

O desempenho dos CEOs fundadores nas companhias abertas brasileiras

Autoria: Matheus Fernandes Junior, Lucas Ayres Barreira de Campos Barros

Uma crescente literatura em finanças corporativas dedica-se a investigar a influência das características dos gestores sobre o desempenho financeiro das empresas. Especificamente, diversos trabalhos internacionais se debruçam sobre o potencial efeito dos fundadores sobre a performance corporativa, tanto em termos de rentabilidade das operações quanto do desempenho das ações nos mercados de capitais. Pesquisas anteriores, preponderantemente nos Estados Unidos, sugerem que o ‘efeito fundador’ é positivo, registrando-se um prêmio de valor de mercado para as companhias administradas por seus fundadores. Dentre as possíveis razões para justificar tais resultados, pode-se destacar o maior comprometimento dos empreendedores com seu negócio e a potencial redução dos problemas de conflitos de interesse entre gestores e acionistas da empresa. Esta pesquisa contribui para a referida literatura usando métodos estatísticos para investigar se o fato do CEO da empresa ser seu fundador associa-se a uma performance superior ou inferior no Brasil. Com uma amostra em painel contando com 234 empresas não financeiras selecionadas entre as mais líquidas da BM&FBOVESPA e abrangendo os anos de 2006, 2007, 2008 e 2009, investiga-se a relação entre o desempenho financeiro e o status do CEO com o fundador (ou não) do negócio. Os resultados empíricos aqui reportados sugerem que as empresas abertas não financeiras brasileiras administradas pelo CEO fundador apresentaram, em média, valor de mercado superior às demais entre 2006 e 2009, uma evidência compatível com um *founder premium* no país, mesmo depois do controle de fontes observáveis e não observáveis de heterogeneidade. Ademais, encontrou-se evidência de que este efeito positivo é mais pronunciado em empresas relativamente menores e mais jovens. Por outro lado, quando são utilizadas medidas de rentabilidade das operações os resultados não apontam para uma relação significativa entre o desempenho da empresa e o status (de fundador ou não) do seu CEO. As correlações entre as variáveis indicam que as companhias administradas pelo fundador são, em média, menores, mais jovens, menos endividadas, mais voláteis e têm maior concentração de ações com direito a voto nas mãos do controlador. Os resultados desta pesquisa são similares aos trabalhos estrangeiros (Estados Unidos e Europa Ocidental) que reportam relações positivas entre o valor de mercado e o fato do CEO ser o fundador. Todavia, estes mesmos trabalhos usualmente encontram melhor desempenho operacional associado ao fundador CEO, o que não se confirmou aqui. Acredita-se que esta seja a primeira pesquisa quantitativa no Brasil enfocando este tema.

Palavras chave: Administração do fundador, desempenho financeiro, *founder CEO premium*

1. Introdução

As empresas abertas controladas por famílias são comuns ao redor do mundo: Nos Estados Unidos um terço das empresas que compõem o índice S&P 500 podem ser classificadas como controladas por famílias (ANDERSON; REEB, 2003). Na Europa Ocidental, a maioria das empresas listadas nas bolsas européias permanece sob controle familiar (MAURY, 2006). Na Ásia, existem casos extremos nas Filipinas e Indonésia, onde conglomerados familiares representam entre 16 e 17% do valor total de mercado das empresas listadas em bolsa e estes conglomerados podem ser relacionados ao controle de uma única família em cada um dos países (CLAESSENS *et al.*, 1999).

Um caso particular do envolvimento familiar com as empresas é sua participação direta na administração, por exemplo, quando o cargo de diretor presidente é assumido pelo fundador da empresa, ou seja, o caso particular do CEOⁱ fundador.

No Brasil, numa amostra de 558 companhias abertas não financeiras mais líquidas na BM&FBOVESPA, no período de 2006 a 2008, 52 empresas eram administradas pelo próprio fundador da companhia. (FERNANDES JUNIOR, 2010).

Os fundadores são melhores administradores? Alguns estudos, preponderantemente nos Estados Unidos, sugerem que sim, pelo menos do ponto de vista da performance financeira a empresa. Estudos empíricos nos Estados Unidos - por exemplo, Morck, Schleifer e Vishny (1998), Anderson e Reeb (2003), Villalonga e Amit (2004) e Fahlenbrach (2007), e Europa - Maury (2006) - apontam desempenho financeiro superior das empresas administradas pelo CEO. Este tipo de empresa teria a oportunidade de evitar alguns dos conflitos de agência apontados como possíveis fatores relacionados aos problemas de desempenho. Na mesma linha, observa-se um prêmio no valor de mercado das companhias administradas pelo fundador.

Com uma amostra em painel contando com 234 empresas não financeiras selecionadas entre as mais líquidas da BM&FBOVESPA e abrangendo os anos de 2006, 2007, 2008 e 2009, esta pesquisa investiga a relação entre desempenho e o fato do CEO ser o fundador da companhia. Os resultados da análise empírica revelam que as empresas administradas pelo CEO fundador tendem a apresentar uma razão entre valor de mercado e valor contábil significativamente superior à das demais empresas da amostra. Por outro lado, não se observa relação estatisticamente significativa entre medidas de desempenho operacional (retorno sobre o ativo e retorno sobre o patrimônio líquido) e a variável indicadora de administração pelo CEO fundador. Este resultado sugere que o mercado atribui um prêmio à empresa administrada pelo CEO fundador, não necessariamente refletido no desempenho operacional no mesmo período da pesquisa.

Acredita-se que esta seja a primeira pesquisa quantitativa no Brasil enfocando o desempenho financeiro das empresas geridas por seu fundador. Barros (2005) apresentou trabalho relacionado ao tema utilizando uma amostra de 153 empresas entre 1998 e 2003, mas com foco na investigação das decisões de financiamento e em características psicológicas de seus administradores. Subsidiariamente, o autor também analisou as diferenças de valor de mercado entre empresas geridas por executivos contratados e as geridas por membros da família fundadora (CEO ou presidente do Conselho de Administração fundador ou herdeiro da empresa). Sua análise empírica não aponta diferenças estatisticamente significativas no valor de mercado entre as empresas dos dois grupos.

O artigo está estruturado da seguinte forma: na seção 2, são apresentados trabalhos anteriores sobre o tema, bem como argumentos teóricos para justificar uma possível influência do status do fundador sobre o desempenho; a seção 3 descreve os procedimentos metodológicos da

pesquisa e a descrição das variáveis; na seção 4 são apresentados os resultados principais e a análise descritiva. Da seção 5 constam as considerações finais.

2. Revisão da Literatura

Em umas poucas linhas é possível resumir a intuição keynesiana que rejeitou a teoria clássica [...], com a fundamental idéia que a opacidade do futuro faz o investimento depender do "espírito animal" dos empresários, isto é, não apenas do cálculo racional das taxas de retorno e das taxas de juros que são impossíveis de serem conhecidas [devido à incerteza futura] (Netto, 2009).

Stevenson (2004) descreve o campo do empreendedorismo como uma “cebola intelectual: Você a descasca camada por camada e quando chega ao centro não encontra nada, mas de qualquer maneira você já estará chorando.” Apesar desse início desapontador, existem várias contribuições na literatura do empreendedorismo que são relevantes para este trabalho e há uma unanimidade na importância deste para o desenvolvimento econômico, em linha com a citação acima de (Antonio Delfim) Netto (2009).

O empreendedorismo encontra definições distintas como a de Stevenson (2004), para quem ele é a busca de oportunidades além dos recursos controlados (pelo empreendedor), ou a de Shane e Venkataraman (2000), que o definem como o exame de como, por quem e de que forma as oportunidades de criação de bens e serviços são descobertas, avaliadas e exploradas. Shane e Venkataraman (2000) estabelecem o contexto do empreendedorismo como a interação entre dois fenômenos: a presença de oportunidades lucrativas e a presença de indivíduos com interesse e capacidade para explorá-las.

Neste contexto interativo, cabe ressaltar que a literatura aborda o empreendedorismo em dois níveis distintos: o nível individual e o nível social. No nível social, aborda-se o comportamento empreendedor como uma resposta a um ambiente rico em oportunidades, ambiente este que favorece ou prejudica as mencionadas oportunidades sob o ponto de vista legal, institucional, financeiro e assim por diante. Entre outras coisas, as instituições sociais afetam a propensão e viabilidade para os negócios, impactando os custos monetários e não monetários da atividade empreendedora (LICHT; SIEGEL, 2006).

No contexto deste trabalho, por focar a comparação entre empresas inseridas num mesmo ambiente institucional, o interesse está no comportamento individual dos empreendedores. Teriam os empreendedores habilidades ou características especiais que conduziriam suas empresas – quando por eles efetivamente administradas – a um desempenho superior às demais?

No nível individual de análise, o empreendedorismo pode ser estudado sob os aspectos de “quem”, “o que” ou “como” este se apresenta. No aspecto de como ele se apresenta, portanto, tratando-o como um processo, Stevenson (2004) diferencia os empreendedores dos administradores em seis dimensões conforme abaixo (Tabela 1):

Tabela 1: Características de empreendedores e administradores

Empreendedor	Dimensão Chave	Administrador
Guiado pela percepção de oportunidades	Orientação estratégica	Guiada pelos recursos controláveis no momento
Comprometimento rápido	Comprometimento com a oportunidade	Evolucionário de longa duração ⁱⁱ
Multi-estágio com exposição mínima em cada estágio	Comprometimento com o processo	Estágio único com comprometimento integral após a decisão
Uso esporádico ou locação dos recursos necessários	Controle de recursos	Propriedade ou emprego dos recursos necessários
Plana (poucos níveis) com redes informais múltiplas	Estrutura de gerenciamento	Hierarquia formal
Baseada em valor e baseada no trabalho em equipe	Sistema de premiação e recompensas	Baseada em recursos, individualizada e orientada a promoções

Fonte: Adaptado de Stevenson (2004)

Licht e Siegel (2006) argumentam que uma imagem mais rica do empreendedor está na literatura oriunda da psicologia. Neste campo, há as pesquisas referentes à orientação para o risco – e os trabalhos disponíveis sugerem que esta não é significativamente diferente para empreendedores e não empreendedores. Entretanto, há distinção importante entre ambos no que tange ao otimismo e ao excesso de confiança, com os empreendedores tendendo a apresentar estas características mais frequentemente que os não empreendedores. Barros (2005) aborda o tema e reúne diversas evidências de que empreendedores são particularmente suscetíveis a estes vieses, tendendo a superestimar suas próprias habilidades e acreditando que os eventos são mais controláveis do que realmente são.

Aspectos que contribuem para o melhor desempenho do CEO fundador

Jayaraman *et al.* (2000) apontam alguns fatores que poderiam resultar em um desempenho superior das empresas sob a administração do CEO fundador, dentre eles o maior comprometimento do fundador em comparação com os demais gestores. Este comprometimento resultaria da dependência de sua riqueza pessoal e reputação em relação ao negócio, fator também mencionado por Barros (2005) e Sciascia e Mazzola (2008), além das questões relativas à transferência patrimonial entre gerações (SCIASCIA; MAZZOLA, 2008). Daily e Dalton (1992) frisam que o CEO fundador tende a ter um comportamento mais próximo ao de um empreendedor – desta forma contribuindo positivamente para o sucesso da empresa – em contraste com um gestor profissional, o qual tenderia a se comportar como um empregado.

Jayaraman *et al.* (2000) lembram ainda a questão do controle associada à presença do CEO fundador, remetendo à redução dos conflitos de agência entre acionistas e gestores.

Os aspectos apontados acima fariam com que o CEO fundador tivesse incentivos adicionais para investir no desenvolvimento de suas habilidades administrativas. Por fim, os empreendedores (que se tornam os CEO fundadores) tenderiam a criar negócios em áreas e segmentos econômicos nos quais eles efetivamente tenham conhecimento e experiência, resultando em vantagens competitivas (JAYARAMAN *et al.*, 2000).

Aspectos que prejudicam o desempenho do CEO fundador

Por outro lado, também é possível compor cenários onde a administração do CEO seria prejudicial ao desempenho corporativo.

Daily e Dalton (2000, p. 27), referindo-se a diversos trabalhos anteriores, ressalta que o sucesso de longo prazo das empresas familiares ou que são administradas pelo CEO fundador depende fundamentalmente de uma transição segura para a administração “profissional”. Eles também mencionam estudos apontando para uma reação lenta dos CEOs fundadores frente a mudanças no ambiente externo à empresa, em muitos casos causada por ineficiência do planejamento estratégico das empresas por eles administradas.

Certos vieses cognitivos prevalentes entre empreendedores, em particular o otimismo e o excesso de confiança, poderiam também conduzir a resultados ruins decorrentes do excesso de tomada de risco ou de investimentos em projetos destruidores de valor (BARROS, 2005).

Por fim, a maximização do resultado financeiro ou do valor de mercado da empresa pode não ser o principal fator de motivação destas pessoas, situação na qual o CEO poderia priorizar a extração de benefícios privados – tangíveis ou intangíveis – oriundos do controle sobre o negócio em detrimento do desempenho financeiro, como descrevem Jensen e Meckling (1976) e Licht e Siegel (2006).

Fatores moderadores

Jayaraman *et al.* (2000) discutem outro conjunto relevante de fatores relativos ao desempenho financeiro das empresas e a administração do CEO fundador, que são associados à chamada teoria do ciclo de vida das organizações. Os autores sugerem que inconsistências obtidas nas análises empíricas do desempenho seriam devidas a fatores moderadores do desempenho do CEO, a saber, o tamanho e a idade da empresa.

Com relação ao tamanho, o argumento é que o CEO fundador tem mais habilidades para gerenciar negócios menores pode ter dificuldades para manter um alto padrão de desempenho à medida que a firma cresce, uma vez que as habilidades necessárias para administrar uma grande empresa são diferentes das habilidades possuídas por um empreendedor. Eles argumentam também que há evidências que os CEOs fundadores têm dificuldades no desenvolvimento destas novas habilidades quando elas se fazem necessárias.

No que tange à idade da empresa e também ao tempo de permanência do CEO no cargo, os autores mencionam trabalhos que indicam a existência de um ponto ótimo no ciclo de vida da empresa e no tempo de permanência do CEO fundador no cargo. A idéia é que no início da vida das empresas, estas não possuem uma estrutura organizada em quaisquer dos aspectos do dia a dia administrativo. Nesta etapa, o envolvimento do CEO é benéfico e necessário. À medida que a organização amadurece as rotinas, sistemas e processos se estabelecem e o CEO fundador tem sua relevância reduzida. Este ponto de vista de Jayaraman *et al.* (2000) é semelhante ao de Daily e Dalton (2000).

Portanto, a idade da empresa e o seu tamanho seriam fatores moderadores para o desempenho financeiro das empresas sob a gestão do CEO fundador.

Estudos empíricos sobre CEO fundador e desempenho

Em um dos trabalhos empíricos pioneiros sobre o tema, Morck, Schleifer e Vishny (1998) analisaram a relação entre o percentual de controle em poder do conselho e o desempenho corporativo e abordaram também a administração das empresas observadas. Eles observaram que para empresas mais antigas, o Q de Tobin é menor quando estas eram administradas pelas famílias fundadoras do que quando geridas por um “executivo profissional”, sem relação com a família.

Anderson e Reeb (2003) investigaram a diferença de desempenho entre empresas familiares e não familiares e entre as geridas pelas famílias fundadoras e as demais. Portanto, eles estudaram não apenas o aspecto do desempenho das empresas familiares frente às demais, mas também buscaram capturar os efeitos da gestão conduzida pelos fundadores das empresas. Adicionalmente, eles verificaram as diferenças de desempenho quando um dos elementos da família controladora assume o papel de CEO. Anderson e Reeb (2003) utilizaram uma amostra de 403 empresas que compõe a lista do S&P 500, excluindo os bancos e as empresas de serviços públicos. Os autores encontraram resultados estatisticamente significantes revelando um desempenho superior das empresas de controle familiar, tanto as gerenciadas pela própria família como as gerenciadas por CEOs externos. Eles também encontraram evidências estatísticas de que o CEO fundador leva a empresa familiar a um desempenho superior. Em todos os casos o desempenho das empresas familiares mostrou-se superior aos demais, mas os resultados diferem em função da medida de desempenho utilizada para o caso do CEO ser ou não o fundador da empresa. Os autores utilizaram medidas de retorno sobre o ativo (calculado a partir do lucro operacional e da receita líquida) e o Q do Tobin.

Outro trabalho ainda mais específico neste campo é o de Fahlenbrach (2007), que analisou o desempenho das empresas quando o CEO é o seu fundador. Ou seja, além do papel familiar e da presença de elementos da família no topo da administração, o autor verificou o efeito quando é o próprio fundador quem controla e administra a empresa, ou seja, a empresa familiar encontra-se em sua primeira geração. Ele analisou uma amostra de 2327 empresas por um período de dez anos (1993 a 2002), excluindo 361 empresas cujo CEO era o fundador ou o co-fundador. O desempenho neste trabalho foi associado não apenas ao Q de Tobin, mas também à performance das ações. Inicialmente, a partir de estatísticas descritivas usando testes não paramétricos, o autor observou que existem diferenças estatísticas em favor das empresas administradas pelo fundador em relação ao crescimento, aos investimentos em pesquisa e desenvolvimento e ao Q de Tobin. Entretanto, as médias foram desfavoráveis para o valor de mercado e (maior) volatilidade.

Quando foi introduzido o controle das demais variáveis (entre outras o tamanho, idade da empresa, segmento industrial) o desempenho medido pelo Q de Tobin apresentou resultados significantes em favor das empresas geridas pelo fundador, ou seja, consistentes com o trabalho de Anderson e Reeb (2003). No que tange à performance das ações, Fahlenbrach (2007) mostra que no período de 1993 a 2002 uma estratégia de investimento em uma carteira composta por empresas administradas pelos CEOs fundadores teria apresentado um retorno anormal de 8,5%. Para esta análise o autor compôs portfólios no início do período amostral (1993) apenas com empresas administradas pelo fundador e empresas administradas por executivos “profissionais”, rebalanceando-os (em valor e em quantidade) a cada período até 2002. Para capturar os efeitos das diferenças entre as empresas e entre os grupos de empresas, Fahlenbrach (2007) realizou uma regressão com os fatores de mercado, capitalização, valor da empresa e retornos passados, tidos como preditores significantes de retornos futurosⁱⁱⁱ.

Mais recentemente, Adams, Almeida e Ferreira (2009) criticaram os resultados obtidos por Anderson e Reeb (2003) e Fahlenbrach (2007) no que tange ao desempenho do CEO fundador, questionando os resultados obtidos frente à questão da endogeneidade dos fatores desempenho e o cargo de CEO ser ocupado pelo fundador. Estes autores desenvolveram seu trabalho inicialmente reproduzindo as regressões utilizando o método dos MQO de Anderson e Reeb (2003) e posteriormente refazendo os estudos controlando a endogeneidade com a introdução de duas variáveis instrumentais: a morte do fundador e o número de fundadores de cada empresa. Com esta metodologia eles, por um lado encontraram endogeneidade entre o

estado “CEO fundador” e o desempenho, e por outro, um efeito ainda mais forte entre este estado e o desempenho das empresas quando comparado a metodologia que emprega regressões pelos mínimos quadrados ordinários. Há evidências estatísticas no trabalho que a boa performance passada da empresa contribui para que o CEO fundador deixe o cargo, ou seja, existe relação entre performance melhor e menor probabilidade do CEO fundador ser encontrado no cargo.

Para o caso nacional, não foram encontrados trabalhos enfocando o desempenho financeiro associado ao CEO fundador. Apenas a pesquisa de Barros (2005) oferece uma investigação empírica relacionada, com base em 153 empresas listadas na BM&FBOVESPA observadas entre 1998 e 2003, mas com foco em decisões de financiamento e características comportamentais dos administradores. Apenas subsidiariamente o autor verifica a relação entre o valor de mercado das empresas e o status do CEO ou do presidente do Conselho de Administração como seu fundador ou herdeiro, não encontrando resultados estatisticamente significantes.

3. Procedimento Metodológico

Descreve-se a seguir os procedimentos econométricos para investigar se as companhias abertas nacionais não financeiras administradas pelo seu fundador têm desempenho distinto das demais.

Definições teóricas e operacionais das variáveis

A escolha das variáveis dependentes tem por base estudos anteriores, principalmente os trabalhos empíricos de Fahlenbrach (2007), Anderson e Reeb (2003), Maury (2006) e Adams *et al.* (2009). As variáveis independentes principais foram definidas pelo foco desejado para o trabalho, ou seja, o CEO ter o status de fundador ou não.

Variáveis Dependentes ou Explicadas: Desempenho Financeiro

Para o desempenho de mercado, são empregadas duas variáveis: o valor da firma (*market to book ratio*) e o Q de Tobin.

Valor da Firma (MTBV):

$$MTBV = \frac{MarketValue}{BookValue} \quad \text{Equação 1}$$

Onde: *MarketValue* é a soma do produto das quantidades pelas cotações das ações ordinárias e preferenciais da companhia e *BookValue* é o valor do patrimônio líquido ao final de cada ano.

Q de Tobin aproximado (QTOB):

Como nos demais trabalhos que motivaram este estudo, empregad-se o Q de Tobin como um indicador da performance financeira da empresa. Este índice é definido como a relação entre o valor da empresa (ações mais dívidas) dividido pelo custo de reposição dos ativos da companhia (FAMÁ; BARROS, 2000). Entretanto, Chung e Pruitt (1994 *apud* FAMÁ; BARROS, 2005) sugerem que uma boa aproximação deste valor pode ser obtida a partir do valor do ativo da empresa:

$$QTOB \cong \frac{MvON + MvPN + DivT}{TA} \quad \text{Equação 2}$$

Onde: *MvON* é o valor de mercado das ações ordinárias; *MvPN* é o valor de mercado das ações preferenciais; *DivT* é o valor contábil do endividamento de curto e longo prazo (passivo circulante mais exigível de longo prazo) menos o ativo circulante (excluído o valor dos estoques) mais o valor contábil dos estoques.

São também utilizadas duas medidas de desempenho operacional baseadas em critérios contábeis. Para estas medidas, computa-se o retorno sobre o capital investido de duas formas: o lucro líquido dividido pelo ativo contábil total e o lucro líquido dividido pelo patrimônio líquido da empresa.

Retorno sobre o ativo (ROA):

Retorno sobre o ativo é a métrica de rentabilidade calculada como a relação entre o lucro líquido e seu ativo total:

$$ROA = \frac{NETI}{TA} \quad \text{Equação 3}$$

Onde: *NETI* é o lucro líquido e *TA* é o ativo total da companhia.

Retorno sobre o patrimônio líquido (RPL):

É a métrica de retorno calculada como a relação entre o lucro líquido e o patrimônio líquido médio entre o início e fim do exercício

$$RPL = \frac{NETI}{(SE_b + SE_e) / 2} \quad \text{Equação 4}$$

Sendo *NETI* o lucro líquido e *SE_i* (*i* = b, e) o patrimônio líquido no início e fim do exercício, respectivamente.

Variáveis Independentes ou Explicativas

Para a identificação das companhias cujo CEO é fundador, verificou-se a identidade do CEO e o histórico da empresa nos informes anuais (IAN) enviados à Comissão de Valores Mobiliários (sistema DIVEXT), no *site* da empresa ou utilizando-se ferramentas de busca na Internet (por exemplo, o Google). Em caso de inconsistência ou dados incompletos, a empresa foi retirada da amostra.

Variáveis de Controle

As variáveis de controle foram selecionadas para o modelo econométrico tendo como base trabalhos anteriormente publicados com foco na análise do desempenho corporativo frente ao controle familiar e individual, entre eles Amit e Villalonga (2004), Fahlenbrach (2007), Anderson e Reeb (2003), Maury (2006) e Adams *et al.* (2009) e Pedersen e Thomsen (2003). São controladas a concentração de votos do acionista controlador (*CON*), a concentração de propriedade (*OSHIP*), o excesso de votos ou excesso do direito de voto (*EXC*), o tamanho da empresa (*LSIZ*), o segmento econômico de atuação da empresa (*SEC*), a idade da empresa (*AGE*), a volatilidade do preço das suas ações (*VOLAT*), o grau de endividamento (*LEV*), o tipo de controle – privado, estatal, holdings (*OWN*) e o ano da observação (*YEAR*). Como se está tratando da questão do CEO, os estudos sugerem que seja controlado também o tempo de permanência do CEO no cargo (*TEN*).

Desempenho da companhia administrada pelo fundador

O modelo de regressão é descrito abaixo.

$$Desempenho_{it} = \beta_0 + \beta_1 CEOF_{it} + \sum_{j=1}^k \delta_j VC_{jit} + erro_{it} \quad \text{Modelo 1}$$

Onde:

Desempenho representa o desempenho de mercado ou desempenho operacional.

VC são as variáveis de controle (*CON*, *OSHP*, *EXC*, *LSIZ*, *LAGE*, *VOLAT*, *LEV*, *TEN* e as *dummies* anuais, de setor e da natureza do controle).

CEO é uma variável binária que indica se a empresa é gerida pelo seu próprio fundador (*CEO* = 1) ou não (*CEO* = 0).

Conforme proposto por Daily e Dalton (1992) e Jayaraman *et al.* (2000), o tamanho e a idade da empresa podem ser fatores moderadores da relação entre desempenho e status do CEO. Três equações adicionais foram estimadas para testar estas possibilidades:

$$Desempenho_{it} = \beta_0 + \beta_1 CEOF_{it} + \beta_2 CEOF_{it} * LSIZ_{it} + \sum_{j=1}^k \delta_j VC_{jit} + erro_{it} \quad \text{Modelo 2}$$

$$Desempenho_{it} = \beta_0 + \beta_1 CEOF_{it} + \beta_2 CEOF_{it} * LAGE_{it} + \sum_{j=1}^k \delta_j VC_{jit} + erro_{it} \quad \text{Modelo 3}$$

$$Desempenho_{it} = \beta_0 + \beta_1 CEOF_{it} + \beta_2 CEOF_{it} * LAGE_{it} + \beta_3 CEOF_{it} * SIZ_{it} + \sum_{j=1}^k \delta_j VC_{jit} + erro_{it} \quad \text{Modelo 4}$$

Ou seja, a variável *dummy* *CEOF* é multiplicada por estes dois fatores: idade da empresa e tamanho da empresa, adicionando-se estas interações ao modelo de regressão.

4. Análise Empírica

Para as análises quantitativas, utilizou-se uma base de dados abrangendo os anos de 2006, 2007, 2008 e 2009, contendo 234 empresas abertas não financeiras negociadas na BM&FBOVESPA selecionadas pelos maiores índices de liquidez ao longo deste período, formalmente compondo uma amostra não probabilística. Foram excluídas nas regressões as companhias com dados atípicos (patrimônio líquido negativo e dados dúbios ou faltantes sobre o controle acionário ou sobre o CEO). Estas exclusões resultam em 559 observações que efetivamente são utilizadas para a estimação dos modelos econométricos.

Na amostra (incluindo todas as observações, ou seja, para 234 empresas em 4 anos), 11% das empresas abertas, não financeiras, mais líquidas negociadas na BM&FBOVESPA eram administradas pelo fundador do período 2006-2009.

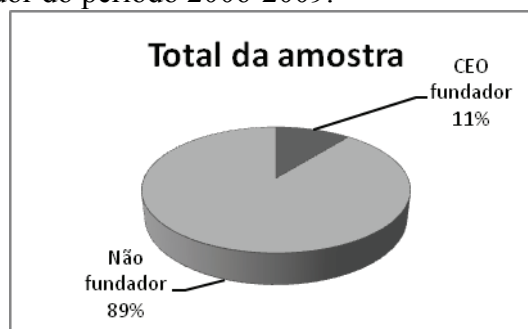


Figura 1 – Percentual de Empresas Fundadas pelo CEO

As estatísticas descritivas desta base de dados estão apresentadas na Tabela.

A matriz de correlação, conforme a Tabela 2, aponta baixa correlação entre as variáveis que representam o *status* de CEO fundador e os indicadores financeiros, sendo maior para o indicador de valor de mercado (MTBV), decrescendo para o Q de Tobin (QTOB) e menor ainda para retorno sobre o ativo (ROA). Para o retorno sobre o patrimônio líquido, a correlação é negativa.

As tabelas 5 a 8 apresentam os resultados das regressões para cada uma das variáveis dependentes que medem o desempenho, Valor de Mercado sobre o Valor Contábil (MTBV),

Q de Tobin (QTOB), Retorno sobre o Ativo (ROA) e Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE).

Em cada uma das tabelas são utilizados os Modelos 1 a 4, que além do status do CEO contemplam modelos com as interações entre *CEOF* e as variáveis apontadas como moderadoras, idade da empresa (*CEtAG*), tamanho da empresa (*CEtSZ*) e ambas.

Os resultados mais significativos, consistentes com as estatísticas descritivas da matriz de correlações (Tabela 2), são os da Tabela 3 que mostram que o fato do CEO ser o fundador da empresa tem relação positiva e estatisticamente significativa com o seu valor de mercado. Adicionalmente, essa relação é mais pronunciada nas empresas menores e mais jovens, situação claramente indicada no Modelo 4, na qual os coeficientes estimados para as variáveis *CEOF* (status de CEO fundador) e para as variáveis *CEOF* multiplicado pela idade da empresa (*CEtAG*) e *CEOF* multiplicado pelo tamanho (*CEtSZ*) são todos estatisticamente significantes. Cabe aqui a observação de que estes resultados relativos ao tamanho e a idade da empresa não deveriam ser de todo surpreendentes, dado que o ciclo de vida das empresas é potencialmente muito mais longo do que o tempo de vida do CEO e que uma empresa usualmente demanda tempo para crescer, fazendo com que os CEOs fundadores estejam na ativa durante o início da vida (e na fase inicial de crescimento) das companhias.

Na Tabela 6 temos os resultados das mesmas regressões utilizando a variável dependente Q de Tobin. O status de CEO fundador continua influenciando de forma positiva o desempenho mensurado por este indicador (Modelo 1), mas de forma mais modesta e a influência desaparece para as demais equações (Modelos 2 a 4).

Na Tabela 7 e Tabela 8, que apresentam os resultados para as medidas de retorno sobre o ativo e sobre o patrimônio líquido, revela-se uma relação positiva entre *CEOF* e ROA (na Tabela 8), mas nem sempre estatisticamente significativa, dependendo da especificação do modelo.

Em resumo, os resultados são compatíveis com a hipótese de efeito positivo do CEO fundador sobre o valor de mercado das empresas, mas não sobre sua lucratividade. Ademais, testes de Hausman sugerem que o estimador de Efeitos Aleatórios é adequado na maioria das especificações.

Outro aspecto cuja menção é importante é que não se tratou aqui dos aspectos de endogeneidade e causalidade entre o desempenho e os status do CEO. Naturalmente, o desempenho superior de mercado pode ser ‘causado’ pelo CEO fundador, bem como os fundadores podem ter interesse em se manter apenas nas empresas que tem um desempenho superior, abandonando as empresas que não atingirem suas expectativas. Neste sentido, vale remeter o leitor a discussão apresentada por Adams, Almeida e Ferreira (2009), que trata em detalhes do assunto.

Tabela 3: Estatísticas Descritivas, base completa

Variável	Media	Mediana	Mínimo	Máximo	Desvio Padrão
MTBV	2,966	1,7139	-52,719	250,73	11,508
QTOB*	4,5839	1,0581	-0,18009	1042,8	43,606
ROA	13,164	12,6	-445,6	645,3	40,101
ROE	10,538	1,7	-523,4	8201,8	281,6
VOLAT	54,387	48	13,2	200	24,794
CEOF	0,10832	0	0	1	0,31099
CON	2,5381	0,6	0	739,44	33,02
EXC	0,73145	0,46086	-0,99764	8,5219	0,82757
LSIZ	6,2076	6,2223	0,60206	8,8459	0,84524
LEV*	2,1697	0,23455	-0,88775	486,93	23,005
AGE	39,954	40	0	137	29,668
TEN	2,0039	2	0	4	1,1447

Estatísticas descritivas, empregando todas as observações.

* As variáveis Q de Tobin (QTOB) e Endividamento (LEV) empregam cálculos aproximados, resultando em valores potencialmente negativos (ver seção 2).

Tabela 2: Matriz de correlação entre as variáveis, base sem outliers

MTBV	QTOB	ROA	ROE	CEOF	CON	EXC	LSIZ	AGE	VOLAT	LEV	TEN	
1	0,4624	-0,1341	0,1954	0,1412	-0,0061	-0,037	-0,1034	-0,0614	-0,0125	0,035	-0,0431	MTBV
	1	0,2832	-0,0202	0,0247	-0,0073	-0,1478	-0,1345	-0,1027	-0,2298	0,0129	-0,0673	QTOB
		1	-0,1733	0,0728	0,0056	-0,03	0,0614	0,0254	-0,1906	-0,0609	-0,0053	ROA
			1	-0,0106	-0,0022	0,0603	-0,0288	0,027	0,0929	0,0016	0,0301	ROE
				1	0,033	-0,1449	-0,044	-0,0365	0,0608	-0,0918	0,0196	CEOF
					1	-0,0287	-0,0016	-0,0047	-0,0267	-0,0266	-0,0294	CON
						1	0,1273	0,1934	-0,0602	-0,0023	-0,0405	EXC
							1	-0,094	-0,1331	-0,2629	0,0023	LSIZ
								1	-0,0853	0,0112	0,0619	AGE
									1	0,1777	0,0823	VOLAT
										1	-0,0136	LEV
											1	TEN

Coefficientes de correlação empregando 844 observações.

Para o cálculo desta matriz forma suprimidas empresas com *Market to book value* (MTBV) e Patrimônio Líquido (PL) negativos.

As tabelas seguintes (5 a 8) mostram os resultados das regressões referentes aos Modelos 1 a 4 (indicados em cada uma das colunas), utilizando o estimador de Efeitos Aleatórios.

As variáveis independentes são as *dummies* para o CEO fundador, que recebem valor “1” quando o CEO fundou a companhia e “0” caso contrário.

As regressões incluem *dummies* temporais, do setor de atuação da empresa e da natureza do controle (estatal, privada – nacional ou estrangeira – e holding nacional, estatal ou estrangeira).

* representa significância estatística no nível de 10%; ** representa significância estatística no nível de 5% e *** representa significância estatística no nível de 1%.

Testes de sensibilidade incluindo uma variável que indica a concentração de propriedade do controlador (e não apenas o controle de votos, representadas pela classe de ações “ON”) e governança corporativa (para os anos 2006 a 2008) não alteram as inferências do teste. Os resultados excluem *outliers* (MTBV ou Patrimônio Líquido negativos). Os testes de Hausman e Breusch-Pagan indicam para alguns casos que o modelo de efeitos fixos pode ser o estimador mais adequado, em comparação com os estimadores de Mínimos Quadrados Ordinários e Efeitos Aleatórios. Entretanto, dada a baixa variação temporal das variáveis CON, EXC, CEOF,... o modelo de Efeitos Aleatórios parece o mais adequado.

Tabela 3: Desempenho do CEO fundador – Variável dependente: MTBV

Variável dependente: MTBV (Valor de Mercado/Valor contábil)

Modelo 1					Modelo 2				Modelo 3				Modelo 4			
coeficiente	erro padrão	razão-t	p-valor		coeficiente	erro padrão	razão-t	p-valor	coeficiente	erro padrão	razão-t	p-valor	coeficiente	erro padrão	razão-t	p-valor
const	19,2232	8,6751	2,216	0,0271 **	17,3812	8,28379	2,098	0,0364 **	8,66155	9,28984	0,9324	0,3516	6,77775	8,87926	0,7633	0,4456
CEOF	5,76795	2,08891	2,761	0,006 ***	18,5702	3,63182	5,113	4,43E-07 ***	62,0426	19,0205	3,262	0,0012 ***	74,8702	18,4423	4,06	5,66E-05 ***
CON	-0,00170751	0,0109741	-0,1556	0,8764	-0,00330717	0,0109221	-0,3028	0,7622	-0,00121081	0,0109052	-0,111	0,9116	-0,00282738	0,0108413	-0,2608	0,7944
EXC	0,50381	0,919225	0,5481	0,5839	0,620908	0,885909	0,7009	0,4837	0,590173	0,91115	0,6477	0,5174	0,717424	0,878	0,8171	0,4142
LSIZ	-2,5857	1,27561	-2,027	0,0432 **	-2,48976	1,2155	-2,048	0,041 **	-0,953207	1,37626	-0,6926	0,4889	-0,854684	1,31276	-0,6511	0,5153
AGE	-0,0509428	0,0295004	-1,727	0,0848 *	-0,0188654	0,029067	-0,649	0,5166	-0,0485186	0,0292014	-1,662	0,0972 *	-0,0163862	0,0287791	-0,5694	0,5693
VOLAT	-0,0161193	0,0237996	-0,6773	0,4985	-0,017095	0,0236739	-0,7221	0,4705	-0,0147099	0,0236516	-0,6219	0,5342	-0,0154579	0,0235019	-0,6577	0,511
LEV	5,65482	2,68787	2,104	0,0359 **	6,10854	2,6183	2,333	0,02 **	5,6754	2,66555	2,129	0,0337 **	6,1245	2,59512	2,36	0,0186 **
TEN	-0,171809	0,39224	-0,438	0,6615	-0,274074	0,390548	-0,7018	0,4831	-0,143257	0,38984	-0,3675	0,7134	-0,246858	0,387715	-0,6367	0,5246
CEtAG	-	-	-	-	-0,327526	0,0782557	-4,185	3,33E-05 ***	-	-	-	-	-0,329746	0,0774871	-4,255	2,47E-05 ***
CEtSZ	-	-	-	-	-	-	-	-	-9,03203	3,03544	-2,976	0,0031 ***	-9,00815	2,89535	-3,111	0,002 ***
Efeitos-aleatórios (GLS), 559 observações, 194 unidades de corte transversal					Soma resid. quadrados 70946,04				Soma resid. quadrados 74454,86				Soma resid. quadrados 69174,59			
Soma resid. quadrados 76148,07					Teste de Breusch-Pagan - com p-valor = 3,24878e-022				Teste de Breusch-Pagan - com p-valor = 1,82697e-025				Teste de Breusch-Pagan - com p-valor = 7,0544e-021			
Teste de Hausman - com p-valor = 0,196635					Teste de Hausman - com p-valor = 0,0535843				Teste de Hausman - com p-valor = 0,0288258				Teste de Hausman - com p-valor = 0,00416644			

Tabela 4: Desempenho do CEO fundador – Variável dependente: QTOB

Variável dependente: QTOB (Índice Q de Tobin)

Modelo 1				Modelo 2				Modelo 3				Modelo 4				
coeficiente	erro padrão	razão-t	p-valor	coeficiente	erro padrão	razão-t	p-valor	coeficiente	erro padrão	razão-t	p-valor	coeficiente	erro padrão	razão-t	p-valor	
const	3,60492	0,654732	5,506	5,72E-08 ***	3,6283	0,658388	5,511	5,58E-08 ***	3,61346	0,707688	5,106	4,59E-07 ***	3,63736	0,710824	5,117	4,35E-07 ***
CEOF	0,358856	0,146105	2,456	0,0144 **	0,243792	0,282355	0,8634	0,3883	0,342282	1,4278	0,2397	0,8106	0,214497	1,45357	0,1476	0,8827
CON	0,000166633	0,000668397	0,2493	0,8032	0,000175594	0,000668158	0,2628	0,7928	0,000169699	0,000668424	0,2539	0,7997	0,000177498	0,000668431	0,2655	0,7907
EXC	-0,0510112	0,0651692	-0,7828	0,4341	-0,0512701	0,0653469	-0,7846	0,433	-0,0505671	0,0653458	-0,7738	0,4394	-0,0509892	0,0654892	-0,7786	0,4366
LSIZ	-0,25205	0,0964352	-2,614	0,0092 ***	-0,253825	0,0968421	-2,621	0,009 ***	-0,25331	0,105087	-2,41	0,0163 **	-0,255165	0,105422	-2,42	0,0158 **
AGE	-0,00609534	0,00227211	-2,683	0,0075 ***	-0,00638078	0,00235288	-2,712	0,0069 ***	-0,00610557	0,00228373	-2,674	0,0077 ***	-0,00639237	0,00236209	-2,706	0,007 ***
VOLAT	-0,0131807	0,00145116	-9,083	2,07E-18 ***	-0,0131891	0,0014505	-9,093	1,92E-18 ***	-0,013185	0,00145098	-9,087	2,01E-18 ***	-0,0131922	0,00145084	-9,093	1,93E-18 ***
LEV	0,0878311	0,180384	0,4869	0,6265	0,0845362	0,180649	0,468	0,64	0,0860514	0,18066	0,4763	0,634	0,0833383	0,18089	0,4607	0,6452
TEN	-0,0576705	0,0239752	-2,405	0,0165 **	-0,0572986	0,0239837	-2,389	0,0172 **	-0,0577503	0,0239863	-2,408	0,0164 **	-0,0573569	0,0240026	-2,39	0,0172 **
CEtAG	-	-	-	-	0,00288118	0,00597513	0,4822	0,6299	-	-	-	-	0,00292137	0,00598979	0,4877	0,6259
CEtSZ	-	-	-	-	-	-	-	-	0,00288632	0,230162	0,01254	0,99	0,00460867	0,230809	0,01997	0,9841
Efeitos-aleatórios (GLS), 559 observações, 194 unidades de corte transversal					Soma resid. quadrados 370,7954				Soma resid. quadrados 369,5203				Soma resid. quadrados 370,9436			
Soma resid. quadrados 369,3664					Teste de Breusch-Pagan - com p-valor = 1,75002e-045				Teste de Breusch-Pagan - com p-valor = 5,08445e-046				Teste de Breusch-Pagan - com p-valor = 2,33256e-045			
Teste de Hausman - com p-valor = 0,00183371					Teste de Hausman - com p-valor = 0,000671432				Teste de Hausman - com p-valor = 0,000981977				Teste de Hausman - com p-valor = 0,000625432			

Tabela 5: Desempenho do CEO fundador – Variável dependente: ROE

Variável dependente: ROE (Retorno sobre o Patrimônio Líquido)

	Modelo 1				Modelo 2				Modelo 3				Modelo 4			
	coeficiente	erro padrão	razão-t	p-valor	coeficiente	erro padrão	razão-t	p-valor	coeficiente	erro padrão	razão-t	p-valor	coeficiente	erro padrão	razão-t	p-valor
const	36,0872	243,515	0,1482	0,8822	32,1073	244,233	0,1315	0,8955	53,1278	265,05	0,2004	0,8412	48,9868	265,802	0,1843	0,8539
CEOF	-4,682	61,6729	-0,07592	0,9395	25,4882	108,017	0,236	0,8136	-93,8165	543,131	-0,1727	0,8629	-62,8632	551,675	-0,1139	0,9093
CON	-0,113882	0,375357	-0,3034	0,7617	-0,11806	0,375875	-0,3141	0,7536	-0,114406	0,375712	-0,3045	0,7609	-0,118555	0,37623	-0,3151	0,7528
EXC	57,5253	26,8813	2,14	0,0328 **	58,1087	26,9669	2,155	0,0316 **	57,4283	26,9542	2,131	0,0336 **	58,0135	27,0406	2,145	0,0324 **
LSIZ	-31,0158	35,6097	-0,871	0,3842	-30,8527	35,6794	-0,8647	0,3876	-33,6401	39,0662	-0,8611	0,3896	-33,4518	39,1426	-0,8546	0,3932
AGE	-0,0711616	0,820155	-0,08677	0,9309	0,00678771	0,853362	0,007954	0,9937	-0,0746937	0,82204	-0,09086	0,9276	0,00311709	0,855332	0,003644	0,9971
VOLAT	1,64883	0,809852	2,036	0,0422 **	1,64522	0,810582	2,03	0,0429 **	1,64527	0,810896	2,029	0,043 **	1,64174	0,811625	2,023	0,0436 **
LEV	81,4965	82,8743	0,9834	0,3259	81,5969	82,9912	0,9832	0,326	81,3449	82,999	0,9801	0,3275	81,4413	83,1171	0,9798	0,3276
TEN	6,55277	13,3931	0,4893	0,6249	6,30455	13,4239	0,4696	0,6388	6,51909	13,4067	0,4863	0,627	6,27194	13,4375	0,4667	0,6409
CEtAG	-	-	-	-	-0,797485	2,34092	-0,3407	7,34E-01	-	-	-	-	-0,796049	2,34552	-0,3394	0,7344
CEtSZ	-	-	-	-	-	-	-	-	14,1893	85,9181	0,1651	0,8689	14,0571	86,0831	0,1633	0,8703
Efeitos-aleatórios (GLS), 559 observações, 194 unidades de corte transversal				Soma resid. quadrados 64476583				Soma resid. quadrados 64468883				Soma resid. quadrados 64449800				
Teste de Breusch-Pagan - com p-valor = 0,480652				Teste de Breusch-Pagan - com p-valor = 0,479279				Teste de Breusch-Pagan - com p-valor = 0,478195				Teste de Breusch-Pagan - com p-valor = 0,476852				
Teste de Hausman - com p-valor = 0,266892				Teste de Hausman - com p-valor = 0,344465				Teste de Hausman - com p-valor = 0,349051				Teste de Hausman - com p-valor = 0,428374				

Tabela 6: Desempenho do CEO fundador – Variável dependente: ROA

Variável dependente: ROA (Retorno sobre o Ativo)

	Modelo 1				Modelo 2				Modelo 3				Modelo 4			
	coeficiente	erro padrão	razão-t	p-valor	coeficiente	erro padrão	razão-t	p-valor	coeficiente	erro padrão	razão-t	p-valor	coeficiente	erro padrão	razão-t	p-valor
const	29,4755	23,8193	1,237	2,17E-01	27,7163	23,7532	1,167	0,2438	28,0781	26,1446	1,074	0,2833	26,3241	26,0694	1,01	0,3131
CEOF	12,0276	6,23173	1,93	0,0541 *	30,0937	10,5091	2,864	4,40E-03 ***	18,6816	51,4662	0,363	0,7168	36,7225	51,9878	0,7064	0,4803
CON	-0,00840569	0,0474303	-0,1772	0,8594	-0,0130553	0,0473205	-0,2759	0,7827	-0,00837185	0,0474757	-0,1763	0,8601	-0,0130216	0,047366	-0,2749	0,7835
EXC	-2,64735	2,6878	-0,985	0,3251	-2,24003	2,68554	-0,8341	0,4046	-2,63312	2,69255	-0,9779	0,3286	-2,22586	2,69027	-0,8274	0,4084
LSIZ	1,4958	3,4275	0,4364	0,6627	1,52232	3,41595	0,4456	0,656	1,70884	3,80068	0,4496	0,6532	1,73456	3,78788	0,4579	0,6472
AGE	0,0361634	0,0787061	0,4595	0,6461	0,0848819	0,0817039	1,039	0,2993	0,0362415	0,0787826	0,46	0,6457	0,084959	0,0817832	1,039	0,2994
VOLAT	-0,344563	0,102355	-3,366	8,00E-04 ***	-0,351003	0,102055	-3,439	0,0006 ***	-0,343947	0,102561	-3,354	0,0009 ***	-0,350389	0,10226	-3,426	0,0007 ***
LEV	-7,23013	9,11469	-0,7932	0,428	-7,13725	9,08403	-0,7857	0,4324	-7,2371	9,12344	-0,7932	0,428	-7,14419	9,09277	-0,7857	0,4324
TEN	-0,825342	1,69239	-0,4877	0,626	-1,01276	1,68897	-0,5996	0,549	-0,82448	1,694	-0,4867	0,6267	-1,0119	1,69058	-0,5986	0,5497
CEtAG	-	-	-	-	-0,481609	0,225994	-2,131	3,36E-02 **	-	-	-	-	-0,481602	0,226207	-2,129	3,37E-02 **
CEtSZ	-	-	-	-	-	-	-	-	-1,0456	8,02772	-0,1302	0,8964	-1,04168	8,00064	-0,1302	0,8965
Efeitos-aleatórios (GLS), usando 549 observações, incluídas 193 unidades de corte transversal				Soma resid. quadrados 998751,3				Soma resid. quadrados 998718,7				Soma resid. quadrados 990088,3				
Teste de Breusch-Pagan - com p-valor = 0,0150728				Teste de Breusch-Pagan - com p-valor = 0,00777633				Teste de Breusch-Pagan - com p-valor = 0,0149714				Teste de Breusch-Pagan - com p-valor = 0,00771526				
Teste de Hausman - com p-valor = 0,247431				Teste de Hausman - com p-valor = 0,262682				Teste de Hausman - com p-valor = 0,228161				Teste de Hausman - com p-valor = 0,236663				

5. Considerações finais

Uma crescente literatura em finanças corporativas se dedica a investigar a influência das características dos gestores sobre o desempenho financeiro das empresas. Especificamente, diversos trabalhos internacionais se debruçam sobre o potencial efeito da gestão familiar ou da família fundadora sobre a performance das companhias, tanto em termos de rentabilidade de suas operações quanto de desempenho das ações nos mercados de capitais. Esta pesquisa contribui para a referida literatura por ser a primeira no Brasil a verificar usando métodos estatísticos se o fato do diretor presidente (CEO) da empresa ser seu fundador associa-se a uma performance superior ou inferior.

A amostra utilizada compõe um painel desbalanceado com 234 empresas observadas nos anos de 2006 a 2009. Os modelos de regressão incluem variáveis de controle relacionadas a: concentração direitos de voto e de propriedade dos acionistas controladores, tamanho da empresa, setor de atividade, idade da empresa, volatilidade do preço de suas ações, grau de endividamento, tipo de controle – privado, estatal ou *holding*, tempo de permanência do CEO no cargo e o ano da observação.

À luz dos resultados empíricos reportados nesta pesquisa, sob o ponto de vista do desempenho de mercado pode-se afirmar que as empresas abertas não financeiras brasileiras administradas pelo CEO fundador tenderam a apresentar valor de mercado superior às demais entre 2006 e 2009, uma evidência compatível com um *founder premium* no país, mesmo depois do controle de fontes observáveis e não observáveis de heterogeneidade das empresas. Por outro lado, quando foram utilizadas medidas de rentabilidade das operações os resultados não apontam para uma relação significativa entre o desempenho da empresa e o status (de fundador ou não) do seu CEO.

As correlações entre as variáveis indicaram que as companhias administradas pelo fundador são, em média, menores, mais jovens, menos endividadas, mais voláteis e têm maior concentração de ações com direito a voto nas mãos do controlador.

Os resultados desta pesquisa são similares aos trabalhos estrangeiros (Estados Unidos e Europa Ocidental) que reportam relações positivas entre o valor de mercado e o fato do CEO ser o fundador. Todavia, estes mesmos trabalhos usualmente também encontram melhor desempenho operacional associado ao fundador CEO, o que não se confirmou aqui.

6. Bibliografia

- ADAMS, Renée; ALMEIDA, Heitor; FERREIRA, Daniel *Understanding the relationship between founder-CEO and firm performance* **Journal of Empirical Finance**. n. 16 p. 136–150, 2009.
- ANDERSON, Ronald C.; REEB David M. *Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500* **The Journal of Finance**. Vol. LVIII, n. 3, jun. 2003.
- BARROS, Lucas A. B. de C. *Decisões de Financiamento e de Investimento das Empresas sob a Ótica dos Gestores Otimistas e Excessivamente Confiantes* Tese de Doutorado (Doutorado em Administração) Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2005
- CARHART, Mark *On the Persistence in Mutual Fund Performance* **Journal of Finance** v. 52 p.52-82, 1997.
- CLAESSENS, Stijn *et al.- Who Controls East Asian Corporations?* **World Bank Public Policy for the Private Sector Note**, 1999.
- DAILY, Catherine M.; DALTON, Dan R. *Financial Performance of Founder-Managed versus Professionally Managed Small Corporations* **Journal of Small Business Management** v. 30, n.2, p. 25 – 33, abr. 1992.
- FAHLENBRACH, Rüdiger. *Founder-CEOs and Stock Market* Working paper, ago. 2007. Disponível em <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=606527> acesso em 12/5/2009.
- FAMÁ, Rubens; BARROS, Lucas A. B. de C. Q de Tobin e seu uso em finanças: Aspectos metodológicos e conceituais **Caderno de Pesquisas em Administração** v.07, n. 4, p. 27 – 43, out./dez. 2000.
- FAMA, Eugene F.; FRENCH, Kenneth R. *Common Risk Factors in the Return on Bonds and Stocks* **Journal of Financial Economics**, n. 33, p. 3-53, 1993.
- FERNANDES JUNIOR, Matheus *O Olho do dono engorda o gado? Controle familiar, controle e administração dos fundadores e o desempenho financeiro das companhias abertas brasileiras* Dissertação de Mestrado. (Mestrado em Administração) Universidade Presbiteriana Mackenzie. São Paulo, 2010.
- GLASER, Markus; WEBER, Martin *Overconfidence and trading volume* Working paper, abr. 2003. Disponível em <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=471925> acesso em 12/6/2009.
- JAYARAMAN, Narayanan; KHORANA, Ajay; NELLING, Edward; COVIN, Jeffrey *CEO Founder Status and Firm Financial Performance* **Strategic Management Journal** v. 21 n. 12 p. 1215-1224, dez. 2000.
- JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. *Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure*. **Journal of Financial Economics**, v. 3 n. 4 p. 305-360, out. 1976.
- LICHT, Amir N.; SIEGEL, Jordan I. *The Social Dimensions of Entrepreneurship* In: **The Oxford Handbook of Entrepreneurship** (Orgs.) CASSON, Mark; YEUNG, Bernard; BASU, Anuradha; WADESON, Nigel London: Oxford University Press, 2006.
- MAURY, Benjamin *Family ownership and firm performance: Empirical evidence from Western European corporations* **Journal of Corporate Finance**, n. 12 p. 321-341, 2006.
- MORCK, Randall; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. *Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis* **Journal of Financial Economics** Volume 20, Num. 1,2; p. 293 – 316, jan./mar. 1988
- NETTO, Antonio D. *O Espírito Animal* Valor Econômico, São Paulo, p. A2, 14 de abril de 2009

PEDERSEN, Torben; THOMSEN, Steen. *Ownership Structure and Value of the Largest European Firms: The importance of Owner Identity*, **Journal of management and Governance** 7, p. 27 – 55, 2003.

SCIASCIA, Salvatore; MAZZOLA, Pietro, *Family Involvement in Ownership and Management: Exploring Nonlinear Effects on Performance*, **Family Business Review**, vol. XXI, no. 4, dez. 2008.

SHANE, Scott; VENKATARAMAN, S. *The promise of Entrepreneurship as a Field of Research* **Academy of management Review**, v. 25, n.1 p 217-226 2000.

STEVENSON, Howard H. *Intellectual Foundations of Entrepreneurship In: WELSH, Harold P. (Org.) Entrepreneurship The Way Ahead*. New York: Routledge, 2004.

VILLALONGA, Belén; AMIT, Raphael *How Do Family Ownership, Control, and Management Affect Firm Value?* Working Paper, dez. 2004. Disponível em <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=556032> acesso em 21/5/2009

i CEO, ou Chief Executive Officer será usado em todo o texto como sinônimo de diretor presidente ou principal executivo da empresa.

ii Nesta dimensão, Stevenson (2004) se refere à inércia dos administradores - quando comparados aos empreendedores - mesmo com os primeiros possuindo tecnologia, acesso a análises e inteligência de mercado.

iii Fahlenbrach (2007) utilizou os 4 fatores de Fama e French (1993) e o fator momento de Carhart (1997) interpretando o intercepto como o retorno em excesso. A diferença entre o intercepto para as empresas administradas pelo fundador e por executivos "profissionais" foi de 8,4%. Para detalhes, ver Fahlenbrach (2007) e para detalhamento dos fatores RMRF, SMB e HMF ver Fama e French (1993). Para o fator momento ver Carhart (1997).