Setor

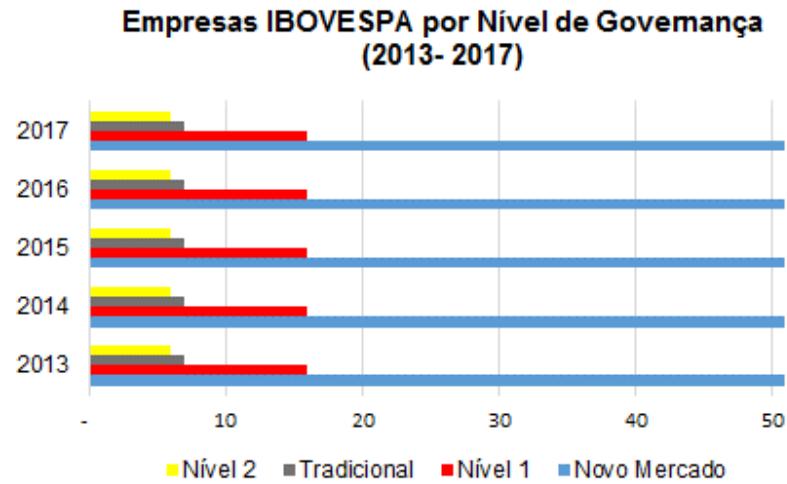


Figura 7 - Empresas IBOVESPA - Nível de Governança

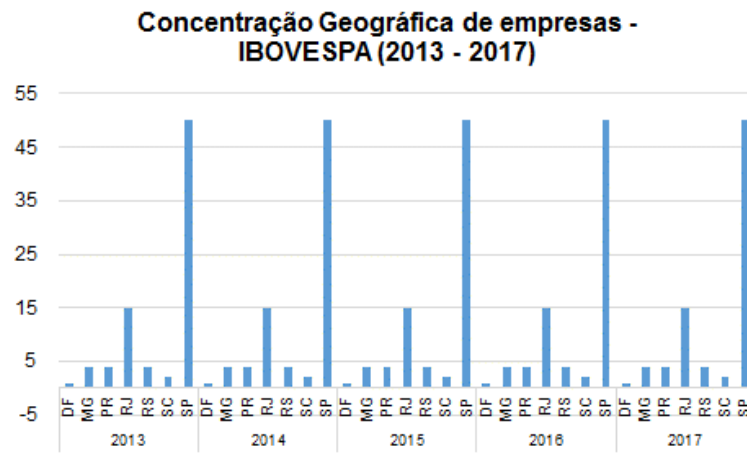


Figura 8 – Empresas IBOVESPA - Concentração Geográfica

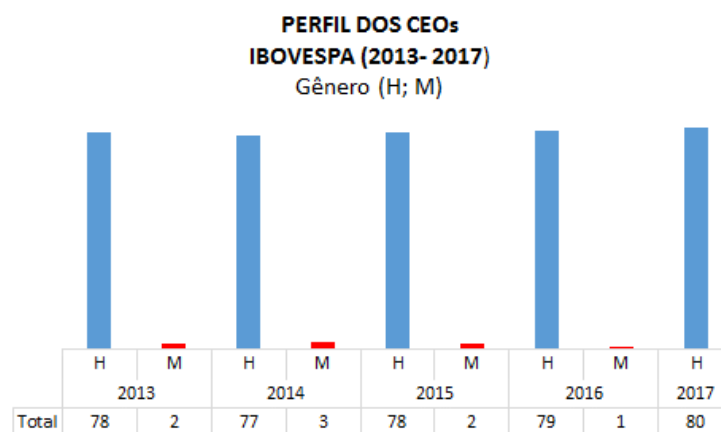


Figura 9 - Gênero dos CEOs – IBOVESPA

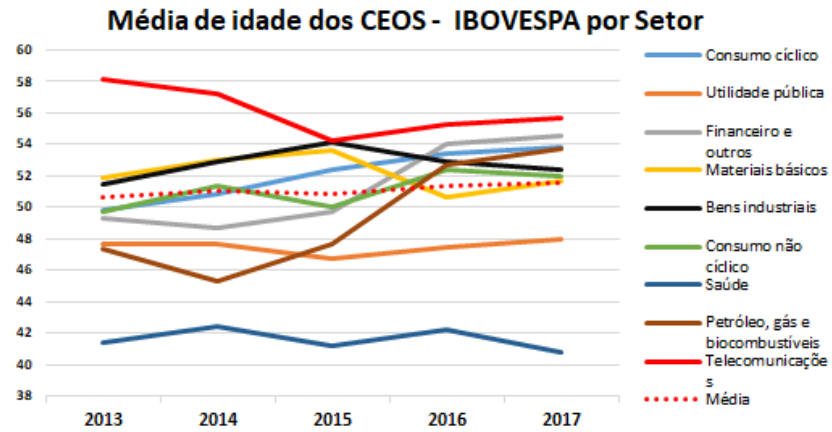


Figura 10 – Média de idade dos CEOs - IBOVESPA

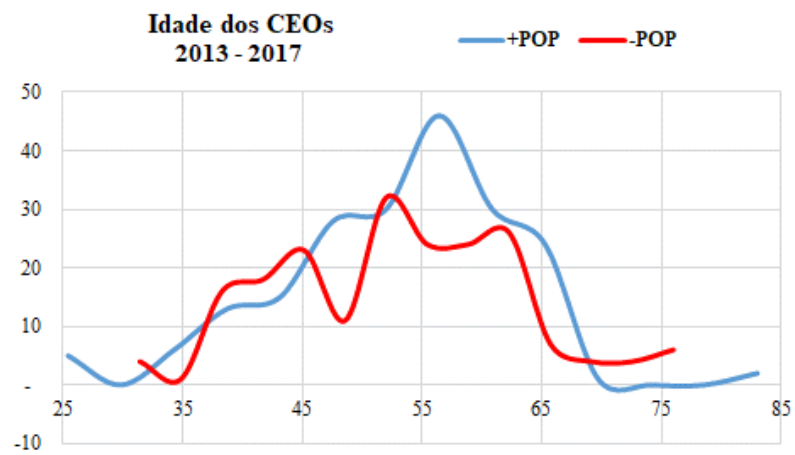


Figura 11 – Idade dos CEOs (+POP, -POP)

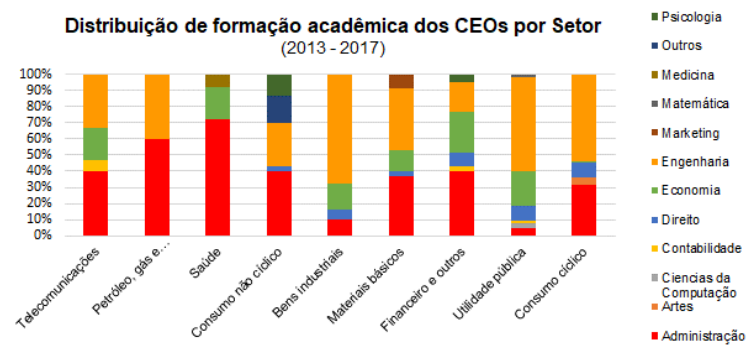


Figura 12 - Formação acadêmica dos CEOs IBOVESPA por Setor

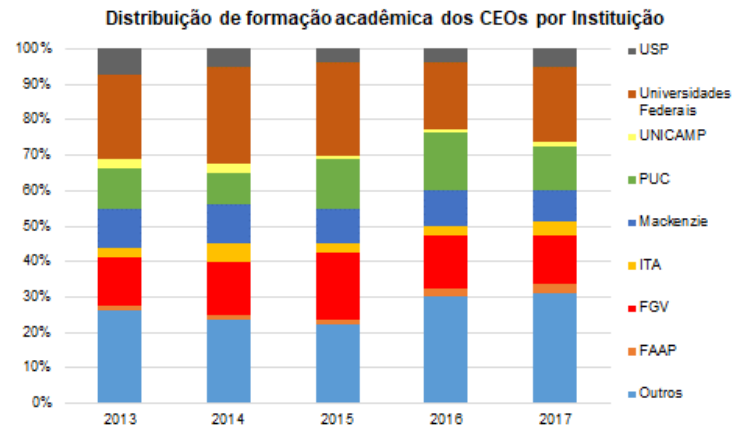


Figura 13 - Formação Acadêmica dos CEOs IBOVESPA por Instituição

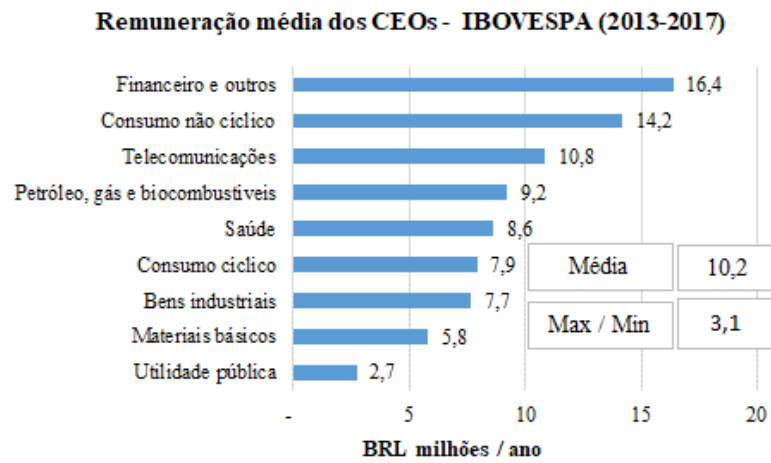


Figura 14 - Remuneração média dos CEOs - IBOVESPA

Tabela 23 - Companhias do IBOVESPA no período 2013-2017 em todos os quadrimestres - mantidas para o estudo.

Código	Nome	Estado	Cidade	Segmento (B3)	Setor
ABEV	AMBEV S.A.	SP	SÃO PAULO	Tradicional	Consumo não cíclico
ALLL	RUMO S.A.	PR	CURITIBA	Novo Mercado	Bens industriais
B3SA	B3 - Brasil, Bolsa, Balcão	SP	SÃO PAULO	Novo Mercado	Financeiro e outros
BBAS	BANCO DO BRASIL S.A.	DF	BRASÍLIA	Novo Mercado	Financeiro e outros
BBDC	BANCO BRADESCO S.A.	SP	SÃO PAULO	Nível 1	Financeiro e outros
BBSE	BB SEGURIDADE PARTICIPAÇÕES S.A.	SP	SÃO PAULO	Novo Mercado	Financeiro e outros
BRAP	BRADESPAR	SP	SÃO PAULO	Nível 1	Materiais básicos
BRFS	BRF S.A.	SP	SÃO PAULO	Novo Mercado	Consumo não cíclico
BRKM	BRASKEM S.A.	SP	SÃO PAULO	Nível 1	Materiais básicos
BRML	BR MALLS PARTICIPAÇÕES S.A.	RJ	RIO DE JANEIRO	Novo Mercado	Financeiro e outros
BRPR	BR PROPERTIES S.A.	SP	SÃO PAULO	Novo Mercado	Financeiro e outros
BTOW	B2W - COMPANHIA DIGITAL	RJ	RIO DE JANEIRO	Novo Mercado	Consumo cíclico
CCRO	CCR S.A.	SP	SÃO PAULO	Novo Mercado	Bens industriais
CESP	CESP - COMPANHIA ENERGÉTICA DE SÃO PAULO	SP	SÃO PAULO	Nível 1	Utilidade pública
CIEL	CIELO S.A.	SP	BARUERI	Novo Mercado	Financeiro e outros
CMIG	CIA ENERG MINAS GERAIS - CEMIG	MG	BELO HORIZONTE	Nível 1	Utilidade pública
CPFE	CPFL ENERGIA SA	SP	CAMPINAS	Novo Mercado	Utilidade pública
CPLE	COMPANHIA PARANAENSE DE ENERGIA	PR	CURITIBA	Nível 1	Utilidade pública
CSAN	COSAN SA INDUSTRIA E COMERCIO	SP	SÃO PAULO	Novo Mercado	Petróleo, gás e biocombustíveis
CSNA	CIA SIDERURGICA NACIONAL	SP	SÃO PAULO	Tradicional	Materiais básicos
CVCB	CVC BRASIL OPERADORA E AGÊNCIA DE VIAGENS SA	SP	SANTO ANDRÉ	Novo Mercado	Consumo cíclico
CYRE	CYRELA BRAZIL REALTY SA EMPRS	SP	SÃO PAULO	Novo Mercado	Consumo cíclico

E PARTS					
DASA	DIAGNOSTICOS DA AMERICA SA	SP	BARUERI	Tradicional	Saúde
DTEX	DURATEX S.A.	SP	SÃO PAULO	Novo Mercado	Materiais básicos
ECOR	ECORODOVIAS INFRAESTRUTURA E LOGÍSTICA S.A.	SP	SÃO PAULO	Novo Mercado	Bens industriais
EGIE	ENGIE BRASIL ENERGIA S.A.	SC	FLORIANÓPOLIS	Novo Mercado	Utilidade pública
ELET	CENTRAIS ELETRICAS BRASILEIRAS SA	RJ	RIO DE JANEIRO	Nível 1	Utilidade pública
ELPL	ELETROPAULO METROPOLITANA EL.S.PAULO S.A	SP	SÃO PAULO	Novo Mercado	Utilidade pública
EMBR	EMBRAER S.A.	SP	SÃO JOSÉ DOS CAMPOS	Novo Mercado	Bens industriais
ENBR	EDP ENERGIAS DO BRASIL	SP	SÃO PAULO	Novo Mercado	Utilidade pública
EQTL	EQUATORIAL ENERGIA	RJ	RIO DE JANEIRO	Novo Mercado	Utilidade pública
ESTC	ESTACIO PARTICIPAÇÕES SA	RJ	RIO DE JANEIRO	Novo Mercado	Consumo cíclico
EVEN	EVEN CONSTRUTORA E INCORPORADORA	SP	SÃO PAULO	Novo Mercado	Consumo cíclico
FIBR	FIBRIA CELULOSE S.A.	SP	SÃO PAULO	Novo Mercado	Materiais básicos
FLRY	FLEURY SA	SP	SÃO PAULO	Novo Mercado	Saúde
GFSA	GAFISA SA	SP	SÃO PAULO	Novo Mercado	Consumo cíclico
GGBR	GERDAU S.A.	RS	PORTO ALEGRE	Nível 1	Materiais básicos
GOAU	GERDAU S.A.	RS	PORTO ALEGRE	Nível 1	Materiais básicos
GOLL	GOL LINHAS AEREAS INTELIGENTES SA	SP	SÃO PAULO	Nível 2	Bens industriais
HGTX	CIA HERING	SP	SÃO PAULO	Novo Mercado	Consumo cíclico
HYPE	HYPERA	SP	SÃO PAULO	Novo Mercado	Saúde
IGTA	IGUATEMI EMPRESA DE SHOPPING CENTERS	SP	SÃO PAULO	Novo Mercado	Financeiro e outros
ITSA	ITAÚSA - INVESTIMENTOS ITAÚ S.A.	SP	SÃO PAULO	Nível 1	Financeiro e outros

ITUB	ITAÚ UNIBANCO HOLDING S.A.	SP	SÃO PAULO	Nível 1	Financeiro e outros
JBSS	JBS SA	SP	SÃO PAULO	Novo Mercado	Consumo não cíclico
KLBN	KLABIN S.A.	SP	SÃO PAULO	Nível 2	Materiais básicos
KROT	KROTON EDUCACIONAL S.A.	SP	SÃO PAULO	Novo Mercado	Consumo cíclico
LAME	LOJAS AMERICANAS SA	RJ	RIO DE JANEIRO	Nível 1	Consumo cíclico
LIGT	LIGHT SA	RJ	RIO DE JANEIRO	Novo Mercado	Utilidade pública
LREN	LOJAS RENNER SA	RS	PORTO ALEGRE	Novo Mercado	Consumo cíclico
MGLU	MAGAZINE LUIZA SA	SP	SÃO PAULO	Novo Mercado	Consumo cíclico
MMXM	MMX MINERAÇÃO E METÁLICOS S.A. - EM RECUPERAÇÃO JUDICIAL	RJ	RIO DE JANEIRO	Novo Mercado	Materiais básicos
MRFG	MARFRIG GLOBAL FOODS SA	SP	SÃO PAULO	Novo Mercado	Consumo não cíclico
MRVE	MRV ENGENHARIA E PARTICIPAÇÕES	MG	BELO HORIZONTE	Novo Mercado	Consumo cíclico
MULT	MULTIPLAN EMP. IMOBILIARIOS	RJ	RIO DE JANEIRO	Nível 2	Financeiro e outros
NATU	NATURA COSMETICOS SA	SP	SÃO PAULO	Novo Mercado	Consumo não cíclico
OIBR	OI S.A. - EM RECUPERAÇÃO JUDICIAL	RJ	RIO DE JANEIRO	Nível 1	Telecomunicações
PCAR	COMPANHIA BRASILEIRA DE DISTRIBUIÇÃO	SP	SÃO PAULO	Nível 1	Consumo não cíclico
PDGR	PDG REALTY SA EMPREENHIMENTOS E PARTS - EM RECUPERAÇÃO JUDICIAL	SP	SÃO PAULO	Novo Mercado	Consumo cíclico
PETR	PETRÓLEO BRASILEIRO S.A. - PETROBRAS	RJ	RIO DE JANEIRO	Tradicional	Petróleo, gás e biocombustíveis
POMO	MARCOPOLO SA	RS	CAXIAS DO SUL	Nível 2	Bens industriais
PRML	PRUMO LOGÍSTICA S.A.	RJ	RIO DE JANEIRO	Tradicional	Bens industriais
QUAL	QUALICORP SA	SP	SÃO PAULO	Novo Mercado	Saúde
RADL	RAIA DROGASIL S.A.	SP	SÃO PAULO	Novo Mercado	Saúde

RAIL	RUMO S.A.	PR	CURITIBA	Novo Mercado	Bens industriais
RENT	LOCALIZA RENT A CAR SA	MG	BELO HORIZONTE	Novo Mercado	Consumo cíclico
RSID	ROSSI RESIDENCIAL SA	SP	SÃO PAULO	Novo Mercado	Consumo cíclico
RUMO	RUMO S.A.	PR	CURITIBA	Novo Mercado	Bens industriais
SANB	BANCO SANTANDER (BRASIL) S.A.	SP	SÃO PAULO	Tradicional	Financeiro e outros
SBSP	CIA SANEAMENTO BÁSICO ESTADO SÃO PAULO	SP	SÃO PAULO	Novo Mercado	Utilidade pública
SUZB	SUZANO PAPEL E CELULOSE SA	SP	SÃO PAULO	Novo Mercado	Materiais básicos
TAEF	TRANSMISSORA ALIANÇA DE ENERGIA ELÉTRICA S.A.	RJ	RIO DE JANEIRO	Nível 2	Utilidade pública
TIMP	TIM PARTICIPAÇÕES SA	RJ	RIO DE JANEIRO	Novo Mercado	Telecomunicações
TRPL	CTEEP-CIA TRANSM ENERGIA ELÉTR. PAULISTA	SP	SÃO PAULO	Nível 1	Utilidade pública
UGPA	ULTRAPAR PARTICIPAÇÕES SA	SP	SÃO PAULO	Novo Mercado	Petróleo, gás e biocombustíveis
USIM	USINAS SIDERURGICAS DE MINAS GERAIS SA	MG	BELO HORIZONTE	Nível 1	Materiais básicos
VALE	VALE S.A.	RJ	RIO DE JANEIRO	Novo Mercado	Materiais básicos
VIVT	TELEFÔNICA BRASIL S.A.	SP	SÃO PAULO	Tradicional	Telecomunicações
VVAR	VIA VAREJO S.A.	SP	SÃO PAULO	Nível 2	Consumo cíclico
WEGE	WEG SA	SC	JARAGUÁ DO SUL	Novo Mercado	Bens industriais