



Departamento de Finanças

Características dos CEOS versus Desempenho Empresarial

Evidência Empírica: Índice FTSEurofirst 300

Anabela Estêvão Gago

Dissertação submetida como requisito parcial para obtenção do grau de
Mestre em Finanças

Orientadora:
Professora Doutora Sofia Brito Ramos, Professora Auxiliar,
ISCTE-IUL

Setembro, 2009

Instituto Superior de Ciências do Trabalho e da Empresa



CARACTERÍSTICAS DOS CEOS VERSUS
DESEMPENHO EMPRESARIAL
EVIDÊNCIA EMPÍRICA: ÍNDICE FTSEUROFIRST 300

Anabela Estêvão Gago

Tese submetida como requisito parcial para obtenção do grau de

Mestre em Finanças

Orientadora:

Professora Doutora Sofia Brito Ramos, Prof. Auxiliar, ISCTE Business School,
Departamento de Finanças

Setembro 2009

RESUMO

O objectivo da presente dissertação é analisar a relação entre as características do *chief executive officer* (CEO) e o desempenho empresarial, pretendendo detectar quais as características que influenciam o desempenho da empresa e em que grau a afecta.

Para tal, estudam-se diversas características, tanto de índole pessoal como educacional dos CEOs. Algumas das principais características são o nível universitário, idade, número de filhos e antiguidade. O desempenho empresarial é medido através de vários dados financeiros, tais como os rácios de liquidez, rentabilidade, endividamento, actividade e mercado.

De forma a testar a relação entre as características dos gestores e o desempenho empresarial, foi utilizada uma amostra de 273 empresas do índice FTSEurofirst 300 e os seus respectivos CEOs, no ano civil de 2006 (de 1/4/2006 a 21/3/2007). Como metodologia para captar a relação existente, efectuaram-se correlações entre as múltiplas variáveis em estudo, de forma a expurgar resultados estatisticamente significativos.

O caso prático em estudo auxilia a contratação de um CEO, de acordo com os objectivos económico-financeiros da empresa e confirma certas análises feitas por outros autores.

Os resultados sugerem que a característica principal do gestor que parece influenciar o desempenho em todos os âmbitos económico-financeiros da empresa, é o facto de o CEO possuir um programa de MBA topo ou quase de topo.

Palavras-chave: CEOs, características, desempenho, endividamento.

Journal of Economic Literature Classification System

G3 - Corporate Finance and Governance

G39 - Other

ABSTRACT

The focus of the present case study is to analyze the connection between the *chief executive officer* (CEO) characteristics and the company's performance, finding which characteristics have influence on the company's performance and in what level they affect it.

Therefore, various CEO's characteristics are going to be evaluated, from personal to educational aspects. The company

y performance will be exposed through several financial data, including the following ratios: liquidity; profitability; debt; activity and market.

In order to test the connection between these characteristics of business managers and the company performance, a 273 companies sample is going to be used from the FTSEurofirst 300 index, as well as the corresponding CEOs in the calendar year of 2006 (from 1/4/06 to 21/3/07). As a methodology to capture the connection between the CEO characteristics and the companies' financial and economic values, correlations were made between the multiple variables in order to find statistically significant results.

This case study helps a CEO recruitment process, according to the economic and financial goals of the company and confirms certain previous analyses made by other authors.

The results suggest that the only type of the CEO's education that seems to affect the company's performance in the economic and financial area is the fact that the CEO has a top MBA program or a similar program.

Keywords: CEOs, skills, performance, debt.

Journal of Economic Literature Classification System

G3 - Corporate Finance and Governance

G39 - Other

SUMÁRIO EXECUTIVO

Os CEOs supervisionam a vida profissional de milhões de homens e de mulheres e manobram centenas de bilhões de euros de capital dos accionistas. A rotina diária e o bem-estar de muitas pessoas dependem da sua gestão.

Uma questão que suscita um aceso debate nos meios económico e financeiros é a possibilidade de influência das características dos CEOs na performance económico-financeira das empresas que gerem. Esta questão afecta directamente os accionistas das empresas, pois caso exista essa relação, as características podem otimizar o valor e o desempenho da empresa.

A presente dissertação contribui para a literatura ao estudar diversas características, tanto de índole pessoal como educacional dos CEOs. Algumas das principais características são o nível universitário, a idade, o número de filhos e a antiguidade (no cargo de CEO, na empresa, no quadro e como director). O desempenho empresarial é medido através de vários dados financeiros, tais como os rácios de liquidez, rentabilidade, endividamento, actividade e mercado.

De forma a testar a relação entre as características dos CEOs e o desempenho empresarial, foi utilizada uma amostra de 273 empresas do índice FTSEurofirst 300 e os seus respectivos CEOs, no ano civil de 2006. Estes dados foram financiados pela FCT-PTDC/GES/65650/2006. Como metodologia para captar a relação existente, efectuaram-se correlações entre as múltiplas variáveis em estudo, de forma a expurgar resultados estatisticamente significativos.

O caso prático em estudo auxilia a contratação de um CEO, de acordo com os objectivos económico-financeiros da empresa.

Caso uma empresa tenha como objectivo melhorar os rácios de mercado, esta deverá escolher CEOs mais jovens, com um elevado nível universitário, e que estejam pouco tempo na empresa, no quadro e como director. Esta análise é de certo modo similar a Judith Chevalier e Glenn Ellison, pois na óptica destes autores o desempenho empresarial apresenta melhores valores quanto mais jovens forem os gestores de fundos. Assim como os autores Haitao Lia, Xiaoyan Zhangb e Rui Zhaoc defendem que gestores mais jovens tendem a apresentar melhores desempenhos.

Os resultados sugerem que a característica principal do gestor que parece influenciar o desempenho em todos os âmbitos económico-financeiros da empresa, é o facto de o gestor possuir um programa de MBA topo ou quase de topo. Este resultado pode ter duas interpretações possíveis. Primeiro, que o conhecimento que é adquirido nesse tipo de MBA não pode ser replicado nos programas de MBA com prestígio inferior. Segundo, uma outra interpretação possível é de que os programas de topo seleccionam os alunos com melhor potencial. Este resultado aqui apresentado é consistente com o estudo de Aron A. Gottesman e Matthew R. Morey analisado na presente dissertação.

ÍNDICE GERAL

	Página
Índice de Figuras	III
Índice de Tabelas	IV
Lista de Abreviaturas	V
Agradecimentos	VI
Capítulo 1. INTRODUÇÃO.....	1
Capítulo 2. ESTUDOS ANTERIORES	
2.1.1. Performance de Fundos	
2.1.1 Manager education and mutual fund performance, dos autores Aron A. Gottesman e Matthew R. Morey (2005).....	3
2.1.2. Are some mutual funds managers better than others? Cross-sectional patterns in behavior and performance, dos autores Judith Chevalier e Glenn Ellison (1999).....	8
2.2 Performance de Empresas	
2.2.1 How much do CEOs influence firm performance - Really?, do autor Alison Mackey (2005).....	11
2.2.2 Do women in top management affect firm performance? A panel study of 2500 danish firms, dos autores Nina Smith, Valdemar Smith e Mette (2005).....	13
2.2.3 Investing in talents: Manager characteristics and hedge fund performances, dos autores Haitao Lia, Xiaoyan Zhangb, e Rui Zhaoc (2007).....	15
2.2.4 Which CEO Characteristics and Abilities Matter?, pelos autores Steven N. Kaplan, Mark M. Klebanov e Morten Sorensen (2007).....	18

Capítulo 3. EVIDÊNCIA EMPÍRICA: ÍNDICE FTSEUROFIRST 300

3.1 Caracterização do índice	22
3.2 Dados utilizados	24
3.3 Metodologia	24
3.4 Caracterização da amostra	
3.4.1 CEOs	25
3.4.2 Empresas	28
3.5 Correlações entre variáveis	33

Capítulo 4. CONCLUSÃO	53
-----------------------------	----

Glossário – Indicadores Financeiros	55
---	----

Vantagens dos rácios financeiros	66
--	----

Limitações dos Indicadores Financeiros	66
--	----

Referências bibliográficas	67
----------------------------------	----

Anexos	69
--------------	----

LISTA DE FIGURAS

	Página
Ilustração 1 - Árvore de Família FTSEurofirst	23

LISTA DE TABELAS

	Página
Quadro 1 - Renomeação dos Índices	22
Quadro 1 - Composição dos Índices	23
Quadro 2 - Repartição do Índice FTSEurofirst 300 por País e por Sector	28
Quadro 3 - Número de Empregados e Rácios Financeiros - Liquidez e Rentabilidade.....	29
Quadro 5 - Rácios Financeiros – Rentabilidade e Actividade	30
Quadro 6 - Rácios Financeiros – Endividamento.....	31
Quadro 7 - Rácios Financeiros – Mercado.....	32
Quadro 8 - Valores para a Correlação Populacional.....	33
Quadro 9 - Nível de Significância.....	34
Quadro 10 - Correlações entre os Indicadores Económico-Financeiros das Empresas e as Características dos seus CEOs.....	44

LISTA DE ABREVIATURAS

ACT	American College Testing
AMEX	American Express
ANOVA	Analyse of Variance
BVPS	Book Value per Share
CEO	Chief Executive Officer
CFA	Chartered Financial Analyst
CFPS	Cash Flow per Share
CPA	Certified Public Accountant
DHA	Doctor of Business Administration
EBITAD	Earnings Before Interest Rates, Taxes, Depreciation and Amortization
EPS	Earnings per Share
EUA	Estados Unidos da América
FF	Fama e French
FHNR	Fung, Hsieh, Naik, e Ramadorai
FOF	Indice de Fundos de Fundos
GMAT	Graduate Management Admission Test
INDEX	Indice Completo de Fundos Cobertos
KOB	Købmandsstandens Oplysningsbureau
LBO	Buyout
LTCM	Long-Term Capital Management
MBA	Master Business Administration
MÊS	Minimum Efficient Scale
NA	Agarwal e Naik
NASDAQ	National Association of Securities Dealers Automated Quotations
NYSE	New York Stock Exchange
OLS	Método dos Mínimos Quadrados
PBV	Price to Book Value
PCF	Price to Cash Flow
PE	Private Equity

PER	Price to Earnings Ratio
ROA	Return on Assets
ROCE	Return on Common Equity
ROI	Return on Investment
ROS	Return on Sales
SAT	Scholastic Aptitude Test ou Scholastic Assessment Test
STYLE	Indice de Estilo
VC	Venture Capital

AGRADECIMENTOS

Para a realização da presente dissertação foi fundamental e indispensável o apoio, colaboração e compreensão de algumas pessoas.

Em primeiro lugar, começo por agradecer à minha orientadora Professora Doutora Sofia Ramos, pelo permanente empenho e dedicação, acompanhando de perto o desenvolvimento deste trabalho. Sem dúvida que todos os seus conselhos foram imprescindíveis para a obtenção da presente dissertação.

Gostaria de agradecer a colaboração dos meus colegas da Faculdade de Economia – Universidade do Algarve, as suas sugestões constituíram mais-valias para este estudo.

Não posso deixar de lembrar uma palavra de apreço aos meus amigos, pois reconheço a importância dos seus conselhos os quais contribuíram significativamente para o melhoramento da presente dissertação.

Um especial reconhecimento para os meus pais, irmã e namorado, pela sua compreensão pelo tempo que abdiquei da sua companhia e pelo apoio prestado nos momentos mais difíceis.

Capítulo 1. INTRODUÇÃO

Os CEOs supervisionam a vida profissional de milhões de homens e de mulheres e manobram centenas de bilhões de euros de capital dos accionistas. A rotina diária e o bem-estar de muitas pessoas dependem da sua gestão.

Uma questão que suscita um aceso debate nos meios económicos financeiros é se as características dos CEOs influenciam a performance económico-financeira das empresas que gerem. Esta questão afecta directamente os accionistas das empresas, pois caso exista essa relação, as características podem otimizar o valor e desempenho da empresa.

A presente dissertação analisa a relação entre as características dos gestores e o desempenho financeiro das empresas que gerem, nomeadamente, tenta averiguar quais as características dos gestores que influenciam a performance financeira e em que grau a afecta.

Deste modo, será possível definir um perfil de CEO ideal? Se for, quais são as suas características e aptidões? As respostas a estas questões vão tentar ser desvendadas ao longo deste estudo.

Tendo em vista a elaboração da tese com a mais fidedigna informação disponível, o ponto de partida consistiu numa pesquisa bibliográfica, quer pelas vias tradicionais, quer pelo recurso à *Internet*. Neste âmbito, foi efectuada uma investigação exhaustiva sobre os seguintes temas: educação dos gestores; desempenho financeiro; gestores dos fundos; características e aptidões dos CEOs.

Relativamente ao caso prático, foi possível retirar as diversas informações necessárias nos âmbitos económico-financeiros das empresas constituintes do Índice *FTSEurofirst* 300 e dos seus respectivos CEOs, através do *software Reuters Knowdelge*, estes dados foram financiados pela FCT-PTDC/GES/65650/2006. Como complemento da informação dos CEOs, recorreram-se a diversas fontes na Internet tais como: site *answers*; *wikipedia*; *bussinessweek* e os sites das próprias empresas.

Após a recolha dos dados e a elaboração da respectiva base de dados, visando a identificação das possíveis variáveis que influenciam o desempenho financeiro das empresas e a forma como estas o influenciam, foram efectuadas uma série de correlações de forma a retirar conclusões estatisticamente significativas.

Esta tese é composta por quatro capítulos. O capítulo introdutório concede uma visão generalizada do presente estudo, referindo sumariamente os principais itens a analisar, os objectivos do estudo, a metodologia adoptada para os alcançar e a estrutura da dissertação.

O segundo capítulo referente aos estudos anteriores, foi fruto de uma morosa investigação teórica sobre o tema abordado na dissertação, para tal, foram analisados seis artigos, sendo que cada um deles se encontra dividido em quatro partes: objectivo e relevância do tópico; contribuições de estudos anteriores; aspectos fundamentais do artigo (dados utilizados e metodologia) e conclusões.

O terceiro capítulo recai sobre o caso prático explorado neste estudo, o qual é composto por cinco pontos. Primeiramente caracterizou-se o Índice *FTSEurofirst* 300, num segundo ponto, apresentaram-se os dados utilizados e de que modo foram obtidos. No terceiro ponto fez-se referência à metodologia adoptada ao longo deste capítulo de forma a retirar conclusões significativas desta evidência empírica. O quarto ponto pretende caracterizar e analisar a amostra, dos CEOs e empresas. O último ponto visa demonstrar a análise efectuada às correlações entre as variáveis estudadas.

O quarto capítulo sintetiza as principais conclusões do presente estudo, concedendo maior ênfase às ideias mais importantes e aos objectivos alcançados.

Capítulo 2. ESTUDOS ANTERIORES

Os artigos relacionados com o âmbito da minha tese serão seguidamente analisados, realçando o objectivo e a relevância dos mesmos, contribuições de estudos anteriores, os aspectos fundamentais (dados utilizados e metodologia aplicada) e por fim as conclusões e possíveis implicações dos resultados.

Como forma de apresentação decidiu-se analisar individualmente os vários artigos. A análise da literatura baseou-se em estudos que abordavam a performance de fundos e de empresas.

2.1. Performance de Fundos

2.1.1. “Manager education and mutual fund performance”, dos autores Aron A. Gottesman e Matthew R. Morey (2005)

2.1.1.1 Objectivo e relevância do tópico

O estudo de Gottesman e Morey analisou a relação entre a educação dos gestores e o desempenho dos fundos de investimento, tentando detectar quais as características da educação do gestor que influenciam o desempenho do fundo de investimento e em que grau a afecta. Os autores tentaram avaliar a relação entre a educação dos gestores e o desempenho dos fundos, utilizando uma amostra de 518 fundos, durante o período, 2000-2003.

2.1.1.2 Contribuições de estudos anteriores

A literatura sobre a relação entre a performance dos fundos e características dos gestores tinha concluído os seguintes aspectos:

- Golec (1996) averiguou que gestores que possuem MBAs proporcionam um melhor desempenho nos fundos.
- Chevalier e Ellison (1999) afirmavam que o desempenho de gestores de fundos era significativamente e positivamente relacionado com a classificação SAT¹ das instituições onde os gestores completaram os seus graus universitários. Porém, o desempenho dos mesmos não tinha qualquer relação com o facto de o gestor possuir um MBA.

¹ Classificação de um exame educacional padronizado nos Estados Unidos aplicado a estudantes do 2º grau, que visa ajudar na escolha dos alunos para a entrada em diversas faculdades e universidades do país.

2.1.1.3 Aspectos fundamentais do artigo

2.1.1.3.1 Dados utilizados

Para seleccionar os fundos, utilizaram a base de dados da “Morningstar Principia” de Janeiro de 2000, onde filtraram os fundos activamente administrados, abertos a novos investimentos que englobavam os objectivos da “Morningstar”: crescimento agressivo, rentabilidade do capital, crescimento, crescimento da rentabilidade e pequenas empresas.

Para cada um destes fundos, extraíram toda a informação disponível do gestor, tal como: antiguidade, base educacional (qual o grau e onde o retirou) e se possuía a designação CFA. Tal como Chevalier e Ellison criaram uma variável de idade do gestor, assumindo que os gestores tinham 21 anos quando obtiveram o seu grau universitário. Simultaneamente foram extraídas características do fundo, assim como os activos líquidos, rácio de despesa, de rotação, e pesos para cada fundo.

O desempenho anual de 2000 a 2003 foi estudado para cada fundo e a média das quatro observações foi usada para criar a variável *out-of-sample*. O desempenho *out-of-sample* foi analisado através de três subconjuntos: Janeiro a Dezembro de 2000, 00/01, e 0/02.

Dos 518 fundos foram retirados 275, devido a mudanças de gestor, fusões ou liquidações.

De forma a obter as classificações SAT actualizadas para cada universidade alistada na amostra, pesquisaram as mesmas no www.collegeboard.com, no “Princeton Guide to Colleges” (2004) e em último caso convertiam as classificações ACT em classificações SAT, através das classificações de comparação SAT–ACT fornecidas no www.collegeboard.com.

No intuito de obter as classificações GMAT para todos os MBA dos gestores da amostra, pesquisaram primeiramente no site www.mba.com, seguidamente no “Full-time MBA profiles” 2003, no “Businessweek” e no “Peterson’s Guide to MBA Programs” (2004).

Outra variável educacional é o facto de a faculdade ser ou não de artes liberais, para retirar esta informação, utilizaram a lista de faculdades de artes liberais 2004 no www.usnews.com.

2.1.1.3.2 Metodologia

Criaram três variáveis categóricas artificiais: GMAT1, GMAT2, e GMAT3 iguais à unidade caso, o gestor tenha completado um MBA com classificação GMAT maior ou igual a 700; entre 699 e 600; menor ou igual a 599. Como complemento, também foram criadas variáveis *dummy* para ordenar a qualidade do programa de MBA por classificações do “Business Week”. Esta revista forneceu as classificações top 70, dos programas de MBA de tempo integral. Dividiu estes 70 programas em três níveis: primeiro nível top 30, no segundo nível

classificou as seguintes 20 universidades, e outras 20, no terceiro nível. Com estas classificações criaram cinco variáveis *dummy* BusinessWeek1–5: BusinessWeek1 é uma *dummy* para gestores com MBA que provinham do top 10; BusinessWeek2 para gestores top 11–30; BusinessWeek3 para universidades classificadas como segundo nível; BusinessWeek4 para universidades classificadas como terceiro nível; e BusinessWeek5 para universidades que não estavam classificadas pela “Business Week”.

De forma a medir o desempenho do fundo utilizaram três métricas de desempenho: os retornos mensais em excesso, o *Fama–French–Jegadeesh–Titman*– 4 índices *alfa* Carhart e o alfa condicional de Ferson e Schadt (1996). Os retornos mensais em excesso e os 4 índices alfa eram usados por Chevalier e Ellison e são medidas comuns de desempenho. O alfa condicional é uma medida que compara o retorno do fundo com o retorno de uma estratégia dinâmica, tentando combinar as exposições de risco do fundo.

Para estimar os 4 índices alfa e o alfa condicional utilizaram dois modelos de regressão e para cada uma das seis medidas de desempenho, correram dois tipos de regressões.

Primeiro, usando o OLS calcularam uma regressão que incluía variáveis de educação do gestor de fundo, idade, antiguidade e estilo de fundo como variáveis independentes. Segundo, calcularam uma variável instrumental de regressão que incluía o rácio de despesa *out-of-sample*, activos líquidos e rentabilidade como variáveis independentes. Quando as despesas do fundo e a rentabilidade afectavam simultaneamente o desempenho do fundo, estas duas variáveis eram tratadas como endógenas, deste modo usaram o rácio de despesa e de rentabilidade como instrumentos da regressão. Estes dois procedimentos de estimativa são muito semelhantes a Chevalier e Ellison e de alguma forma semelhante a Golec (1996).

De forma a averiguar se estes resultados eram resistentes a diferentes períodos de tempo, testaram para quatro sub-amostras diferentes: 2000, 2000–2001, 2000–2002 e 2000–2003. Quando as despesas eram tratadas como exógenas nas regressões, obtinham resultados muito semelhantes, quando se utilizava o OLS ou nas medidas de rentabilidades brutas.

Examinaram todos os fundos na amostra, utilizando uma variável *dummy* de forma a distinguir gestores com MBA de gestores sem MBA. As diferenças significativas entre os testes de Chevalier e Ellison e estes testes, residem no facto de incluírem a antiguidade do gestor como variável independente, assim como a inclusão de variáveis educacionais adicionais (CFA, outro grau e doutoramento), e simultaneamente examinaram três outros objectivos (crescimento agressivo, rentabilidade do capital e pequenas empresas), além dos dois objectivos usados por Chevalier e Ellison, crescimento e crescimento da rentabilidade.

Averiguaram uma pequena evidência consistente, em que variáveis independentes eram significativamente relacionadas com o desempenho do fundo.

Para as três medidas de desempenho, executaram a estimativa usando os retornos em excesso e retornos brutos em excesso. Os retornos em excesso foram directamente retirados da “Morningstar”, ajustados às despesas mas não aos pesos. Para calcular os retornos brutos, seguiram-se dois passos. Primeiro, para ajustar às despesas, utilizaram um método semelhante a *Chen et al.* (2004), calculando a média do rácio anual de despesa para cada fundo, para o período *out-of-sample* (2000–2003), depois dividiram a média do rácio anual de despesa por 12 e adicionaram aos retornos mensais de 2000 a 2003. Segundo, para contornar o facto que os gestores podiam retirar indirectamente rendimento, através dos custos de corretagem pagos pelo fundo no próprio negócio, utilizaram o método de Bogle (1994) que adiciona uma aproximação mensal de custos de negócio aos retornos. A aproximação do custo do negócio é duas vezes a média anual da rentabilidade do fundo no período 2000–2003, multiplicado por 0,6% e dividido por 12 de forma a obter um valor mensal. Este custo do negócio mensal é adicionado ao retorno.

Finalmente, é de salientar que esta análise também teve em consideração os retornos ajustados aos pesos. Para efectuar esse ajuste usaram um procedimento semelhante a Sirri e Tufano (1998) e Rea e Reid (1998) que ajustava cada retorno mensal para a frente ou para trás.

As classificações dos testes das universidades eram de Dezembro 2003. Para testar se houve alguma mudança na qualidade das universidades retiraram-se as classificações de testes SAT para todas as universidades a partir de 1983 assim como as classificações GMAT a partir de 1984. Utilizaram o teste de correlação de *q Spearman*, de forma a examinar se as pontuações baseadas nas classificações dos testes das universidades nesta amostra tinham mudado significativamente entre 1983 e 2003. Concluíram que estas classificações eram muito semelhantes, embora não fossem perfeitamente correlacionadas.

Estes resultados estão em consonância com os resultados referidos por Dechev (1999), que consideravam que as mudanças das classificações universitárias expressas no “Business Week”, “U.S. News” e “World Report” eram maioritariamente passageiras.

2.1.1.4 Conclusão

Os resultados indicam um coeficiente de correlação de 0,49 entre as classificações SAT e GMAT dos gestores de fundos que tinham simultaneamente graus de licenciatura e MBA. Isto indica que os gestores de fundos que se graduaram em instituições universitárias de elevado prestígio, não se inscreveram forçosamente em programas de MBA de elevado prestígio.

Esta análise demonstra que o grau de CFA é mais um suplemento do que um substituto do MBA, devido ao facto da correlação entre CFA e MBA ser de apenas 0,18. É de notar que 66% dos gestores que tinham a designação CFA também possuíam graus de MBA.

Nesta amostra não encontraram um relacionamento significativo entre o *beta* e a qualidade de educação (classificação SAT, GMAT e “Business Week”), nem entre *beta* e a quantidade de educação (nenhum MBA, CFA, doutoramento e outro grau). Os resultados averiguaram a existência de um relacionamento negativo significativo entre a antiguidade do gestor e o *beta*. Tanto a antiguidade do gestor como a ausência de um MBA reduzia significativamente a rentabilidade do fundo. No que concerne às despesas, o tamanho do fundo relacionava-se negativamente com as mesmas, enquanto a idade do gestor relacionava-se de forma positiva. A classificação GMAT é negativamente relacionada com as despesas.

Através desta amostra, chegou-se à conclusão que os gestores que frequentaram instituições universitárias com classificações SAT mais elevadas tendiam a trabalhar em fundos de maior dimensão. Grandes fundos tendiam a empregar gestores mais jovens durante períodos mais extensos. Relativamente aos MBAs, fundos maiores tendiam a empregar gestores sem MBA. No âmbito do desempenho, a classificação SAT da instituição universitária não parece estar relacionada com um melhor desempenho do fundo.

A classificação GMAT é positivamente e significativamente relacionada com o desempenho do fundo. Utilizando as variáveis categóricas, GMAT1–3 e BusinessWeek1–5, como variáveis independentes, encontraram alguns resultados que são de interesse:

- Fundos com gestores de programas de MBA com GMAT igual ou maior que 600, apresentavam um desempenho melhor que fundos com gestores sem MBAs.
- Fundos com gestores que possuíam MBAs com baixo prestígio (GMAT3 e BusinessWeek5) eram geralmente negativamente relacionados, indicando que estes gestores podiam estar a prestar um desempenho pior do que gestores sem MBAs.
- Os resultados sugerem que o único tipo de educação do gestor que parecia influenciar o desempenho é o facto de o gestor possuir um programa de MBA topo ou perto de programas de topo, sugerindo que o conhecimento que é adquirido nos programas de MBA não pode ser replicado no programa de CFA, nos programas de MBA com prestígio mais baixo, nem mesmo nos programas de elevado prestígio de outro grau universitário.

Explicações para que os gestores de programas de MBA topo ou perto de topo apresentem melhor desempenho:

- Para um gestor obter um programa de MBA topo ou perto de topo é essencial ter um bom desempenho nos testes uniformizados, implicando talvez mais inteligência.

Alternativamente, pode não ser a inteligência, mas antes as conexões sociais que as universidades com MBA de elevado prestígio ofereciam, permitindo um melhor desempenho.

- Gestores que obtêm programas de MBA deste nível são, em média, melhores gestores porque aprenderam a pensar numa óptica que não é ensinada em programas com níveis mais baixos de MBA ou o programa de CFA. Os programas de MBA topo ou perto de topo colocam muito mais ênfase na aprendizagem regular do que universidades de baixo nível de MBA ou programas de CFA.

- Os programas de MBA destes gestores têm melhores currículos e são mais actuais que os oferecidos por outras universidades de MBA ou mesmo o programa de CFA.

Os resultados retirados através desta amostra são semelhantes aos resultados de Chevalier e Ellison. Quando tal não acontece uma possível explicação para estas diferenças de resultados é que esta análise é conduzida durante um período de mercado *bearish* (2000–2003), enquanto Golec (1988–1990) e Chevalier e Ellison (1988–1994) conduzem as suas análises numa altura em que o mercado tinha uma tendência *bullish*, o que está em sintonia com o pressuposto que gestores melhor educados talvez aceitem posições menos arriscadas num mercado *bear*.

2.1.2 “Are some mutual funds managers better than others? Cross-sectional patterns in behavior and performance”, dos autores Judith Chevalier e Glenn Ellison (1999)

2.1.2.1 Objectivo e relevância do tópico

Numa nova abordagem, estes autores tentaram investigar as seguintes questões: Será que as características dos gestores de fundos de investimento têm influência na sua performance? Serão alguns gestores de fundos melhores que os outros?

2.1.2.2 Contribuições de estudos anteriores

Alguns autores realizaram estudos relacionados com a questão, se alguns gestores seriam melhores do que outros, tentando perceber se existiria evidência de persistência de performance ao longo do tempo (Hot Hand's Phenomenon).

Hendricks, Patel e Zeckhauser (1993), Goetzmann e Ibbotson (1994), Brown e Goetzmann (1995) e Gruber (1996) encontraram evidências de persistência de performance em horizontes de curto-médio prazo (1 a 3 anos).

Grinblatt e Titman (1992), Elton et al. (1993), e Lehman e Modest (1987), afirmaram que a performance actual de um determinado fundo permite prever a performance futura num horizonte de 5 a 10 anos.

Contrariamente, Malkiel (1995) concluiu que a persistência de performance foi um fenómeno muito importante nos anos 70, mas que deixou de existir nos anos 80.

Carhart (1997), concluiu que a persistência de performance na sua amostra era atribuída ao efeito *momentum* de Jegadeesh e Titman (1993) na rendibilidade das acções subjacentes.

2.1.2.3 Aspectos fundamentais do artigo

2.1.2.3.1 Dados utilizados

O artigo baseou-se numa amostra de 492 gestores de fundos que entre 1988 e 1994 tiveram a gestão de um fundo *growth* ou *growth e income* sob a sua responsabilidade.

Ao contrário da literatura *Hot Hands*, esta análise centrou-se nos gestores dos fundos e não no próprio fundo. Em vez de observar as correlações ao longo do tempo entre as performances de cada gestor, preocupou-se antes em analisar até que ponto certas características observáveis dos gestores influenciavam a sua performance, agregando muita informação sobre estes.

Colectaram-se dados sobre os fundos e os seus gestores, obtidos através do CD-ROM da “Morningstar” em Março de 1994. Para cada fundo dispunha-se dos seus retornos mensais, rácios de despesas, activos sobre gestão, bem como o nome do seu gestor, acompanhado de uma breve biografia, que incluía entre outros, a idade do gestor, o nome das instituições onde estudou (e a respectiva média dos resultados SAT), onde se graduou, se possuía um grau MBA ou não e a antiguidade do gestor na sua posição na empresa.

2.1.2.3.2 Metodologia

Toda a análise baseia-se em diversas regressões lineares, utilizando diferentes variáveis dependentes e explicativas.

Primeiramente foram criadas quatro variáveis para cada uma das características dos gestores: a classificação SAT; a idade; uma variável *dummy* que tem o valor um se o gestor possuísse um MBA e zero caso contrário e a efectividade do gestor. Ainda foi criada uma outra variável *dummy* que assumia o valor zero se o fundo fosse *growth e income*, e zero se fosse *growth*.

A análise utilizou também características de performance e risco de cada fundo.

Para cada ano calculou-se o retorno em excesso do fundo, isto é, o retorno anual do fundo menos o retorno do *benchmark*, neste caso o índice composto NYSE/AMEX/NASDAQ. O

objectivo era determinar se a performance de um fundo no ano t estava relacionada com as características do gestor que desempenhava o cargo em Dezembro de t-1.

De modo a descobrir as potenciais fontes de diferenças nas despesas dos fundos, efectuou-se uma regressão em que as variáveis dependentes eram: o logaritmo dos activos sob gestão do fundo no início do ano, o seu rácio de despesas e o retorno.

De modo a perceber se o *survivorship bias*² tinha ou não influência nos resultados obtidos, construiu-se uma segunda amostra com fundos activos em 1992 e traçou-se a performance dos mesmos até 1994. Foi efectuada uma regressão *probit*³ cuja variável dependente era uma *dummy* que assumia o valor 1 se o fundo sobreviveu até ao fim do ano t+1. As variáveis explicativas consideradas foram: retorno em excesso ajustado ao risco para o ano t, as características dos gestores do fundo em Dezembro do ano t-1 (idade, SAT e MBA) e variáveis de controlo para a dimensão do fundo, idade e antiguidade do gestor. Foram efectuadas duas estimativas: a probabilidade de um fundo sobreviver de ano t-1 ao ano t e a probabilidade de um gestor que pertence à amostra no ano t-1 permanecer na mesma no ano t.

2.1.2.4 Conclusão

Gestores de fundos que possuem níveis universitários têm um desempenho mais elevado que gestores que não possuem esses níveis.

Averiguou-se que gestores com MBA têm uma tendência estatisticamente significativa em comprar acções com baixos valor *book to market* e é de salientar que alguns gestores mais velhos podem ter uma maior tendência a usar estratégias *momentum*⁴.

Conclui-se ainda que gestores mais velhos têm pior desempenho que os mais jovens, existindo mecanismos distintos que podem explicar este resultado, sendo a mais plausível o facto que gestores mais jovens trabalham mais arduamente pois têm uma carreira mais longa à sua frente e maior probabilidade de obter um melhor desempenho. Alternativamente, é coerente com a hipótese que, gestores mais idosos não estão tão bem educados.

² Tendência para empresas falidas serem excluídas de estudos de desempenho por não existirem mais. O que muitas vezes proporciona um maior enviesamento aos resultados dos estudos pois só empresas que tiveram sucesso suficiente para sobreviver até o final do período são incluídas.

³ Apropriado para conjuntos de dados em que a variável dependente é medida em unidades do tipo Sim ou Não.

⁴ Tendência empiricamente observada da subida dos preços dos activos aumentar ainda mais.

2.2 Performance de Empresas

2.2.1 “How much do CEOs influence firm performance - Really?”, do autor Alison Mackey (2005)

2.2.1.1 Objectivo e relevância do tópico

Esforços empíricos anteriores examinaram o elo entre CEOs e desempenho empresarial, através da análise da variação, a qual sofre de problemas metodológicos. Este artigo identifica, corrige esses problemas e reexamina a proporção da variação do desempenho empresarial explicado pela heterogeneidade dos CEOs.

2.2.1.2 Contribuições de estudos anteriores

A literatura precedente sugeriu quatro explicações para o efeito limitado dos CEOs no desempenho empresarial:

1.º - Ecologistas e teóricos institucionais argumentaram que é limitado pelo ambiente, organização e *constraints* de legitimidade, que restringe a escolha executiva (e.g., Hannan e Freeman, 1977; Pfeffer e Salancik, 1978; DiMaggio e Powell, 1983). Sem escolha, os CEOs pouco podem influenciar os resultados empresariais (Hambrick & Finkelstein, 1987).

2.º - Alguns teóricos afirmavam que, como um grupo, os CEOs eram homogéneos de acordo com as características pessoais, sociais e educacionais (March e March, 1977; Whitehill, 1991). No seguimento desta óptica, desde que os CEOs sejam "trocáveis" nas suas posições, é improvável que tenham um impacto significativo no desempenho empresarial.

3.º - Outro grupo de académicos afirmava que os CEOs tinham um papel mais simbólico do que substantivo nas organizações (Pfeffer, 1981). Nesta perspectiva, os resultados do desempenho são atribuídos aos CEOs como um meio de fazer sentido para além dos resultados de organizações complexas (Calder, 1977; Pfeffer, 1977; Meindl, Ehrlich e Dukerich, 1985; Meindl e Ehrlich, 1987).

4.º - Outro grupo de teóricos sugeriu que o CEO não é a unidade correcta de análise, devendo ser substituído pela equipa de direcção superior (Hambrick e Martin, 1984; Murray, 1989; Halebian e Finkelstein, 1993).

Lieberson e O'Connor (1972) conduziram o primeiro estudo empírico entre CEOs e o desempenho empresarial usando para tal a decomposição da variação. Este estudo foi baseado numa amostra de 167 empresas, em 13 indústrias, no período 1946-1965 e utilizaram-se as vendas, lucros e margens de lucro como desempenho métrico. Através da ANOVA, Lieberson

e O'Connor chegaram à conclusão que os efeitos da empresa e indústria são muito mais importantes que os efeitos da liderança.

Thomas (1988) estudou a relação entre os CEOs e o desempenho empresarial em doze empresas numa indústria do Reino Unido. Thomas conclui que os efeitos empresariais explicam 72,7% a 89,6% da alteração no desempenho empresarial, enquanto os efeitos do CEO explicam entre 3,9% a 7% da variação do desempenho empresarial.

Wasserman, Nohria e Anand (2001), analisaram uma amostra de 531 empresas através de 42 indústrias. Quando a rentabilidade dos activos é a variável dependente, as influências do líder explicam 14,7% da alteração do lucro empresarial.

2.2.1.3 Aspectos fundamentais do artigo

2.2.1.3.1 Dados utilizados

Os segmentos de negócios foram identificados nos relatórios de segmentos de negócios *Compustat*. O critério para a inclusão na amostra baseou-se na literatura de gestão estratégica (e.g. McGahan e Porter, 1997). Estes dados foram fundidos com a base de dados de compensação executiva *Compustat*, que reporta 100 variáveis financeiras e de compensação para os executivos e as suas respectivas associações no S&P 500, S&P MidCap 400, e S&P SmallCap 600. Os anos disponíveis eram de 1992 a 2002. O resultado foi uma amostra abrangida por 520 empresas e 8522 observações por ano de segmento.

De forma a evitar o problema de amostras perfeitamente *nested*,⁵ foram excluídas empresas cujo CEO trabalhava para mais do que uma empresa na base de dados. Todas as observações para estas empresas foram incluídas na amostra. Por fim, a amostra engloba 801 observações por ano de segmento - 92 CEOs e 51 empresas ao longo de uma década. Esta amostra representa a actividade de 181 segmentos distintos de negócio, num total de 98 indústrias.

2.2.1.3.2 Metodologia

Os modelos foram estimados usando o método simultâneo da ANOVA (e.g. McGahan e Porter, 2002).

A decomposição da variação não é a única metodologia utilizada para analisar a ligação entre a liderança do CEO e os resultados da organização. Também foram utilizados modelos

⁵ Uma amostra encapsulada noutra.

estruturais que usavam variáveis teóricas para capturar a indústria específica, efeitos associados, ou efeitos de liderança individuais no desempenho.

2.2.1.4 Conclusão

Os resultados sugerem que os efeitos dos CEOs na variância do desempenho empresarial podem ser tão elevada quanto 29,2%.

Quando correctamente calculado, o efeito no desempenho *corporate-parent* é substancialmente mais importante que os efeitos da empresa e indústria, mas só moderadamente mais importante que os efeitos da empresa e indústria, no desempenho do segmento-negócio.

Estes resultados reafirmam as muitas perspectivas teóricas em estudos de organizações que supõem efeitos significativos de liderança e também têm implicações importantes nas perspectivas teóricas dos estudos de organizações que assumem pequenos efeitos dos CEOs.

2.2.2 “Do Women in Top Management Affect Firm Performance? A Panel Study of 2500 Danish Firms”, dos autores Nina Smith, Valdemar Smith e Mette (2005)

2.2.2.1 Objectivo e relevância do tópico

Durante a última década, houve um foco crescente no género dos executivos de topo e no quadro de directores das empresas. A proporção de mulheres que alcança posições de topo é ainda muito baixa na maioria dos países, embora tenha aumentado por exemplo nos EUA e em alguns países europeus. Os governos da Suécia e Noruega chegaram a introduzir regulamentos na composição do género dos quadros de directores de empresas privadas.

Se realmente o facto de ter mais mulheres como executivos de topo ou membros do quadro de directores proporciona um efeito positivo no valor do accionista e no desempenho empresarial, então temos um argumento forte para ter mais mulheres na gestão de topo.

2.2.2.2 Contribuições de estudos anteriores

Na literatura precedente, existe uma panóplia de artigos a favor da diversidade de membros no quadro, tal como Bantel e Jackson (1989) e Murray (1989).

Carter et al. (2003) afirmou que um quadro heterogéneo tem uma melhor percepção da posição de mercado da empresa, e que a diversidade aumenta a criatividade e inovação. Uma gestão diversa pode melhorar a imagem da empresa e impulsionar efeitos positivos no

desempenho empresarial e no valor accionista. Outro argumento é que se os candidatos para os quadros são apenas indivíduos masculinos, então a selecção recai somente sobre esta distribuição seleccionada de qualificações, o que implica uma qualidade mais baixa do que se os candidatos fossem seleccionados entre uma distribuição de ambos os sexos.

Hambrick et al. (1996), defendia que um quadro com diversidade de gestão proporcionava mais conflitos, e mesmo que as decisões finais tivessem uma melhor qualidade, isto pode não equilibrar os efeitos negativos de um processo mais lento de tomada de decisão se a posição de mercado das empresas exigir respostas rápidas.

Bell (2005) baseou-se numa grande amostra de empresas dos EUA e concluiu que as mulheres na gestão de topo têm um efeito positivo na remuneração dos executivos e que estas empresas tendem a ter uma proporção mais elevada de mulheres nos níveis mais baixos de gestão.

Rose (2004) e Carter et al. (2003) investigaram os resultados empíricos dos EUA e não encontraram qualquer relacionamento significativo entre o desempenho empresarial e a proporção de mulheres nos quadros de directores das maiores empresas dinamarquesas.

2.2.2.3 Aspectos fundamentais do artigo

2.2.2.3.1 Dados utilizados

O estudo examinou o relacionamento entre a diversidade de gestão e o desempenho empresarial das maiores 2500 empresas dinamarquesas durante o período 1993–2001.

O conjunto de dados inclui informação extensa das empresas e características dos membros do quadro. Esta informação foi retirada do Instituto de Estatística da Dinamarca e de dados dinamarqueses privados registados no KOB⁶.

2.2.2.3.2 Metodologia

Calcularam-se vários modelos *panel data* do desempenho empresarial, os quais foram controlados para factores que tradicionalmente afectam o desempenho empresarial, como por exemplo a idade das empresas, tamanho, sector, orientação de exportação.

De acordo com Bain (1951), Smirlock et al. (1984) a dimensão da empresa é medida pelo número de empregados, é espectável que o desempenho seja positivamente relacionado com o tamanho da empresa, pois normalmente as maiores empresas têm maior poder no mercado. É

⁶ Empresa privada dinamarquesa que reúne e combina informações sobre o desempenho económico, membros do quadro das empresas, entre outros, que constam nos relatórios anuais das empresas entregues às autoridades.

de salientar a análise da orientação da exportação da empresa, empresas que operam em mercados de exportação actuam em mercados potencialmente maiores, o que afecta positivamente os seus lucros.

2.2.2.4 Conclusão

Ao analisar a forma como a proporção de mulheres nos cargos de CEO topo ou membros no quadro de directores, afecta o desempenho empresarial chegou-se a uma conclusão ambígua, que depende da medida de desempenho e da proporção de mulheres nos cargos de gestão.

O efeito do desempenho empresarial de uma maior fracção de mulheres como CEOs topo varia de zero a positivo. Os resultados mostram que o desempenho positivo está principalmente relacionado com gestoras do sexo feminino que detenham um grau universitário, enquanto CEOs femininas que não possuem esse grau têm um efeito muito menor ou insignificante sobre o desempenho empresarial.

Mulheres que são membros do quadro de directores, eleitas pela equipa têm efeitos positivos sobre o desempenho empresarial. No entanto, este efeito positivo não recai sobre outros membros do quadro feminino, onde o efeito é negativo - que pode ser explicado pelo facto de uma parte significativa das mulheres nos quadros terem laços familiares com os proprietários. Empresas que têm no mínimo um CEO de topo feminino apresentam uma proporção elevada de mulheres nas hierarquias seguintes e simultaneamente nos quadros de directores.

É de salientar que existe uma variação notória na proporção de gestoras femininas nas indústrias. Em algumas indústrias (sector primário, energia e água) não existe nenhuma empresa com uma mulher entre os CEOs topo nem vice-directores, enquanto outras indústrias são mais “feminino-amigável” como prestações de serviços e retalho, hotéis e restaurantes. Empresas mais antigas e com mais empregados tendem a apresentar gestoras femininas.

2.2.3 “Investing in Talents: Manager Characteristics and Hedge Fund Performances”, dos autores Haitao Lia, Xiaoyan Zhangb e Rui Zhaoc (2007)

2.2.3.1 Objectivo e relevância do tópico

Este artigo analisa o impacto das características do gestor no desempenho dos fundos cobertos. Tal como qualquer actividade empresarial, é possível que alguns gestores de fundos cobertos sejam melhores que outros na tomada de decisões de investimento. Identificar as características do gestor que levam a que tal situação aconteça é muito útil para os potenciais

investidores seleccionarem os melhores gestores de fundos, o que simultaneamente pode ter implicações profundas no bem-estar e é uma forma de testar algumas suposições e implicações da teoria racional de gestão de carteiras activa de *Berk e Green* (2004).

2.2.3.2 Contribuições de estudos anteriores

FHNR (2006) verificaram que, utilizando dados de fundos de fundos, alguns gestores de fundos cobertos podiam auferir de melhores alfas. O alfa produzido de fundos de fundos auferem maior experiência e influxos de capitais mais constantes. Há um número significativo de fundos de fundos que produzem retornos ajustados ao risco positivos, também foram averiguadas diferenças significativas *cross-sectional*⁷ nos retornos ajustados ao risco de fundos de fundos.

Fung e Hsieh (2004) e FHNR (2006) concluíram que retornos de fundos de fundos são menos susceptíveis ao preconceito *survivorship bias* do que fundos regulares cobertos.

Mitchell e Pulvino (2001) conduziram uma análise sobre o risco e propriedades de retorno da arbitragem submergida. Examinaram um índice de retorno de todos os negócios submergidos nas recentes décadas passadas e retornos de fundos cobertos que se especializaram nesta estratégia. O retorno da arbitragem submergida assemelha-se a uma opção *short put*⁸.

2.2.3.3 Aspectos fundamentais do artigo

2.2.3.3.1 Dados utilizados

Primeiramente construiu-se uma base de dados das características dos gestores baseada em 4.131 fundos cobertos pelo TASS⁹ entre 01/1994 e 09/2003. Especificamente, recolheu-se informação de seis características do gestor de cada fundo, que podem ser agrupadas em dois grupos: IDADE (idade do gestor), TRABALHO (número total de anos de trabalho) e ANTIGUIDADE (número de anos de trabalho no fundo coberto específico) representam a experiência de trabalho e interesses de carreira; e classificação SAT do instituto universitário do gestor, se o gestor tem um CPA ou CFA e se o gestor tem um grau de MBA, que caracterizam a inteligência e educação.

⁷ Amostra representativa de toda uma população.

⁸ Posição do vendedor de uma opção Put, que vende o direito de vender o activo subjacente ao preço de exercício (ou seja, está a comprar o activo subjacente).

⁹ O Lipper TASS Database é destinado a clientes que estejam interessados em pesquisar fundos cobertos para decisões de investimento. Este inclui mais de 350 campos de dados sobre aproximadamente 3.900 fundos cobertos geridos por mais de 1300 gestores de fundos.

2.2.3.2 Metodologia

De forma a assegurar resultados robustos, consideraram duas classes amplas de modelos que obtêm retornos ajustados ao risco dos fundos cobertos.

Na primeira classe, utilizaram vários índices de fundos cobertos como referências para ajustar o risco nos retornos dos fundos cobertos. A ideia base que está por trás desta aproximação é que estes índices talvez possam capturar as exposições de risco da média dos fundos cobertos e automaticamente ajustar para a não linearidade nos retornos dos fundos cobertos. Para tal, consideraram-se três índices: INDEX, FOF e STYLE. A segunda classe inclui os modelos: três-factores de FF, o de AN (2004) e o de sete-factores usado por FHNR (2006).

Baseando-se nestes modelos, correram-se regressões de série de tempo para cada fundo, de forma a calcular as suas exposições ao risco dos vários factores e para os retornos ajustados ao risco. Definiram-se como variáveis independentes, o peso do risco e os retornos ajustados ao risco, e correu-se a regressão Fama-MacBeth para as várias características do gestor.

De forma a controlar as interrupções estruturais nos retornos dos fundos cobertos, documentado por FHNR (2006), repetiu-se esta análise para sub-períodos diferentes com retornos relativamente estáveis. De modo a controlar o potencial *survivorship bias*, incluíram tanto fundos vivos como mortos e repetiu-se a análise para fundos de fundos.

2.2.3.4 Conclusão

Verificou-se um forte impacto na educação do gestor e nos interesses de carreira, em diferentes aspectos no desempenho dos fundos cobertos, tal como comportamentos do risco incorrido, retornos ajustados ou não ao risco e fluxos do fundo.

Em particular, concluiu-se que gestores de instituições com elevado SAT tendem a ter rentabilidades e influxos superiores, e incorrem a menos riscos. Gestores mais jovens também tendem a apresentar maiores rentabilidades e influxos, porém incorrem mais risco. Concluiu-se que gestores mais jovens e melhor educados tendem a atrair mais fluxos de capitais.

Fundos mais jovens e gestores com menos experiência tendem a apresentar um melhor desempenho. Também foram encontradas correlações positivas significativas entre o tamanho do fundo e SAT/TRABALHO.

Os resultados retirados demonstram que o SAT tem um efeito positivo muito mais forte nos retornos ajustados ao risco para fundos de fundos, do que para fundos regulares sendo uma possível explicação para este resultado, o facto do gestor de fundos de fundos ter de entender e seguir muitas estratégias diferentes. Simultaneamente encontrou-se um impacto negativo mais fraco do trabalho no retorno ajustado ao risco de fundos de fundos.

2.2.4 Which CEO Characteristics and Abilities Matter?, pelos autores Steven N. Kaplan, Mark M. Klebanov e Morten Sorensen (2007)

2.2.4.1 Objectivo e relevância do tópico

Embora já se tenha escrito imenso sobre a compensação de CEOs, rentabilidade e as suas relações de desempenho empresarial, poucos trabalhos incidem sobre que tipos de CEOs afectam o desempenho empresarial, o seu comportamento e o modo como o fazem.

Este artigo é inovador, pois utiliza uma avaliação detalhada dos dados dos candidatos a CEO de empresas envolvidas em operações PE, tanto para LBO, como VC. Este estudo analisa de que forma as características e habilidades dos CEOs se relacionam com as decisões de contratação, decisões de investimento em PE e o seu posterior desempenho.

2.2.4.2 Contribuições de estudos anteriores

Schoar e Bertrand (2003) ao estudar gestores que mudam de empresa encontraram provas consistentes que os gestores têm diferentes estilos, comportamentos e desempenhos. Hambrick e Mason (1984) salientaram que as características directamente observáveis, tais como "educação", "experiência adquirida" e "idade" dos CEOs são observáveis, na melhor das hipóteses por aproximações a factores psicológicos subjacentes aos CEOs.

Kaplan, Sensoy, Stromberg (2006) autores de um artigo sobre a viabilidade do negócio para empresas financiadas por capital de risco concluíram que o sucesso das empresas VCs é negativamente (não positivamente) relacionado com a medida de talento individual.

Hellmann e Puri (2002) e Kaplan e Stromberg (2004) apresentaram provas como as empresas PE actualizam o talento nas empresas em que investem.

Collins (2001) ao estudar onze CEOs de empresas com um desempenho notável identificou um "Nível 5", onde a liderança é considerada construção de "grandeza resistente". Os líderes "Nível 5" possuem traços comuns, tal como: dão crédito aos outros e tendem a culpar-se a si próprios, demonstram uma inabalável determinação, excelentes trabalhadores e esforçados, dirigem fanaticamente e criam equipas fortes.

2.2.4.3 Aspectos fundamentais do artigo

2.2.4.3.1 Dados utilizados

O estudo recai sobre avaliações detalhadas de 313 candidatos a cargos de CEO nas empresas financiadas por investidores PE - tanto para LBO como VC. As avaliações são baseadas em

quatro horas de entrevistas estruturadas, que foram realizadas de 2000 a 2006, por uma empresa especializada na avaliação de candidatos à gestão de topo para empresas PE (*ghSMART*) e as circunstâncias das avaliações variam em três dimensões primárias.

Em primeiro lugar, a empresa PE pode ou não já ter investido na empresa. Em segundo, o candidato a CEO poderá ser o CEO actual, pode trabalhar para a empresa, mas não como CEO, ou pode ser um candidato externo. Por último, devido ao facto de empresas mais jovens exigirem executivos com competências diferentes de empresas mais antigas, dividiram-se as avaliações em investimentos de investidores VC e LBO.

O relatório de cada CEO incide em mais de 40 características específicas e habilidades. Os dados incluem informações quantitativas e qualitativas sobre a educação e historial de trabalho, bem como avaliações de um vasto leque de competências e atributos pessoais.

2.2.4.3.2 Metodologia

As características gerais dos CEOs agrupam-se em sete áreas – liderança, pessoal, intelectual, motivacional, interpessoal, técnica e funcional. Além disso, classificaram-se estas características como: (1) "suave/ relacionamento de equipa " (desenvolve pessoas, trata as pessoas com respeito, flexibilidade, integridade, aberto à crítica e equipa), (2) "neutro" (contrata colaboradores, tranquilo sob pressão, organizado, prossegue em compromissos, capacidade intelectual, analítico, estratégico, criativo, atenção ao detalhe, entusiasmo, redacção, comunicação oral e persuasão), ou (3) capacidades "duras/individuais" (evitar desempenhos baixos, eficiência, agressivo, trabalhar rápido, persistência, estabelece padrões elevados, proactividade, trabalhador, ético, responsável).

Para cada uma das características *ghSMART* atribui-se um grau ao candidato CEO, variando a partir de D (mais baixa) para A +. Redimensionaram-se estes graus em quatro categorias: Graus inferiores a B como 1; de B+ como 2; de A- como 3; e por último de A a A+ como 4. Para além das características dos candidatos, também se codificaram três medidas: (1) se o candidato a CEO é contratado; (2) se a empresa PE investe na empresa; e (3) se os CEOs que são contratados são bem sucedidos.

Do total de 313 candidatos a CEO, obteve-se resposta de 146 empresas. Para complementar as informações fornecidas pelas empresas PE, recorreu-se a algumas outras fontes, tais como: CapitalIQ; Zoominfo; VentureOne; Lexis-Nexis; e sites de empresas PE.

De forma a analisar a relação entre as classificações dos CEOs e o seu subsequente sucesso, mediou-se o sucesso usando avaliações de empresas PE e as nossas próprias avaliações de sucesso a partir de dados publicamente disponíveis.

O problema de multi-colinearidade ao incluir todas as características do indivíduo como variáveis explicativas num modelo de regressão irá conduzir a resultados que são difíceis de interpretar. Para resolver este problema, aplicaram-se dois métodos para reduzir a dimensionalidade dos dados.

Em primeiro lugar, agregaram-se as características gerais em sete classificações. Seguidamente, efectuou-se uma análise às componentes principais, averiguou-se as principais componentes na variação das características dos candidatos e o peso de cada um sobre essas características.

Compararam-se as características do CEO com o sucesso do investimento e CEO. Para tal, restringiu-se a amostra aos CEOs que foram realmente contratados e foram utilizadas três medidas de sucesso. Primeiramente, a um CEO bem sucedido foi atribuída uma classificação de 1; um CEO medíocre, 0,5; e um CEO com insucesso, 0. Em segundo lugar, teve-se em consideração as apreciações de sucesso financeiro de investimentos em empresas PE. As empresas PE classificam os negócios como sem sucesso, pouco claros, bem sucedidos e muito bem sucedidos. Por último, combinaram-se as apreciações de empresas com informações publicamente disponíveis, na tentativa de avaliar todos os CEOs que foram contratados. Obteve-se um total de 101 apreciações de CEOs LBO e 124 VC.

2.6.4 Conclusão

Este estudo proporciona algumas implicações. Primeiro, é possível medir os talentos e habilidades individuais dos CEOs. Esses são coerentemente correlacionados com a contratação, investimento e desempenho.

Em segundo lugar, no âmbito das decisões de contratação, investidores e empresas preferem competências e aptidões gerais do que competências e conhecimentos específicos. Colaboradores internos com capacidades semelhantes aos candidatos a CEOs externos são significativamente mais prováveis de serem contratados.

Terceiro, o sucesso e o desempenho são mais fortemente correlacionados com competências duras do que com competências suaves, o que condiciona a contratação de um CEO. Os resultados retirados nesta análise são coerentes com as conclusões de Collins, na medida em que CEOs "Nível 5" têm uma determinação inabalável, são fanaticamente dirigidos, exibem diligência *workmanlike* e constroem equipas fortes. Ao mesmo tempo, os resultados extraídos por este estudo não parecem ser consistentes com CEOs que exibem modéstia incontornavelmente e concedem crédito aos outros tendo culpa sobre si próprios.

No geral, a análise e os resultados são interessantes e inovadores, porém têm algumas limitações. Em primeiro lugar, os resultados reflectem empresas LBO e VC. Embora estes dois grupos sejam bastante diferentes, estes tipos de empresas podem ter necessidades específicas e, por conseguinte, os resultados não se podem generalizar para todas as empresas. Em segundo lugar, os dados de desempenho são brutos e eventualmente têm alguma distorção. Por último, algumas das interpretações têm um elemento de subjectividade, embora este seja inevitável nesta linha de investigação.

Capítulo 3. EVIDÊNCIA EMPÍRICA: ÍNDICE FTSEUROFIRST 300

3.1 Caracterização do Índice FTSEurofirst 300

No dia 29 de Setembro 2004 o índice FTSEurofirst 300 uniu-se à série de índice FTSEurofirst, cobrindo 93,3% do índice FTSE da Europa desenvolvida, o qual reconhece as 300 empresas *blue chip* mais capitalizadas da Europa e é considerado a referência determinante para títulos Pan-europeus.

O universo de selecção para o FTSEurofirst 300 é o do índice FTSE da Europa desenvolvida. Este índice tem vários sub-índices englobando as duas novas posições do FTSEurofirst super-sectores (Pan-europeu e Eurozone). O indicador relevante para a admissão de uma empresa no FTSEurotop 300 é a sua capitalização bolsista.

Sistema de classificação

O FTSEurofirst 300 é baseado no FTSE Sistema de Classificação Global. Em linha com todos os outros índices de FTSE (excepto os índices de Super-sector).

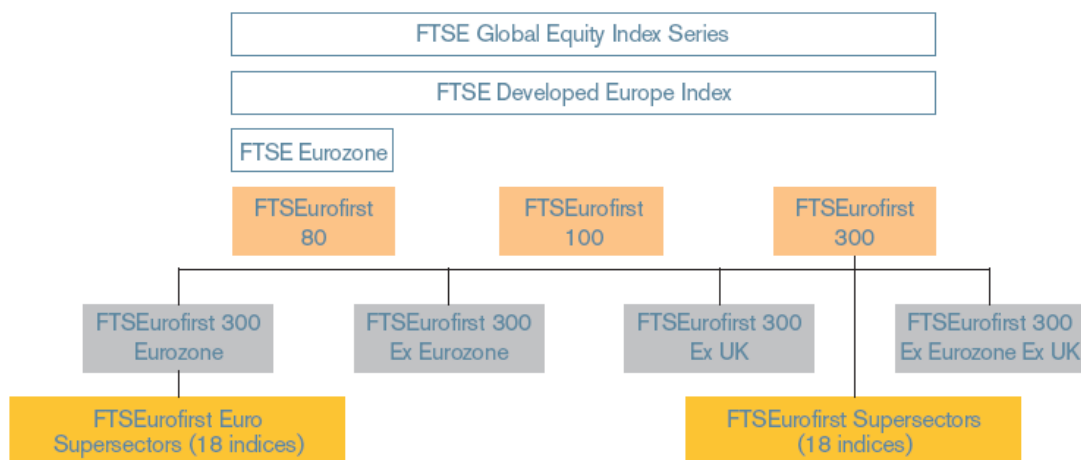
Quadro 1

Renomeação dos índices

Novo nome	Antigo nome	Código
FTSEurofirst 300	FTSE Eurotop 300	E3X
FTSEurofirst 300 Eurozone	FTSE Eurotop 300 Eurozone	3EC
FTSEurofirst 300 Ex Eurozone	FTSE Eurotop 300 Ex Eurozone	3XEC
FTSEurofirst 300 Ex UK	FTSE Eurotop 300 Ex UK	3XUK
FTSEurofirst 300 Ex Eurozone Ex UK	FTSE Eurotop 300 Ex Eurozone Ex UK	3XCXKF

Ilustração 1

Árvore de Família FTSEurofirst



Adicionalmente há 16 índices de países disponíveis no índice FTSEurofirst 300.

Quadro 2

Composição dos Índices

	FTSEurofirst 80	FTSEurofirst 100	FTSEurofirst 300
Universo de selecção	Índice FTSE Eurozone	Índice FTSE da Europa desenvolvida	Índice FTSE da Europa desenvolvida
Vista geral constituinte	60 maiores empresas do mercado elegível da Eurozone mais 20 empresas escolhidas do grupo económico com peso mais baixo do que o normal, relativo ao universo do índice.	60 maiores empresas dos mercados elegíveis (Eurozone + Reino Unido) mais 40 empresas escolhidas do grupo económico com peso mais baixo do que o normal, relativo ao universo do índice.	300 maiores empresas europeias tendo como base a capitalização de mercado.
Moeda	Euro (moeda base), Libra inglesa, Dólar dos EUA e Yen Japonês		

3.2 Dados utilizados

Os dados financeiros demonstrativos do desempenho empresarial das várias empresas constituintes do Índice FTSEurofirst 300, foram financiados pela FCT - PTDC/GES/65650/2006 retirados do software *Reuters Knowledge 2.10*, tal como as características dos CEOs de cada empresa em questão. No entanto, existia alguma escassez no que diz respeito a estas últimas informações, pelo que, pesquisei nos sites Answers, Wikipedia, Businessweek, Corporateinformation e sites das próprias empresas, os quais forneceram informações bastante detalhadas e importantes sobre os CEOs em análise.

Desta pesquisa bastante morosa consegui obter para o ano civil 2006 (1/4/06 a 21/3/07), uma amostra de 286 empresas. Contudo, expurguei desta amostra empresas lideradas por mais do que um CEO e simultaneamente empresas que apresentavam CEOs com antiguidade inferior a seis meses, tendo desta filtragem sobrevivido 273 empresas.

Toda a análise em questão recai sobre estas 273 empresas/CEOs.

3.3 Metodologia

De forma a analisar o elo de ligação entre os vários graus universitários dos CEOs e o desempenho empresarial estabeleceram-se variáveis *dummy*, 0 ou 1, 0 caso o CEO não tivesse retirado aquele grau universitário ou 1 caso o possuísse. Simultaneamente, foi criada uma variável “Grau Universitário” que apresenta o código 1 caso o CEO tenha como grau o Bacharelato/Licenciatura, 2 se tivesse concluído Pós-Graduação, 3 se retirou MBA, 4 se fosse Mestre, 5 se tivesse o grau DHA – Honory, 6 se for Doutorado e 7 se tivesse obtido Pos-Doc.

Relativamente à classificação das universidades onde os CEOs retiraram o seu grau de MBA, esta informação foi retirada do Business School Rankings 2006.

De forma a captar a relação entre as características dos CEOs e os indicadores económico-financeiros das empresas, trabalharam-se os dados no programa SPSS e efectuaram-se correlações entre as imensas variáveis em estudo, de forma a expurgar resultados estatisticamente significativos.

3.4 Caracterização da amostra

3.4.1 CEOs

A amostra em estudo é quase totalmente constituída pelo sexo masculino (98,53%), relativamente à naturalidade, os quatro países que se destacam são: Alemanha e França, com valores similares, 17,22% e 16,85%, seguido do Reino Unido e da nossa vizinha Espanha, com 12,82% e 8,42%, respectivamente. É de notar que apesar do enorme esforço e inúmeras tentativas não consegui obter a naturalidade de 6,59% dos CEOs da amostra.

Relativamente ao estado civil, apenas consegui obter informação sobre 125 CEOs da amostra, quase a totalidade casados, três divorciados e um solteiro.

Quanto ao número de filhos dos CEOs, somente obtive informação sobre 43,22% da amostra, onde 43,22% possuem dois filhos, 36,44% três filhos, 11,02% têm mais de quatro filhos, 7,63% têm apenas um filho e dois CEOs não têm descendentes.

Analisando a idade dos CEOs, um pouco mais de metade da amostra (52,38%) tem idades compreendidas entre os 50 e 60 anos, 22,71% entre os 60 e 70 anos, 20,15% entre os 40 e 50, apenas três CEOs têm idades do escalão mais jovem, entre os 30 e 40 e quatro do escalão mais velho, com idade superior a 70 anos. Todavia não foi possível obter informação sobre a idade de seis CEOs.

No que concerne à antiguidade do CEO, mais de metade da amostra (54,95%) tem uma antiguidade compreendida de 1 a 5 anos e 22,34%, uma antiguidade entre 5 a 9 anos. É de salientar que 9,16% da amostra possuem o cargo de CEO entre os 9 e 13 anos e apenas 8,42% estão na posição de CEO entre os 6 meses e 1 ano.

Quanto à antiguidade do CEO como director, 34,8% dos CEOs da amostra não possuem este cargo, 31,14% estão neste cargo de 1 a 5 anos, 14,65% entre os 5 e 9 anos e 8,79% entre os 9 e 13 anos.

Relativamente à antiguidade no quadro, as percentagens são superiores, pois 38,46% dos CEOs já estão no quadro entre 1 a 5 anos, 25,64% entre 5 a 9 anos, 16,85% dos 9 aos 13 anos e 7,33% entre os 9 e 17 anos.

Por último, a antiguidade do colaborador na empresa apresenta proporções mais equitativas, do que as antiguidades anteriores, 28,94% de 1 a 6 anos, 16,85% dos 6 aos 11 anos, 12,45% entre 11 e os 16 anos e 11,72% dos 16 aos 21 anos. É de salientar uma percentagem de 8,42% dos 31 aos 36 anos e aproximadamente 5% com antiguidade superior a 36 anos.

Relativamente às habilitações literárias, 66,3% dos CEOs obtiveram um 1.º bacharelato/licenciatura, apenas 4,76% possui o 2.º bacharelato/licenciatura, somente três CEOs têm pós-graduações, quase 20% possui MBA, 23,44% o grau de mestre, 3,30% o *DBA* – Honory, 16,48% o doutoramento e apenas um CEO possui o grau Pos-doc. Sobre esta variável não foi possível obter informação sobre 11% da amostra.

No que concerne ao grau universitário, de acordo com as informações que consegui obter dos CEOs, 41,98% dos CEOs possuem o nível bacharelato/licenciatura, apenas três CEOs têm o nível pós-graduação, 14,81% têm o MBA, 20,16% o nível de mestre, apenas 3,30% têm o *DBA* - Honory, 18,11% o doutoramento e somente um CEO possui o nível Pos-doc.

Quanto às áreas de habilitações, a maior parte dos CEOs (52,5%) que possuem o 1.º bacharelato/licenciatura retiraram o grau com a 1.ª área de Economia/Gestão, 24% no âmbito da Engenharia e cerca de 4% em Direito. Na 2.ª opção, temos a área da Comunicação e Política que apresentam os mesmos valores (18,18%) e as outras áreas com a percentagem restante, dividida equitativamente. Somente três CEOs têm uma 3ª área, dois deles em Economia/Gestão e o outro em História. No que diz respeito ao país onde retiraram este grau, a maior proporção recai na França (21,31%), seguido da Inglaterra com 13,66% e da Alemanha e Espanha com 10,38%.

No 2.º bacharelato/licenciatura, a área que se destaca é o Direito com 46,15%, seguido de Engenharia com 30,77%. Neste caso, os países que se destacam são novamente a França, com maior proporção (23,08%), Espanha e Estados Unidos da América com 15,38%.

Os três CEOs que retiraram pós-graduação, especializaram-se em Economia/Gestão e apenas um tem mais outra área de pós-graduação, as Ciências Naturais. Quanto ao país, dois deles obtiveram este grau na França e o outro nos Estados Unidos da América.

Relativamente ao 1.º MBA, o país que apresenta maior peso são os Estados Unidos da América com quase 30%, seguido de França (25,9%) e da Inglaterra (18,5%). Apenas dois CEOs retiraram outro MBA, um na França e outro na Noruega.

No âmbito do 1.º mestrado, as áreas favoritas são: Economia/Gestão (40%); Engenharia (29,2%); e Direito (12,3%), apenas dois CEOs têm mais uma área no 1.º mestrado, um em Engenharia e outro em Política. Quanto à área geográfica, o país preferido foi a Inglaterra (20%), seguido da Suécia (18,5%), da Alemanha e dos Estados Unidos (ambos com 10,8%). Somente quatro CEOs obtiveram um segundo mestrado, dois em Engenharia, um em Economia/Gestão e outro em Direito. No que diz respeito aos países, dois CEOs preferiram os Estados Unidos da América, um a Holanda e o outro a França.

Quanto ao grau de DBA-Honory, apenas nove CEOs possuem este grau, três em Engenharia (destes três CEOs, um também possui o grau DBA-Honory na área de Economia/Gestão), dois em Economia/Gestão, dois em Direito, um em Ciências Naturais e outro em Psicologia. Relativamente ao país, existe uma grande diversificação da proporção.

No que concerne ao doutoramento, 48,9% dos CEOs que obtiveram este grau, especializaram-se em Economia/Gestão, 17,8% em Engenharia e 11,1% em Ciências Naturais e Direito tendo as restantes áreas baixas ponderações. Apenas um CEO possui este grau académico em duas áreas, Economia/Gestão e Engenharia. No que diz respeito ao espaço geográfico, 40% preferiram a Alemanha, seguida da França mas com apenas 13,3% e 11,1% a Inglaterra, tendo os restantes países baixas proporções.

Apenas um CEO obteve o grau Pos-Doc, nos Estados Unidos da América, especializando-se na área de Ciências Naturais.

3.4.2 Empresas

Quadro 3

Repartição do Índice FTSEurofirst 300 por País e por Sector

Países	N.º	Peso
Alemanha	34	12,45%
Áustria	5	1,83%
Bélgica	8	2,93%
Dinamarca	4	1,47%
Finlândia	6	2,20%
França	46	16,85%
Grécia	7	2,56%
Irlanda	5	1,83%
Itália	19	6,96%
Holanda	19	6,96%
Luxemburgo	1	0,37%
Noruega	5	1,83%
Portugal	4	1,47%
Espanha	22	8,06%
Suécia	15	5,49%
Suíça	6	2,20%
Reino Unido	67	24,54%
Total	273	100,00%

Sector	N.º	Peso
Materiais básicos	19	6,96%
Bens de capitais	26	9,52%
Conglomerados	12	4,40%
Consumos cíclicos	14	5,13%
Consumos não cíclicos	19	6,96%
Energia	10	3,66%
Financeiro	68	24,91%
Saúde	16	5,86%
Serviços	56	20,51%
Tecnologia	8	2,93%
Transportes	8	2,93%
Utilidades	17	6,23%
Total	273	100,00%

De acordo com o Quadro 3, o país que agrupa a maior repartição do índice em análise é o Reino Unido (24,54%), seguido da França (16,85%), Alemanha (12,45%) e Espanha (8,06%). É de salientar a posição diminuta de Portugal (1,47%).

Relativamente aos sectores de actividade, destaca-se o Financeiro (24,91%), seguindo-se os Serviços (20,51%) e os Bens de capital (9,52%). Os restantes sectores têm proporções bastante baixas e equitativas.

Quadro 4

Número de Empregados e Rácios de Liquidez e Rentabilidade

		Número de Empregados	Liquidez Reduzida	Liquidez Geral	ROA	ROI	ROS	ROCE
N	Válido	267	207	207	268	209	207	267
	Falta	6	55	66	5	64	55	6
Média		64.139,85	1,35	1,62	0,07	0,12	0,22	0,23
Desvio-padrão		78.455,60	2,38	2,40	0,07	0,11	0,49	0,27
Mínimo		48	0,21	0,24	-0,13	-0,14	0,00	-0,17
Máximo		487.000	23,48	23,48	0,53	0,96	5,42	3,58
Quartil	25	15.816,00	0,71	0,90	0,01	0,06	0,13	0,13
	50	38.224,00	0,90	1,16	0,05	0,09	0,12	0,19
	75	81.730,00	1,18	1,48	0,09	0,17	0,20	0,26

No que concerne ao número de empregados, o valor mínimo é muitíssimo discrepante do valor máximo, como tal o desvio-padrão é bastante elevado mas a média encontra-se entre o segundo e terceiro quartil.

Analisando a liquidez, ambos os rácios apresentam valores médios superiores a um, o que significa que em média todas as empresas conseguem solver as suas obrigações de curto prazo com as suas disponibilidades e dívidas de terceiros, no caso da liquidez reduzida e com o seu activo circulante, no caso da liquidez geral.

No âmbito das rentabilidades, todos os valores médios encontram-se situados entre o 2.º e 3.º quartil, excepto o ROS (22%) que é um pouco superior ao 3.º quartil (20%). É de notar uma subida dos valores médios e do quartil dos rácios de rentabilidade do ROA, ROI, ROS até ao ROCE.

O ROCE médio (22,92%) e mesmo o 1.ºquartil (13%) é superior à taxa de juro no mercado de capitais e simultaneamente supera o custo do financiamento, o que significa que os investidores de capital beneficiam ao investir nestas empresas, pois o seu retorno é superior aos seus custos e/ou oportunidades alternativas.

Quadro 5

Rácios Financeiros – Rentabilidade e Actividade

		Margem de Lucro Bruto	Margem de Lucro Líquido	Taxa de Crescimento da Margem de Lucro Líquido	Rotação de Existências	Rotação do Activo	Produtividade
N	Válido	198	263	219	192	221	219
	Falta	75	10	54	81	52	54
	Média	0,50	0,19	0,11	60,83	0,81	1,04
	Desvio-padrão	0,25	0,48	0,26	545,41	0,60	4,35
	Mínimo	0,01	-0,30	-0,60	0,10	0,00	0,03
	Máximo	1,01	5,21	2,54	7460,24	4,81	60,78
	Quartil 25	0,29	0,05	0,01	3,46	0,41	0,19
	50	0,48	0,09	0,08	5,62	0,71	0,30
	75	0,67	0,16	0,18	14,54	1,00	0,65

De acordo com o Quadro 5, como era espectável, a margem de lucro líquido apresenta valores inferiores ao lucro bruto, pois este último não inclui outros tipos de custos, para além do custo das mercadorias vendidas. Em média, as empresas conseguem obter uma margem de lucro bruto de 50%, mas quando se tem em consideração outros custos operacionais (administrativos e distribuição), financeiros e extraordinários, esta margem desce para 19%.

A taxa de crescimento da margem do lucro líquido é em média 11% e este valor situa-se entre o 2.º e o 3.º quartil.

A rotação de existências é em média aproximadamente 61, o que significa que em média as empresas têm que rodar o seu stock 61 vezes para perfazerem as suas vendas, valor bastante superior ao 3.º quartil, sendo o desvio-padrão muito elevado.

A rotação do activo é em média, de 0,81, encontrando-se entre o 2.º e 3.º quartil e a produtividade média é de 1,04, valor superior ao 3.º quartil.

Quadro 6

Rácios Financeiros – Endividamento

		Alavancagem Financeira	Autonomia Financeira	Solvabilidade	Endividamento	Debt Ratio
N	Válido	266	266	26	265	267
	Falta	7	7	7	8	6
Média		8,42	0,30	0,89	0,43	0,23
Desvio-padrão		10,22	0,22	2,59	0,25	0,17
Mínimo		1,04	0,02	0,02	0,00	0,00
Máximo		50,35	0,97	28,45	0,97	0,87
Quartil	25	2,29	0,10	0,11	0,25	0,10
	50	3,35	0,30	0,43	0,40	0,21
	75	10,52	0,44	0,81	0,60	0,33

De acordo com o Quadro 6, a alavancagem financeira média (8,42) encontra-se acima do limite superior do intervalo para que a empresa esteja estabelecida no mercado e o 2.º quartil está compreendido no intervalo estipulado.

Relativamente à autonomia financeira, tanto o rácio médio como o 2.º quartil estão compreendidos dentro do intervalo estipulado. A solvabilidade está intimamente relacionada com a autonomia, pelo que apresenta valores bastante estáveis, pois em média as empresas têm capacidade para solver 89% das responsabilidades assumidas, evidenciando algum grau de independência da empresa em relação aos credores.

O endividamento médio é de 43% encontrando-se próximo do 2.º quartil e o 3.º quartil apresenta um endividamento de apenas 60%.

Finalmente, o rácio de dívidas demonstra a proporção de activos da empresa que são financiados com as dívidas. Como em média a relação é inferior a um (0,23), a maioria dos activos da empresa são financiados com os capitais próprios. É de salientar que o 3.º quartil apenas apresenta um valor de 0,33.

Quadro 7

Rácios Financeiros – Mercado

		P/E	EPS	P/CF	CFPS	P/BV	BVPS	Payout Racio	Valor da Empresa	Valor da Empresa/Vendas	Valor da Empresa/EBITDA
N	Válido	219	266	262	262	267	268	26	209	208	203
	Falta	54	7	11	11	6	5	247	64	65	70
	Média	1,04	18,18	14,09	38,84	4,23	139,45	1,71	43.219,96	4,05	13,18
	Desvio-padrão	4,35	234,37	23,27	533,14	7,11	1.914,40	1,16	65.462,06	15,64	20,44
	Mínimo	0,03	0,02	2,45	0,03	0,44	0,07	0,17	2.171,97	0,41	2,79
	Máximo	60,78	3.824,73	356,58	8.634,29	94,12	31.357,59	4,21	393.459,50	221,75	277,38
	Quartil 25	0,19	0,65	7,95	1,05	1,93	3,75	0,78	10.622,96	1,16	7,85
	50	0,30	2,00	10,89	3,06	2,82	10,64	1,58	18.462,34	1,97	10,32
	75	0,65	3,99	15,17	7,35	4,11	25,70	2,22	43.139,30	3,33	13,23

O Quadro 7 ilustra os rácios de Mercado, o número médio de anos que o investidor necessita para recuperar o investimento com os resultados por acção é de apenas um ano. O resultado líquido por acção médio é de 18,18, o desvio-padrão apresenta um valor de 234,37 e o terceiro quartil 3,99.

O número de anos médio que o investidor necessitaria para "recuperar" o investimento com o *cash flow* por acção é cerca de 14 anos, valor muito próximo do terceiro quartil.

Relativamente ao *cash flow* estimado que cabe a cada acção o valor médio é de 38,84 com um desvio-padrão muito elevado de 533,14, pois o valor máximo é de 8.634,29, é de salientar que o terceiro quartil é de apenas 7,35.

O P/BV que indica quantas vezes o investidor está a pagar pelo valor contabilístico dessa acção é em média 4,23. Quanto ao valor contabilístico por acção, o valor médio é de 139,45, porém o terceiro quartil tem um valor bastante discrepante de 25,70.

No que concerne à percentagem dos resultados líquidos da empresa distribuídos aos seus accionistas sob a forma de dividendos, o valor médio é de 1,71.

3.5 Correlações entre variáveis

A correlação é uma técnica bem relacionada que envolve uma forma de estimação, mede a força, ou grau de relacionamento entre duas variáveis e é representado pela letra r .

Características de r :

- 1) O valor de r varia de $-1,00$ a $+1,00$;
- 2) Um relacionamento positivo (r é $+$) entre duas variáveis indica que os valores altos (baixos) de uma das variáveis correspondem valores altos (baixos) da outra;
- 3) Um relacionamento negativo (r é $-$) entre duas variáveis indica que os valores altos (baixos) de uma das variáveis correspondem valores baixos (altos) da outra;
- 4) Um relacionamento zero ($r \approx 0$) indica que alguns valores altos estão em correspondência com valores baixos e outros estão em correspondência com valores altos, ou seja, não existe consonância;
- 5) O sinal de r é sempre o mesmo sinal de b_1 , o coeficiente angular de uma recta imaginária ajustada aos dados, analisada numa regressão.

Quadro 8

Valores para a correlação populacional

Valor de r (+ ou -)	Interpretação
0,00 a 0,19	Correlação bem fraca
0,20 a 0,39	Correlação fraca (1)
0,40 a 0,69	Correlação moderada (2)
0,70 a 0,89	Correlação forte (3)
0,90 a 1,00	Correlação muito forte (4)

Quadro 9

Nível de significância

Nível de significância	
**	0,01 (2-caudas)
*	0,05 (2-caudas)

No estudo em questão expurguei a correlação bem fraca, pois não há grande interesse na sua análise. Seguidamente, apresenta-se um breve resumo sobre os restantes tipos de correlação e seus relacionamentos, que se encontram ilustrados no Quadro 10.

Correlações Positivas

- Fraca (1)

- Idade do CEO com Antiguidade na Empresa - S/N (n=267**)

Quanto maior (menor) for a Idade do CEO, maior (menor) será a antiguidade do mesmo na empresa.

- Idade do CEO com Produtividade (n=213**)

Para uma empresa apresentar níveis superiores (inferiores) de Produtividade, os CEOs deverão ter uma idade mais (menos) avançada, pois quanto mais (menos) elevada for a Idade do CEO, maior (menor) será o valor que este índice manifesta.

- Idade do CEO com P/E (n=213**)

Quanto mais (menos) jovem for o CEO menos (mais) anos o investidor necessita para recuperar o investimento com os resultados por acção, tornando-se uma empresa mais atractiva.

- Antiguidade do CEO no cargo com Liquidez Reduzida e Geral (n=207**)

Quanto maior (menor) for a Antiguidade do CEO maior (menor) será o rácio de Liquidez Reduzida e Geral, aumentando (diminuindo) a solvência da empresa no curto prazo.

- Antiguidade do CEO na Empresa com Antiguidade do CEO no Cargo (n=273**)

A Antiguidade do CEO na Empresa está relacionada de forma directa com a sua Antiguidade no Cargo, ou seja, quanto maior (menor) for a Antiguidade do CEO na empresa, maior (menor) será a sua Antiguidade no Cargo.

- Antiguidade do CEO na Empresa com Solvabilidade (n=266**)

Quanto maior (menor) for a Antiguidade do CEO na Empresa maior (menor) será a capacidade da empresa solver as suas dívidas.

- Antiguidade do CEO na Empresa com Produtividade (n=219**)

À medida que a Antiguidade do CEO na Empresa aumenta (diminui), a Produtividade da empresa acompanha esse crescimento de forma fraca. Deste modo, quantos mais (menos) anos o CEO perdurar na sua posição, maior (menor) será a Produtividade da mesma.

- Antiguidade do CEO na empresa com P/E (n=219**)

Quanto menor (maior) for a Antiguidade do CEO na Empresa menor (maior) será o tempo que o investidor necessita para recuperar o investimento com os resultados por acção, tornando-se numa empresa mais (menos) atractiva.

- Antiguidade do CEO como Director com a Classificação do MBA do CEO (n=16)

A Classificação do MBA do CEO influencia a Antiguidade do mesmo como Director, de forma positiva. Deste modo, quanto maior (menor) for a classificação do MBA auferido maior (menor) será a Antiguidade do CEO como Director.

- Antiguidade do CEO como Director com Liquidez Reduzida e Geral (n=135*)

Quanto maior (menor) for a Antiguidade do CEO como Director maior (menor) será o rácio de Liquidez Reduzida e Geral, aumentando (diminuindo) a solvência da empresa no curto prazo.

- Antiguidade do CEO como Director com Solvabilidade (n=173**)

À medida que a Antiguidade do CEO como Director aumenta (diminui) a Solvabilidade da empresa acompanha essa evolução, assim, quanto maior (menor) for a Antiguidade do CEO como Director maior (menor) será a capacidade da empresa em solver as suas obrigações.

- Antiguidade do CEO como Director com Produtividade (n=142**)

Quanto maior (menor) for a Antiguidade do CEO como Director maior (menor) será a Produtividade da empresa.

- Antiguidade do CEO como Director com P/E (n=142**)

À medida que a antiguidade do Director aumenta (diminui) o tempo de recuperação do investimento segue esse movimento, aumentando (diminuindo) o período temporal de recuperação do investimento, o que torna a empresa menos (mais) atractiva.

- Número de filhos do CEO com Autonomia Financeira (n=116*)

Quanto mais (menos) filhos tiverem os CEOs maior (menor) será capacidade da empresa financiar o seu activo com os capitais próprios, sem recorrer a capitais alheios.

- Número de filhos do CEO com Classificação do MBA do CEO (n=16)

O número de filhos do CEO está relacionado positivamente com a classificação do seu MBA. Consequentemente, quanto maior (menor) for a Classificação do MBA, mais (menos) filhos o CEO tem.

- Classificação do MBA do CEO com o ROCE, ROA (n=22) e ROI (n=17)

Os rácios de rentabilidade ROCE, ROA e ROI apresentam valores superiores (inferiores) quanto maior (menor) for a classificação do MBA do CEO.

- Classificação do MBA do CEO com Autonomia Financeira e Solvabilidade (n=22)

Relativamente aos rácios de endividamento, nomeadamente, a Autonomia Financeira e a Solvabilidade, estes apresentam valores superiores (inferiores) quanto maior (menor) for a classificação do MBA do CEO. Deste modo, maior (menor) será o grau de independência da empresa em relação aos credores.

- Classificação do MBA do CEO com P/BV (n=22)

Quanto maior (menor) for a Classificação do MBA do CEO mais forte (fraco) será o crescimento de resultados da empresa no futuro.

- Classificação do MBA do CEO com Valor da Empresa (n=17)

À medida que a Classificação do MBA do CEO aumenta (diminui), maior (menor) será o Valor da Empresa que gere.

- Moderadas (2)

- Idade CEO com a Antiguidade no Cargo e no Quadro (267**)

Quanto maior (menor) for a Idade do CEO maior (menor) será a sua Antiguidade no Cargo e no Quadro da empresa.

- Idade CEO com a Antiguidade do CEO como Director (174**)

Quanto maior (menor) for a idade do CEO maior (menor) será a Antiguidade do CEO como Director.

- Antiguidade do CEO como Director com Antiguidade do CEO na Empresa (n=178**)

Quanto maior (menor) for a Antiguidade do CEO na Empresa maior (menor) será a sua Antiguidade como Director.

- Antiguidade do CEO no Quadro com Antiguidade do CEO na Empresa (n=273*)

Quanto maior (menor) for a Antiguidade do CEO no Quadro maior (menor) será a sua Antiguidade na Empresa.

- Classificação do MBA do CEO com a Liquidez Reduzida (n=17**) e Geral (n=17*)

Quanto maior (menor) for a Classificação do MBA do CEO, maior (menor) será a capacidade da empresa solver as suas obrigações de curto prazo através do activo circulante (no caso da Liquidez Geral) e através das suas disponibilidades e dívidas de terceiros (no caso da Liquidez Reduzida).

- Classificação do MBA do CEO com a Rotação de Existências (16), Rotação do Activo (19) e Produtividade (19*)

No âmbito dos rácios de actividade, quanto maior (menor) for a classificação do MBA do CEO, maiores (menores) serão os rácios de actividade apresentados pela empresa.

- Classificação do MBA com o EPS (n=22), CFPS (n=22) e BVPS (n=22)

Quanto maior (menor) for a Classificação do MBA, maior (menor) será o resultado líquido por acção, o valor por acção e o valor contabilístico por acção.

- Fortes (3)

- Antiguidade do CEO no Cargo com a Antiguidade do CEO como Director (n=178**)

Quanto maior (menor) for a Antiguidade do CEO no Cargo, maior (menor) será a antiguidade do mesmo como director.

- Antiguidade do CEO no Cargo com a Antiguidade do CEO no Quadro (n=273**)

À medida que a Antiguidade do CEO no Cargo aumenta (diminui), maior (menor) será a antiguidade do mesmo no quadro.

- Antiguidade do CEO como Director com a Antiguidade do CEO no Quadro (n=178**)

Quanto maior (menor) for a Antiguidade do CEO no Quadro, maior (menor) será a antiguidade do mesmo como director.

- Muito forte (4)

- Nível Universitário com o Payout Racio (n=25)

Quanto maior (menor) for o Nível Universitário do CEO, maior (menor) será a percentagem dos resultados líquidos da empresa distribuídos aos seus accionistas sob a forma de dividendos.

Correlações Negativas

- Fraca (1)

- Idade do CEO com o Payout Racio (n=26)

Quanto mais (menos) jovens são os CEOs maior (menor) é a percentagem dos resultados líquidos da empresa distribuídos aos seus accionistas sob a forma de dividendos.

- Antiguidade do CEO como Director/no Quadro com o Payout Racio (n=20)

A percentagem dos resultados líquidos da empresa distribuídos aos seus accionistas sob a forma de dividendos é menor (maior), quanto maior (menor) for a Antiguidade do CEO como Director ou no Quadro.

- N.º de Filhos do CEO com ROCE (n=116*)

Quanto maior (menor) for o número de filhos do CEO menor (maior) será a rentabilidade dos capitais próprios.

- Número de Empregados com ROI (n=208**)

À medida que o Número de Empregados aumenta (diminui) a rentabilidade do investimento diminui (aumenta).

- Número de Empregados com ROS (n=207**)

Quanto maior (menor) for o Número de Empregados da empresa, menor (maior) será a rentabilidade das vendas.

- Classificação do MBA do CEO com ROS (n=18), Margem de Liquidez Líquida (n=21), Taxa de Crescimento da Margem de Liquidez Líquida (n=20), Valor da Empresa/EBITDA e Valor da Empresa/Vendas (n=17)

Quanto maior (menor) for a classificação do MBA do CEO, menor (maior) será a margem de venda praticada pela empresa, a margem de liquidez líquida e a taxa de crescimento da mesma. A mesma analogia coexiste entre a classificação do MBA do CEO e a relação entre o valor de todos os capitais que financiam a empresa e as vendas, e o *cash flow* operacional.

- Moderadas (2)

- Nível Universitário do CEO com Solvabilidade (n=236)

A Solvabilidade apresenta valores superiores (inferiores), quanto menor (maior) for o Nível Universitário do CEO. Desta forma, maior (menor) será a capacidade de solvência das dívidas, aumentando (diminuindo) o grau de independência da empresa em relação aos credores.

- Nível Universitário do CEO com Endividamento (n=235)

Quanto maior (menor) for o Nível Universitário do CEO menor (maior) será o grau de endividamento da empresa.

- Número de Empregados com Payout Racio (n=26*)

Quanto maior (menor) for o Número de Empregados da empresa, menor (maior) será a percentagem dos resultados líquidos da empresa distribuídos aos seus accionistas sob a forma de dividendos.

• Muito Forte (4)

- ROS com o Nível Universitário do CEO (n=182)

A rentabilidade das vendas aumenta (diminui), quanto menor (maior) for o Nível Universitário do CEO da empresa.

Quadro 10

**Correlações entre os Indicadores económico-financeiros das Empresas e as
Características dos seus CEOs**

			CEO						
			Idade	Antiguidade					
				no Cargo	como Director	no Quadro	na Empresa		
CEO	Idade		Pearson Correlation	1,000	0,455	0,428	0,464	0,363	
			Sig. (2-tailed)		0,000	0,000	0,000	0,000	
			N	267	267 **	174**	267**	267**	
	Antiguidade	no Cargo	Pearson Correlation	0,455	1,000	0,866	0,776	0,323	
			Sig. (2-tailed)	0,000		0,000	0,000	0,000	
			N	267**	273	178**	273**	273**	
		como Director	Pearson Correlation	0,428	0,866	1,000	0,817	0,456	
			Sig. (2-tailed)	0,000	0,000		0,000	0,000	
			N	174**	178**	178	178**	178**	
		no Quadro	Pearson Correlation	0,464	0,776	0,817	1,000	0,533	
			Sig. (2-tailed)	0,000	0,000	0,000		0,000	
			N	267**	273**	178**	273	273**	
		na Empresa	Pearson Correlation	0,363	0,323	0,456	0,533	1,000	
			Sig. (2-tailed)	0,000	0,000	0,000	0,000		
			N	267**	273**	178**	273**	273	
		Número de Filhos		Pearson Correlation	0,022	0,004	-0,045	-0,021	-0,100
				Sig. (2-tailed)	0,809	0,965	0,698	0,822	0,279
				N	118	118	78	118	118
	Classificação dos MBA		Pearson Correlation	-0,011	-0,026	0,197	0,063	0,188	
			Sig. (2-tailed)	0,962	0,908	0,466	0,777	0,391	
			N	21	23	16	23	23	
	Nível Universitário		Pearson Correlation	0,135	-0,007	0,063	0,083	0,035	
			Sig. (2-tailed)	0,038	0,909	0,430	0,199	0,591	
			N	238*	243	160	243	243	

			CEO			
			Número de Filhos	Classificação dos MBA	Nível Universitário	
CEO	Idade		Pearson Correlation	0,022	-0,011	0,135
			Sig. (2-tailed)	0,809	0,962	0,038
			N	118	21	238*
	Antiguidade	no Cargo	Pearson Correlation	0,004	-0,026	-0,007
			Sig. (2-tailed)	0,965	0,908	0,909
			N	118	23	243
		como Director	Pearson Correlation	-0,045	0,197	0,063
			Sig. (2-tailed)	0,698	0,466	0,430
			N	78	16	160
		no Quadro	Pearson Correlation	-0,021	0,063	0,083
			Sig. (2-tailed)	0,822	0,777	0,199
			N	118	23	243
		na Empresa	Pearson Correlation	-0,100	0,188	0,035
			Sig. (2-tailed)	0,279	0,391	0,591
			N	118	23	243
	Número de Filhos		Pearson Correlation	1,000	0,326	-0,165
			Sig. (2-tailed)		0,358	0,092
			N	118	10	106
	Classificação dos MBA		Pearson Correlation	0,326	1,000	-0,027
			Sig. (2-tailed)	0,358		0,904
			N	10	23	23
Nível Universitário		Pearson Correlation	-0,165	-0,027	1,000	
		Sig. (2-tailed)	0,092	0,904		
		N	106	23	243	

			CEO					
			Idade	Antiguidade				
				no Cargo	como Director	no Quadro	na Empresa	
EMPRESA	Idade	Pearson Correlation	-0,108	0,004	0,004	0,035	0,100	
		Sig. (2-tailed)	0,077	0,952	0,956	0,570	0,101	
		N	267	273	178	273	273	
	Número de Empregados	Pearson Correlation	0,064	-0,008	0,047	0,087	0,150	
		Sig. (2-tailed)	0,305	0,899	0,537	0,156	0,014	
		N	261	267	175	267	267*	
	Liquidez	Reduzida	Pearson Correlation	0,187	0,207	0,201	0,137	-0,025
			Sig. (2-tailed)	0,008	0,003	0,019	0,049	0,722
			N	201**	207**	135*	207*	207
		Geral	Pearson Correlation	0,188	0,205	0,209	0,144	-0,013
			Sig. (2-tailed)	0,007	0,003	0,015	0,039	0,854
			N	201**	207**	135*	207*	207
	Rentabilidade	ROCE	Pearson Correlation	-0,168	-0,003	-0,004	0,011	-0,003
			Sig. (2-tailed)	0,006	0,956	0,956	0,862	0,963
			N	261**	267	174	267	267
		ROA	Pearson Correlation	0,023	0,033	0,058	0,057	0,009
			Sig. (2-tailed)	0,709	0,591	0,447	0,353	0,881
			N	262	268	175	268	268
ROI		Pearson Correlation	-0,046	-0,020	-0,010	0,039	0,047	
		Sig. (2-tailed)	0,515	0,770	0,911	0,572	0,498	
		N	203	209	136	209	209	
ROS		Pearson Correlation	-0,054	-0,049	-0,094	-0,030	-0,116	
		Sig. (2-tailed)	0,443	0,480	0,277	0,664	0,097	
		N	201	207	134	207	207	
Margem de Lucro Bruto		Pearson Correlation	0,020	0,069	0,045	0,019	-0,070	
		Sig. (2-tailed)	0,781	0,331	0,617	0,790	0,330	
		N	193	198	128	198	198	
Margem de Lucro Líquido		Pearson Correlation	-0,086	-0,065	-0,092	-0,059	-0,113	
		Sig. (2-tailed)	0,170	0,291	0,228	0,338	0,068	
		N	257	263	173	263	263	
Tx de Crescimento da Margem de Lucro Líquido	Pearson Correlation	-0,003	-0,014	-0,055	0,064	0,025		
	Sig. (2-tailed)	0,966	0,835	0,515	0,344	0,715		
	N	213	219	143	219	219		

			CEO			
			Número de Filhos	Classificação dos MBA	Nível Universitário	
EMPRESA	Idade	Pearson Correlation	0,055	-0,116	-0,040	
		Sig. (2-tailed)	0,551	0,600	0,539	
		N	118	23	243	
	Número de Empregados	Pearson Correlation	-0,040	0,000	0,093	
		Sig. (2-tailed)	0,671	0,999	0,153	
		N	116	22	237	
	Liquidez	Reduzida	Pearson Correlation	0,061	0,652	-0,002
			Sig. (2-tailed)	0,557	0,050	0,979
			N	95	17**	183
		Geral	Pearson Correlation	0,061	0,554	0,009
			Sig. (2-tailed)	0,557	0,021	0,908
			N	95	17*	183
	Rentabilidade	ROCE	Pearson Correlation	-0,214	0,274	-0,066
			Sig. (2-tailed)	0,021	0,218	0,309
			N	116*	22	237
		ROA	Pearson Correlation	0,016	0,332	-0,076
			Sig. (2-tailed)	0,863	0,131	0,245
			N	117	22	238
		ROI	Pearson Correlation	-0,088	0,363	-0,080
			Sig. (2-tailed)	0,394	0,152	0,281
			N	96	17	184
		ROS	Pearson Correlation	-0,066	-0,274	-0,980
			Sig. (2-tailed)	0,524	0,271	0,189
			N	95	18	182
		Margem de Lucro Bruto	Pearson Correlation	0,023	-0,083	-0,088
			Sig. (2-tailed)	0,826	0,788	0,251
			N	90	13	173
Margem de Lucro Líquido		Pearson Correlation	-0,080	-0,264	-0,107	
		Sig. (2-tailed)	0,395	0,248	0,103	
		N	114	21	234	
Tx de Crescimento da Margem de Lucro Líquido	Pearson Correlation	0,045	-0,379	-0,037		
	Sig. (2-tailed)	0,672	0,099	0,607		
	N	90	20	195		

			CEO					
			Idade	Antiguidade				
				no Cargo	como Director	no Quadro	na Empresa	
EMPRESA	Endividamento	Autonomia Financeira	Pearson Correlation	0,062	0,049	0,087	0,017	-0,045
			Sig. (2-tailed)	0,317	0,426	0,256	0,785	0,468
			N	260	266	173	266	266
		Alavancagem Financeira	Pearson Correlation	-0,082	-0,079	-0,129	-0,009	0,048
			Sig. (2-tailed)	0,189	0,201	0,092	0,889	0,435
			N	260	266	173	266	266
		Solvabilidade	Pearson Correlation	0,169	0,198	0,214	0,109	-0,026
			Sig. (2-tailed)	0,006	0,001	0,005	0,075	0,675
			N	260**	266**	173**	266	266
		Coeficiente de Dependência	Pearson Correlation	-0,017	0,004	-0,059	0,038	0,001
			Sig. (2-tailed)	0,785	0,944	0,443	0,539	0,984
			N	260	266	173	266	266
	Endividamento	Pearson Correlation	-0,024	0,019	-0,046	0,039	-0,029	
		Sig. (2-tailed)	0,699	0,756	0,547	0,528	0,636	
		N	259	265	172	265	265	
	Debt Racio	Pearson Correlation	0,004	0,040	-0,023	0,018	-0,053	
		Sig. (2-tailed)	0,944	0,515	0,763	0,774	0,391	
		N	261	267	174	267	267	
	Actividade	Rotação de Existências	Pearson Correlation	-0,104	-0,057	-0,076	-0,063	-0,083
			Sig. (2-tailed)	0,156	0,431	0,401	0,385	0,255
			N	186	192	124	192	192
Rotação do Activo		Pearson Correlation	0,022	-0,032	0,010	0,013	0,159	
		Sig. (2-tailed)	0,747	0,636	0,908	0,845	0,018	
		N	215	221	144	221	221*	
Produtividade		Pearson Correlation	0,233	0,259	0,254	0,160	0,022	
		Sig. (2-tailed)	0,001	0,000	0,002	0,018	0,747	
		N	213**	219**	142**	219*	219	

			CEO			
			Número de Filhos	Classificação do MBA	Nível Universitário	
EMPRESA	Endividamento	Autonomia Financeira	Pearson Correlation	0,200	0,293	0,004
			Sig. (2-tailed)	0,032	0,186	0,952
			N	116*	22	236
		Alavancagem Financeira	Pearson Correlation	-0,152	-0,085	0,000
			Sig. (2-tailed)	0,104	0,706	0,999
			N	116	22	236
		Solvabilidade	Pearson Correlation	0,102	0,310	-0,490
			Sig. (2-tailed)	0,274	0,160	0,453
			N	116	22	236
	Coeficiente de Dependência	Pearson Correlation	-0,054	-0,114	-0,045	
		Sig. (2-tailed)	0,566	0,622	0,494	
		N	116	21	236	
	Endividamento	Pearson Correlation	-0,151	-0,104	-0,580	
		Sig. (2-tailed)	0,107	0,655	0,373	
		N	116	21	235	
	Debt Racio	Pearson Correlation	-0,035	-0,158	-0,063	
		Sig. (2-tailed)	0,707	0,494	0,336	
		N	117	21	237	
	Actividade	Rotação de Existências	Pearson Correlation	-0,107	0,420	-0,015
			Sig. (2-tailed)	0,331	0,106	0,846
			N	84	16	171
Rotação do Activo		Pearson Correlation	-0,076	0,401	0,018	
		Sig. (2-tailed)	0,448	0,089	0,808	
		N	102	19	195	
Produtividade		Pearson Correlation	0,052	0,470	0,086	
		Sig. (2-tailed)	0,603	0,042	0,237	
		N	101	19*	193	

		CEO						
		Idade	Antiguidade					
			no Cargo	como Director	no Quadro	na Empresa		
EMPRESA	Mercado	P/E	Pearson Correlation	0,233	0,259	0,254	0,160	0,022
			Sig. (2-tailed)	0,001	0,000	0,002	0,018	0,747
			N	213**	219**	142**	219*	219
		EPS	Pearson Correlation	0,071	0,126	0,130	0,089	0,118
			Sig. (2-tailed)	0,252	0,040	0,088	0,150	0,054
			N	260	266*	173	266	266
		P/CF	Pearson Correlation	-0,024	0,029	0,002	-0,040	-0,070
			Sig. (2-tailed)	0,698	0,637	0,978	0,521	0,262
			N	256	262	173	262	262
		CFPS	Pearson Correlation	0,070	0,124	0,129	0,088	0,118
			Sig. (2-tailed)	0,265	0,046	0,091	0,158	0,056
			N	256	262*	173	262	262
		P/BV	Pearson Correlation	-0,178	-0,006	-0,022	-0,050	-0,067
			Sig. (2-tailed)	0,004	0,921	0,777	0,411	0,277
			N	261**	267	174	267	267
		BVPS	Pearson Correlation	0,070	0,125	0,130	0,087	0,117
			Sig. (2-tailed)	0,256	0,042	0,086	0,154	0,055
			N	262	268*	175	268	268
		Payout Racio	Pearson Correlation	-0,330	-0,190	-0,288	-0,204	-0,179
			Sig. (2-tailed)	0,100	0,353	0,219	0,318	0,381
			N	26	26	20	26	26
		Valor da Empresa	Pearson Correlation	0,017	0,020	0,045	0,022	0,043
			Sig. (2-tailed)	0,809	0,776	0,604	0,750	0,538
			N	203	209	136	209	209
		Valor da Empresa/Vendas	Pearson Correlation	-0,130	-0,076	-0,123	-0,009	-0,053
			Sig. (2-tailed)	0,066	0,275	0,155	0,896	0,444
			N	202	208	136	208	208
		Valor da Empresa/EBITDA	Pearson Correlation	-0,079	-0,022	-0,048	-0,078	-0,124
			Sig. (2-tailed)	0,268	0,754	0,584	0,268	0,077
			N	197	203	134	203	203

		CEO				
		Número de Filhos	Classificação dos MBA	Nível Universitário		
EMPRESA	Mercado	P/E	Pearson Correlation	0,052	0,470	0,086
			Sig. (2-tailed)	0,603	0,042	0,237
			N	101	19*	193
		EPS	Pearson Correlation	0,020	0,404	0,004
			Sig. (2-tailed)	0,834	0,062	0,951
			N	116	22	236
		P/CF	Pearson Correlation	-0,028	-0,133	-0,095
			Sig. (2-tailed)	0,771	0,555	0,148
			N	114	22	233
		CFPS	Pearson Correlation	0,023	0,404	0,003
			Sig. (2-tailed)	0,810	0,062	0,963
			N	114	22	233
		P/BV	Pearson Correlation	-0,177	0,212	-0,127
			Sig. (2-tailed)	0,058	0,344	0,500
			N	116	22	237
		BVPS	Pearson Correlation	0,004	0,404	0,005
			Sig. (2-tailed)	0,967	0,062	0,944
			N	117	22	238
		Payout Racio	Pearson Correlation	-0,024	-1,000	0,950
			Sig. (2-tailed)	0,955		0,650
			N	8	2**	25
		Valor da Empresa	Pearson Correlation	0,082	0,371	0,174
			Sig. (2-tailed)	0,427	0,143	0,018
			N	96	17	184
		Valor da Empresa/Vendas	Pearson Correlation	-0,065	-0,280	0,004
			Sig. (2-tailed)	0,529	0,276	0,958
			N	95	17	183
		Valor da Empresa/EBITDA	Pearson Correlation	0,040	-0,239	-0,138
			Sig. (2-tailed)	0,701	0,356	0,066
			N	93	17	179

Lenda ao Quadro 10:

** - A correlação é significativa ao nível 0,01 (2-caudas).

* - A correlação é significativa ao nível 0,05 (2-caudas).

a – A correlação não pode ser calculada, porque pelo menos uma das variáveis é constante.

<0,19	Correlação bem fraca
0,2-0,39	Correlação fraca (1)
0,4-0,69	Correlação moderada (2)
0,7-0,89	Correlação forte (3)
>0,9	Correlação muito forte (4)

Capítulo 4. CONCLUSÃO

De acordo com os dados obtidos através da análise do caso prático, quase todos os CEOs são do sexo masculino, casados, estes são oriundos de vários países, com especial ênfase da Alemanha, França, Reino Unido e Espanha. Cerca de metade têm dois filhos e idades compreendidas entre os 50 e 60 anos.

Relativamente às habilitações literárias dos CEOs, mais de metade da amostra retirou um bacharelato/licenciatura e este é o nível universitário mais frequente, seguido do mestrado e doutoramento.

Metade dos CEOs que tiram o 1.º bacharelato obtém este grau na área de Economia/Gestão, seguida da área de engenharia e direito, os CEOs que obtiveram mestrado seguem estas mesmas distribuições.

Os países mais requisitados para a obtenção do 1.º Bacharelato/Licenciatura são a França, Inglaterra, Alemanha e Espanha. No âmbito do MBA os países eleitos são: EUA; França; e Inglaterra. No que concerne ao mestrado, os países favoritos são: Inglaterra; seguido da Suécia; Alemanha; e EUA. Relativamente ao doutoramento, metade dos CEOs que possuem este grau especializaram-se em Economia/Gestão e os países preferidos são Alemanha, França e Inglaterra.

No que concerne às correlações entre as características dos CEOs e os indicadores económico-financeiros das empresas, a maior afluência constatada é do tipo fraca e no sentido positivo.

O caso prático em estudo auxilia a contratação de um CEO, de acordo com os objectivos económico e financeiros da empresa.

Os resultados sugerem que a característica principal do gestor que parece influenciar o desempenho em todos os âmbitos económico-financeiros da empresa é o facto de o gestor possuir um programa de MBA topo ou perto de programas de topo. Este resultado pode ter duas interpretações possíveis. Primeiro, que o conhecimento que é adquirido nesse tipo de

MBA não pode ser replicado nos programas de MBA com prestígio inferior. Segundo, uma outra interpretação possível é que os programas de topo seleccionam os alunos com melhor potencial. Os resultados são consistentes com a análise que foi feita por Aron A. Gottesman e Matthew R. Morey explorada no ponto 2.1.1.

Caso uma empresa tenha como intuito aumentar os rácios de rentabilidade, esta deverá escolher CEOs com menor número de filhos e com menor Nível Universitário.

Se uma empresa tem como objectivo melhorar os rácios de actividade, esta deverá escolher CEOs com idade mais avançada e que permaneçam na empresa e como director o maior tempo possível de forma a aumentar a Produtividade da mesma.

No que concerne aos rácios de endividamento, caso a empresa de prefira aumentar a Solvabilidade deve seleccionar CEOs com menor Nível Universitário, porém se tem como objectivo apresentar um grau de endividamento inferior deve escolher CEOs com maior Nível Universitário. De forma a aumentar a capacidade de solvência das dívidas o CEO deverá permanecer na empresa e/ou como director o maior tempo possível.

No âmbito da liquidez, uma empresa deverá contratar CEOs que permaneçam na empresa no cargo de CEO e/ou Director o maior tempo possível, pois quanto maior for a sua antiguidade nestas posições maiores serão os rácios apresentados.

Se uma empresa tem como objectivo melhorar os rácios de mercado, esta deverá escolher CEOs mais jovens, com um elevado nível universitário, e que estejam pouco tempo na empresa, no quadro e como director. Esta análise é de certo modo similar a Judith Chevalier e Glenn Ellison analisada no ponto 2.1.2, pois na óptica destes autores o desempenho empresarial apresenta melhores valores quanto mais jovens forem os gestores de fundos. Assim como os autores Haitao Lia, Xiaoyan Zhangb e Rui Zhaoc defendem no ponto 2.2.3 que gestores mais jovens tendem a apresentar melhores desempenhos.

Glossário – Indicadores Financeiros

Os indicadores financeiros são calculados a partir dos valores obtidos nas demonstrações financeiras e servem para medir a liquidez, a rendibilidade, o endividamento, a actividade e o mercado. Tendo em conta a necessidade da existência de qualidade dos valores que dão origem aos indicadores financeiros, estes representam uma forma sistemática de examinar, do ponto de vista financeiro, a empresa o seu funcionamento e o mercado.

Liquidez

A empresa estará financeiramente em equilíbrio, quando a sua estrutura financeira lhe permitir libertar um fluxo de meios suficientes (activos), para cobrir as suas obrigações. A liquidez não é mais do que a capacidade da empresa para solver as obrigações. Este enquadramento pode ser efectuado em curto ou médio/longo prazo, dado que o equilíbrio de longo/prazo não é mais do que a manutenção ano após ano do equilíbrio de curto prazo.

Assim, torna-se importante o seu estudo, de modo a que se possa avaliar o nível de liquidez necessário à empresa no cumprimento das suas obrigações financeiras.

- Geral

O rácio de Liquidez Geral representa a relação existente entre o activo e o passivo circulante que é a fonte de financiamento privilegiada da empresa. Este permite analisar a solvência da empresa no curto prazo, isto é, indica a medida em que as exigências dos credores são solvidas pelo activo circulante. O indicador deve ser no mínimo de um, para que se verifique o equilíbrio. Sempre que tal não se verifique, exige o recurso aos capitais permanentes para financiar a parte não coberta pelo passivo circulante.

No entanto alguns autores sugerem que o valor deste rácio deve situar-se entre 1,3 e 1,5 para que a liquidez da empresa seja considerável aceitável, sendo que este intervalo pode variar consoante o sector em análise.

- Reduzida

Este indicador também é conhecido por rácio de tesouraria. Este rácio retira o valor das existências ao activo circulante da empresa, com base na presunção de que as existências não são convertíveis em dinheiro tão rápido quanto desejável, para suprir os pagamentos da empresa. O rácio de liquidez reduzida deve estar compreendido entre 0,9 e 1,1.

O rácio em questão deve ser analisado em consonância com o rácio da Liquidez Geral, devido ao usual peso elevado das existências no activo circulante da empresa.

Rentabilidade

O valor de uma empresa é, em grande parte, função da potencialidade de vendas e de estas gerarem resultados que, por sua vez, são função da potencialidade de crescimento de mercado e da posição concorrencial da empresa. No fundo, tudo depende da estratégia da empresa ao criar e utilizar vantagens competitivas.

A rentabilidade permite relacionar os resultados obtidos pela empresa, com os meios utilizados para a obtenção dos mesmos, tornando-se importante estudar as situações que possam contribuir para a melhoria da rentabilidade.

- ROCE

O ROCE é visto como um dos indicadores financeiros percentuais mais importantes, refere-se à capacidade de uma empresa em agregar valor a ela mesma utilizando os seus próprios recursos. O Este rácio é frequentemente utilizado por investidores, accionistas, financeiras, e outras entidades para acompanhar o potencial e estabilidade de uma empresa.

A rentabilidade dos capitais próprios surge na forma de um rácio, que mensura a taxa de retorno dos capitais investidos, podendo ser comparado com as remunerações oferecidas no mercado de capitais, ou com o custo de financiamento, possibilitando uma visão comparativa aos accionistas dos seus capitais. A rentabilidade dos capitais próprios não é mais do que o retorno que os accionistas auferem pelo facto de terem investido capital na empresa.

- ROA

Indica o grau de remuneração do investimento total, ou seja, mede a forma como os activos da empresa são utilizados para gerar lucros.

Procura medir o rendimento do conjunto de meios utilizados pela empresa para a prossecução da sua actividade. Representa a remuneração dos capitais investidos independentemente da sua proveniência (capitais próprios ou alheios), sendo a sua maximização um dos objectivos da gestão financeira.

- ROI

Este indicador calcula o retorno financeiro a partir de um determinado investimento, analisando de que forma um investimento gerará lucros ao longo de um determinado período de tempo. Investimento é todo o capital aplicado na empresa, ou seja, o capital social inicial, mais os aumentos de capital adicional e os lucros reinvestidos na empresa.

Este instrumento de medida do desempenho económico é utilizado como um indicador da eficiência da gestão, uma medida da capacidade da empresa em gerar lucros e como planeamento e controlo da gestão.

- ROS

Este rácio de rentabilidade fornece informação sobre a margem de venda praticada pela empresa. Quanto mais elevado, for o valor deste rácio, maior será o valor da margem de vendas praticada pela empresa. Se pelo contrário este valor for reduzido, é porque pratica preços líquidos de venda reduzidos ou os custos de produção e distribuição são muitos elevados, lesivos à obtenção de um resultado operacional favorável para a empresa. Contudo, não basta à empresa possuir uma margem de vendas elevada. Esta necessita igualmente que o aumento do volume de vendas seja proporcionalmente mais elevado que o aumento dos capitais próprios da empresa de forma a provocar uma rentabilidade mais elevada dos capitais próprios.

Este rácio demonstra o lucro obtido por cada unidade vendida, revelando assim a eficiência do negócio.

- Margem de Lucro Bruta

A Margem de Lucro Bruta é uma medida do lucro bruto em relação às vendas, este indicador considera o custo das mercadorias vendidas, mas não inclui outros tipos de custos.

- Margem de Lucro Líquido

A margem de lucro Líquido também é uma medida do lucro líquido em relação às vendas. Porém esta margem considera não só os custos das mercadorias vendidas, mas simultaneamente outros tipos de custos, tais como custos operacionais (administrativos e distribuição), financeiros e extraordinários.

Endividamento

- Autonomia Financeira

Traduz a capacidade da empresa em financiar o activo através dos capitais próprios sem ter de recorrer a empréstimos, este indicador deve estar compreendido entre 25% e 30%.

- Alavancagem Financeira

A estrutura de financiamento ou alavancagem financeira é a capacidade da empresa em gerar activos com os capitais próprios que detém, devendo esta estar compreendida entre 3,3 e 4, para que a empresa esteja estabelecida no mercado. Este rácio é o inverso da autonomia financeira.

A alavanca financeira corresponde a um efeito financeiro de crescimento da Rentabilidade dos Capitais Próprios que se produz através do aumento do endividamento. Este efeito verifica-se sempre que os custos financeiros de financiamento são inferiores à rentabilidade do investimento da empresa.

- Solvabilidade

Este rácio avalia a capacidade da empresa para solver as responsabilidades assumidas a médio, longo e curto prazos, evidenciando o grau de independência da empresa em relação aos credores. Quanto maior for, mais segurança terão os credores em recuperar os seus créditos, em caso de liquidação ou dissolução da empresa, uma vez que é maior a possibilidade de a empresa solver os seus créditos aumentando assim o poder de negociação que a empresa tem para contrair novos financiamentos, o que permitirá uma concessão mais fácil de empréstimos de médio/longo prazo à empresa. Uma empresa que apresente uma solvabilidade fraca tem várias alternativas face a isso, nomeadamente, poderá optar pelo aumento dos capitais próprios da empresa, com suprimentos ou prestações suplementares, ou então tentar reduzir os seus valores activos, tal como stocks, valores de imobilizado não afectos directamente à exploração, entre outros.

No entanto, a capacidade da empresa de amortizar as suas dívidas deverá, também, ser analisada numa óptica de curto prazo, utilizando os indicadores e a análise dos fluxos financeiros (*cash flow*).

Em recapitulação, a solvabilidade está estritamente relacionada com o nível de capitais próprios da empresa e pela capacidade da empresa em obter lucros, daí sobrevir a importância em avaliar o grau de solvabilidade da empresa.

- Coeficiente de Dependência

Trata-se de um indicador que é o inverso da solvabilidade e que, da mesma forma, avalia a capacidade da empresa para solver as responsabilidades assumidas.

- Endividamento

Esta relação indica o grau de endividamento da empresa. Inclui nos capitais alheios os empréstimos obtidos a médio e longo prazos (capitais alheios estáveis), os empréstimos obtidos a curto prazo e todos os créditos de exploração e extra-exploração (passivo circulante). Os capitais totais correspondem ao activo total, ou seja, integram os capitais próprios e os alheios.

- Rácio de Dívidas (Debt Ratio)

Este indicador mostra a proporção de activos da empresa que são financiados com as dívidas. Se a relação for inferior a um, a maioria dos activos da empresa são financiados com os capitais próprios. Se a relação for maior que um, a maioria dos activos da empresa são financiados com as dívidas. Empresas que apresentem este rácio elevado são designadas “altamente alavancadas,” e podem estar em perigo se os credores começarem exigir o reembolso das dívidas.

Actividade

- Rotação de existências

Este indicador está relacionado com a gestão de stocks da empresa, reflecte o número de vezes que um montante médio de existências em armazém é vendido, num determinado período de tempo. Por outras palavras, o rácio de rotação de existências mostra quantas vezes é que uma empresa esvazia o seu armazém ao longo de um período de tempo. Este rácio é calculado pela divisão do custo dos produtos vendidos ao longo de um período de tempo pelo saldo média de existências em armazém nesse mesmo período. Um rácio elevado é encarado como indicador de eficiência. Mas atenção, também pode significar rupturas frequentes de stocks.

- Rotação do Activo

A rotação do activo diz-nos de que modo a empresa utiliza os seus activos na sua actividade, ou seja, é o grau de utilização do activo na geração de vendas. Um alto volume de Vendas relativamente à dimensão do activo significa que a empresa aproveita muito os investimentos que realizou e pode significar ainda que a empresa está a trabalhar perto do limite de capacidade. Obviamente que esse volume de negócios pode ser mais ou menos rentável, mas é de qualquer modo, positivo que este rácio tenha um valor que seja o mais alto possível.

Um valor baixo da rotação do activo pode indicar subutilização de recursos da empresa.

- Produtividade

A Produtividade é um indicador de eficiência de uma organização ou de um país muito utilizado em análises económicas e financeiras e em comparações internacionais. É calculado pela comparação entre a quantidade ou valor de output e a quantidade ou valor do input necessário para a produção desse mesmo output.

Apesar de poder ser utilizado para medir a eficiência na utilização de qualquer input, o conceito de produtividade é mais frequentemente utilizado para medir a eficiência na utilização do factor trabalho. Neste caso, a produtividade é calculada pela divisão da quantidade produzida pelo número de horas (ou pelo número de trabalhadores) necessários para conseguir essa produção.

Mercado

Existem diversos indicadores de mercado largamente utilizados em todo o mundo e que, apesar de não poderem ser olhados estaticamente, servem de base a uma visão evolutiva e comparativa das empresas e, em alguns casos, podem fornecer claros sinais de sub ou sobreavaliação duma empresa.

- P/E

É a relação entre a cotação da acção e os resultados por acção. Indica o número de anos que o investidor necessitaria para recuperar o investimento com os resultados por acção.

Este rácio é o mais tradicional dos indicadores de mercado. Apesar das suas limitações, decorrentes do facto de os resultados por acção não serem o único determinante da atractividade da empresa e poderem variar significativamente ao longo dos anos, fornece uma razoável base de comparação para empresas do mesmo sector, sectores comparáveis, ou mesmo mercados. Historicamente, quanto mais baixo o P/E, mais atractiva será a empresa. Há obviamente cuidados a ter nesta análise, como por exemplo no caso de empresas cíclicas (com fortes variações nos resultados), empresas com prejuízos (que poderão ser explicados ou não por factores extraordinários) ou empresas muito jovens (com baixos resultados ou prejuízos que ainda não reflectam o potencial de crescimento).

O P/E é calculado para vários anos futuros com base nas estimativas de resultados por acção para cada empresa para os próximos anos. Tendencialmente, para indicar ser um investimento atractivo, o P/E dos anos subsequentes deveria apresentar valores decrescentes, indicando que os resultados por acção continuam a subir ao longo do tempo e que o investidor vai conseguindo "recuperar" o investimento feito nessa acção cada vez mais rapidamente.

- EPS

É o resultado líquido por acção. É o lucro estimado que cabe a cada acção.

- PCF

É a relação entre a cotação da acção e o *cash flow* por acção. Indica o número de anos que o investidor necessitaria para "recuperar" o investimento com o *cash flow* por acção.

Este rácio analisa-se da mesma forma que o P/E. Tradicionalmente utiliza-se para efeitos comparativos e teoricamente, quanto mais baixo for, mais atractiva é a empresa em termos relativos. Utiliza-se complementarmente ao P/E, pois fornece alguma informação adicional,

nomeadamente nos casos de empresas que estejam em fase de fortes investimentos (apresentando EPS menores e aparentemente com um P/E menos atractivo porque está a ter maiores custos com amortizações que no futuro poderão gerar maiores resultados) ou com uma política de amortizações mais forte (visto que a amortização não é um custo real, mas sim é um custo contabilístico que representa investimentos passados e consequentemente não implica saída de dinheiro da empresa. Isto é, uma política de amortizações mais agressiva pode penalizar o EPS e a comparação de P/E, sem no entanto afectar o verdadeiro valor da empresa).

- CFPS

CFPS significa *cash flow* por acção. É o *cash flow* estimado que cabe a cada acção que estamos a analisar, com base na análise da empresa feita previamente pelo analista.

- P/BV

É a relação entre a cotação da acção e o valor contabilístico por acção. Indica quantas vezes o investidor está a pagar pelo valor contabilístico dessa acção.

Este rácio dá-nos apenas uma visão estática da empresa, uma vez que o valor contabilístico por acção não é, na grande maioria dos casos, representativo do valor da empresa. Um P/BV elevado geralmente significa que se espera um forte crescimento de resultados da empresa no futuro ou que a empresa tem significativas mais-valias "escondidas" no seu balanço (por exemplo, se no passado comprou um terreno muito barato, cujo preço de mercado actual é muito mais elevado, é natural que o ganho potencial não esteja reflectido no valor contabilístico da empresa, uma vez que, por prudência e visto que o terreno ainda não foi vendido, ele deverá estar contabilizado ao preço de custo e não ao preço da venda potencial). Este rácio pode dar algumas indicações importantes: no caso de empresas com o mesmo perfil de rentabilidade, um P/BV mais baixo poderá significar que essa empresa está relativamente barata. Também é útil para ajudar a avaliar empresas com resultados negativos.

O P/BV é geralmente superior a 1, uma vez que na generalidade dos casos, os investidores acreditam que a empresa vai continuar a apresentar resultados positivos e uma rentabilidade razoavelmente superior a um investimento com menor risco (como uma obrigação ou um depósito bancário). Quando o P/BV é menor que 1, isso geralmente pode significar que os investidores não acreditam que a empresa tenha uma rentabilidade que compense uma alternativa menos arriscada, que a empresa vai demorar muito tempo até conseguir apresentar resultados interessantes ou que poderá ter menos valias potenciais.

- BVPS

É o valor contabilístico por acção. É o valor dos capitais próprios estimado que cabe a cada acção que estamos a analisar, com base na análise da empresa feita previamente pelo analista.

- Payout Ratio

É a percentagem dos resultados líquidos da empresa distribuídos aos seus accionistas sob a forma de dividendos.

- Valor da Empresa

O valor da empresa é uma figura que, na teoria, representa o custo integral de uma empresa se alguém a adquirir. O valor da empresa é uma estimativa mais exacta do custo de aquisição do que a capitalização do mercado porque inclui vários factores importantes tais como existências preferidas, dívidas, e as reservas de dinheiro que são excluídas do último métrico.

O valor da empresa é calculado adicionando à capitalização de mercado de uma empresa, as existências preferidas e dívidas pendentes e subtraindo o dinheiro e os equivalentes de dinheiro encontrados no balanço. A razão pela qual o dinheiro é subtraído é simples, uma vez que se adquire a empresa no seu todo, o dinheiro transforma-se de quem a adquiriu.

O valor da empresa é importante porque, alguns investidores, particularmente aqueles que seguem uma filosofia de valor, procurarão empresas que geram muito fluxo de dinheiro em relação ao valor da empresa. Os negócios que tendem a cair nesta categoria requerem um pouco de reinvestimento adicional; em vez disso, os proprietários podem fazer análise do lucro fora do negócio e gastá-lo ou coloca-lo em outros investimentos.

- Valor da Empresa/Vendas

É a relação entre o valor de todos os capitais que financiam a empresa e as vendas.

Sendo que as vendas são geralmente difíceis de manipular em termos contabilísticos e comparáveis na generalidade dos países, é um indicador que pode fornecer alguma comparação de preços entre empresas do mesmo sector, quer no mesmo país, quer em países diferentes.

Este rácio tem algumas limitações visto que não considera a evolução da rentabilidade das empresas. Por exemplo, dentro dum mesmo sector uma empresa pode apresentar um rácio de EV/Sales mais elevado porque apresenta sistematicamente resultados superiores, em termos relativos. No entanto, se compararmos empresas com margens e perfis de rentabilidade semelhantes (ou que acreditemos venham a ser muito semelhantes no futuro), o EV/Sales pode dar indicações sobre a sub ou sobreavaliação dessas acções.

- Valor da empresa/ *Cash Flow* Operacional (EBITAD)

É a relação entre o valor de todos os capitais que financiam a empresa e *cash flow* operacional. Dá-nos a indicação de como os lucros gerados pela empresa (antes de custos da dívida, custos não monetários - como as amortizações e provisões – e impostos) remuneram todos os capitais investidos na empresa, dando a indicação de que em quantos anos o *cash flow* operacional "paga" esses capitais investidos.

Desde que as políticas contabilísticas das empresas não sejam muito diferentes, este indicador é bastante útil para comparar empresas, por vezes mesmo em sectores diferentes, uma vez que relaciona as margens de lucro operacional (excluindo potenciais problemas decorrentes de

políticas contabilísticas diferentes em amortizações ou fases diferentes de investimento) com os valores dos capitais investidos na empresa.

Vantagens dos rácios financeiros

- Torna mais significativa a informação de conjunto proporcionada.
- Facilita comparações, que poderão ter lugar para a mesma empresa ao longo de um certo período temporal (análise de séries temporais) ou entre diferentes empresas¹⁰ num mesmo referencial de tempo (análise *cross-section*).

Uso e Limitações dos rácios financeiros

- É necessário um ponto de referência. Para ser significativo, a maioria dos rácios devem ser comparados com valores históricos da mesma empresa, previsões da empresa, ou rácios de empresas semelhantes.
- A maioria dos rácios por si só não são altamente significativos. Devem ser vistos como indicadores, a combinação de vários deve pintar um quadro da situação da empresa.
- Os valores de fim de ano não podem ser representativos. Os valores que são usados para calcular os rácios podem aumentar ou diminuir no fim do exercício devido a factores sazonais. Tais mudanças podem deturpar o valor do rácio. Os valores de média devem ser usados quando estão disponíveis.
- Os rácios estão sujeitos a limitações dos métodos utilizados. Escolhas diferentes podem resultar em valores significativamente diferentes nos rácios.

¹⁰ Ou a média do indicador para um certo sector.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Brealey, A. Richar e C. S. Myers (1998) *Princípios de Finanças Empresariais*, 5.^a ed., Lisboa, McGraw-Hill, 863.
- Neves, J. Carvalho das (1996) *Análise Financeira – métodos e técnicas*, 11.^a ed., Lisboa, Texto Editora, 118, 134.
- Cohen, Elie (1995) *Análise Financeira*, 1.^a ed., Lisboa, Editorial Presença, 23, 42.
- Gottesman, Aron A., Morey, Matthew R., (2005), Manager education and mutual fund performance. *Journal of Empirical Finance* 13 (2006) 145– 182.
- Chevalier, Judith, Ellison, Glenn, (1999), Are some mutual fund managers better than others? Cross-sectional patterns in behavior and performance. *Journal of Finance* 54, 3 (1999), 875– 899.
- Mackey, Alison, (2005), How much do CEOs influence firm performance - Really?
- Smith, Nina, Smith, Valdemar, Verner, Mette, (2005), Do Women in Top Management Affect Firm Performance? A Panel Study of 2500 Danish Firms. IZA Discussion Paper No. 1708 (2005).
- Lia, Haitao, Zhangb, Xiaoyan, Zhaoc, Rui, (2007), Investing in Talents: Manager Characteristics and Hedge Fund Performances.
- Kaplan, Steven N., Klebanov, Mark M., Sorensen, Morten (2007), Which CEO Characteristics and Abilities Matter?

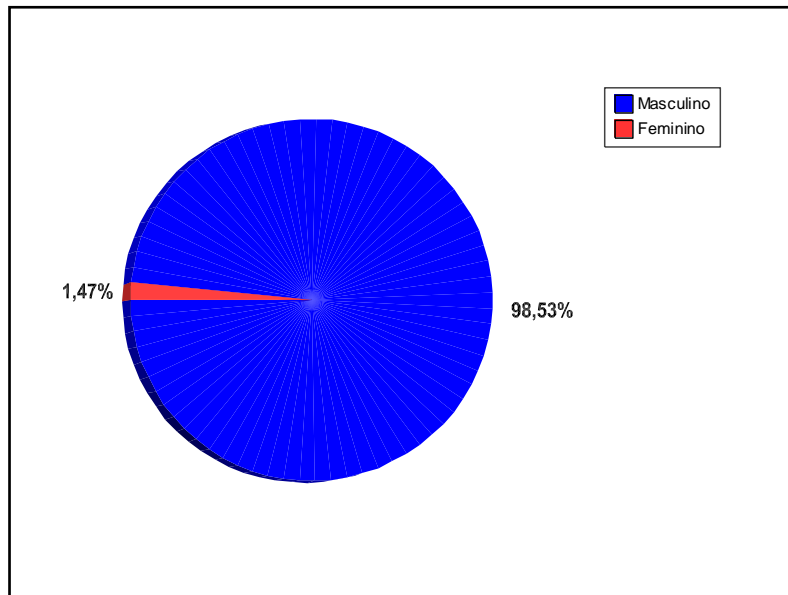
Internet – Sites Pesquisados

- www.knowledge.reuters.com
- www.infobolsa.pt
- www.ftse.com
- www.businessweek.com
- www.answers.com
- www.wikipedia.org
- www.corporateinformation.com
- www.rankings.ft.com/businessschoolrankings/global-mba-rankings

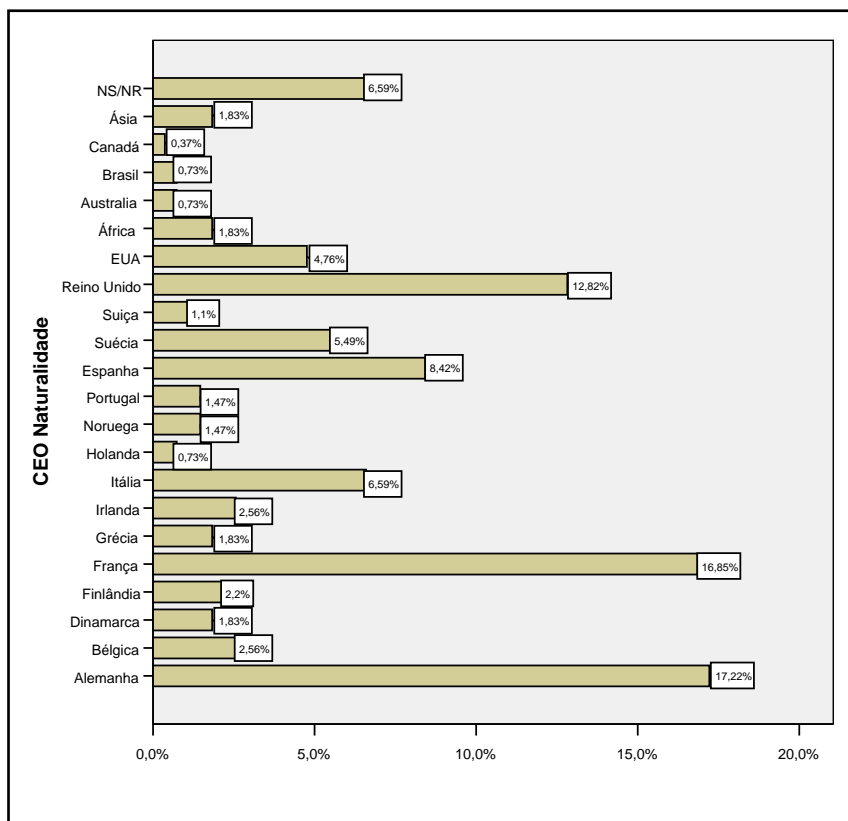
Vários sites das empresas pertencentes ao Índice *FTSEurofirst 300*

ANEXOS

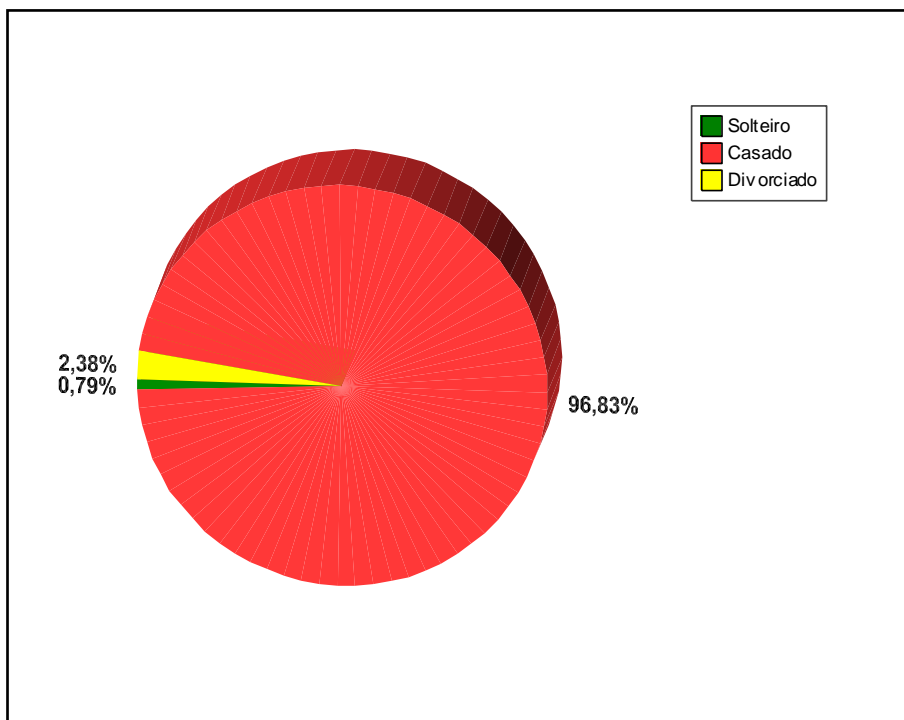
Género dos CEOs



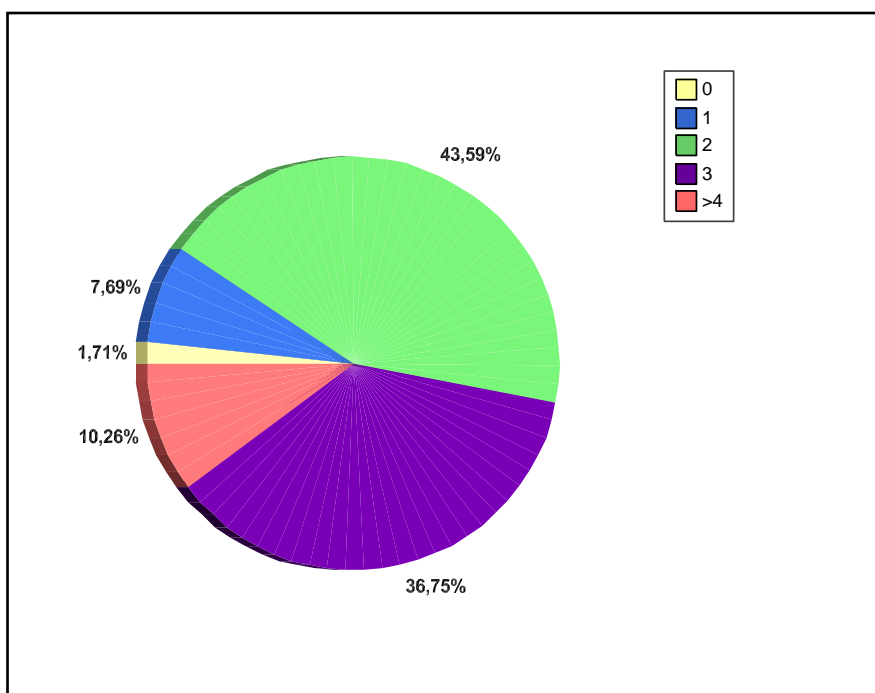
Naturalidade dos CEOs



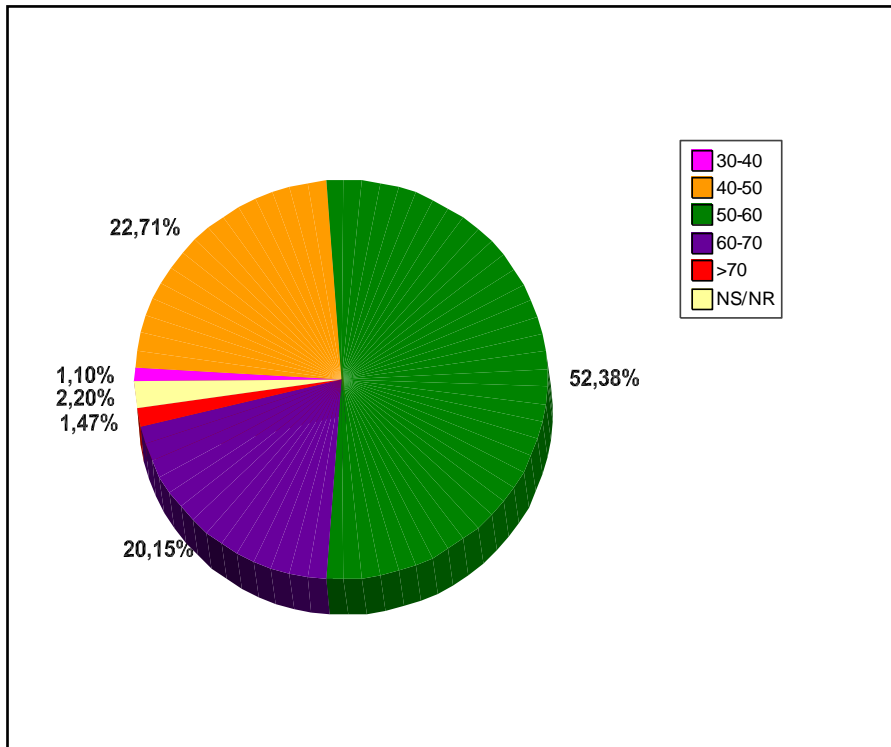
Estado Civil dos CEOs



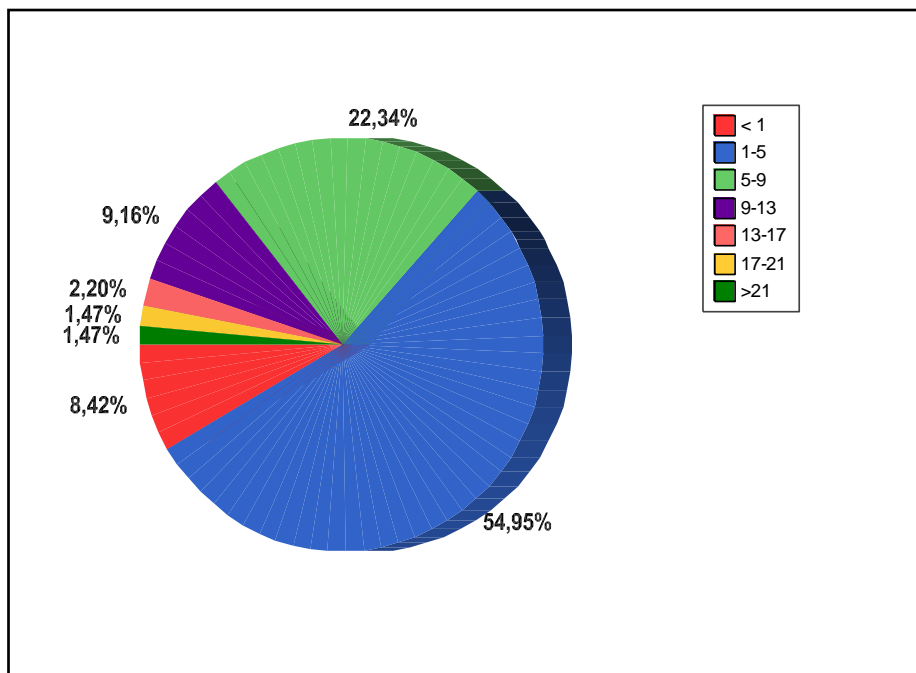
Número de Filhos dos CEOs



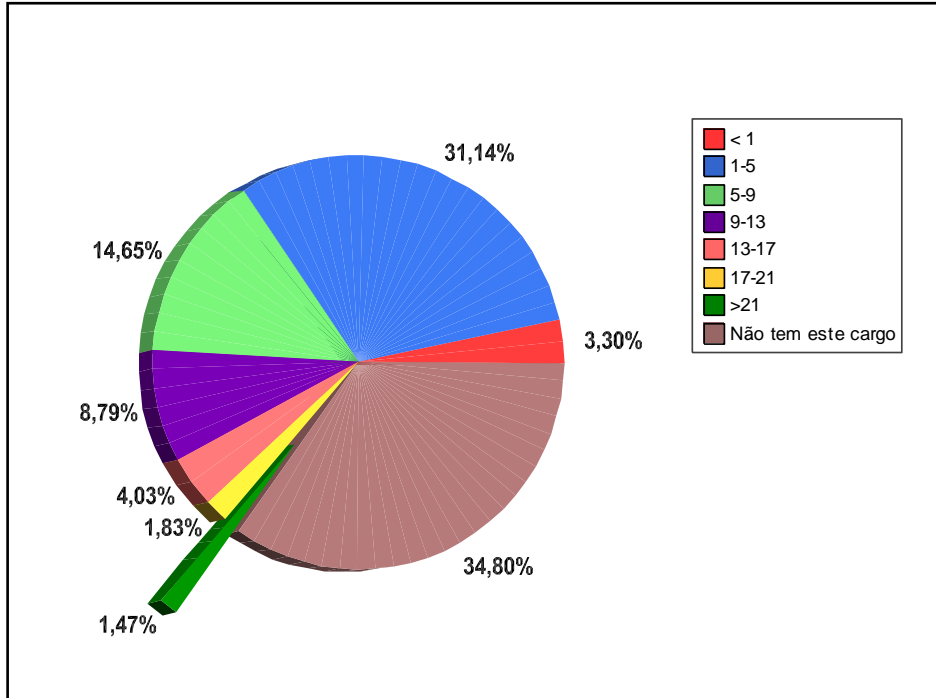
Idade dos CEOs



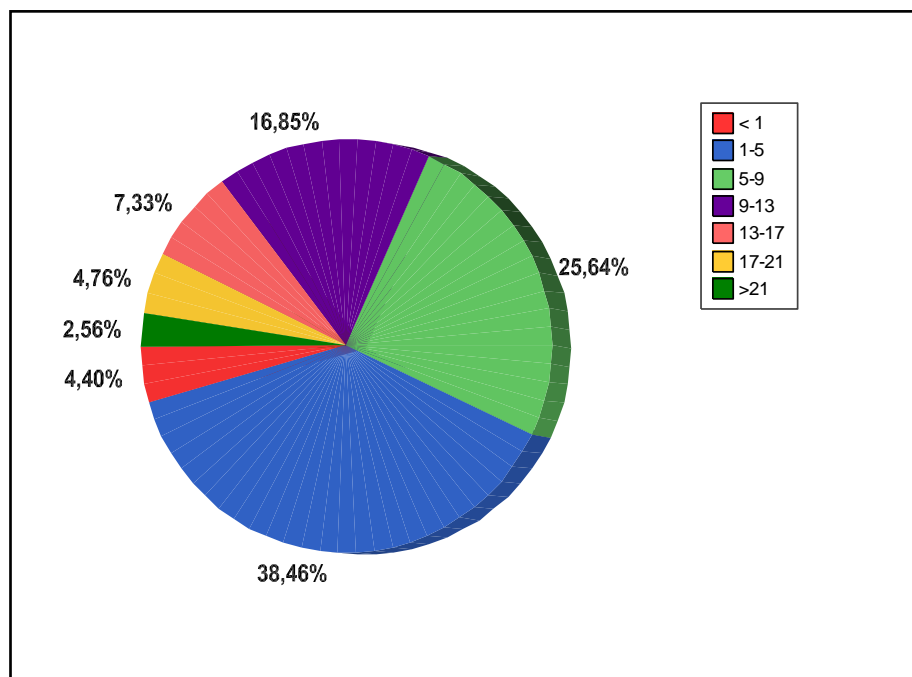
Antiguidade do CEO



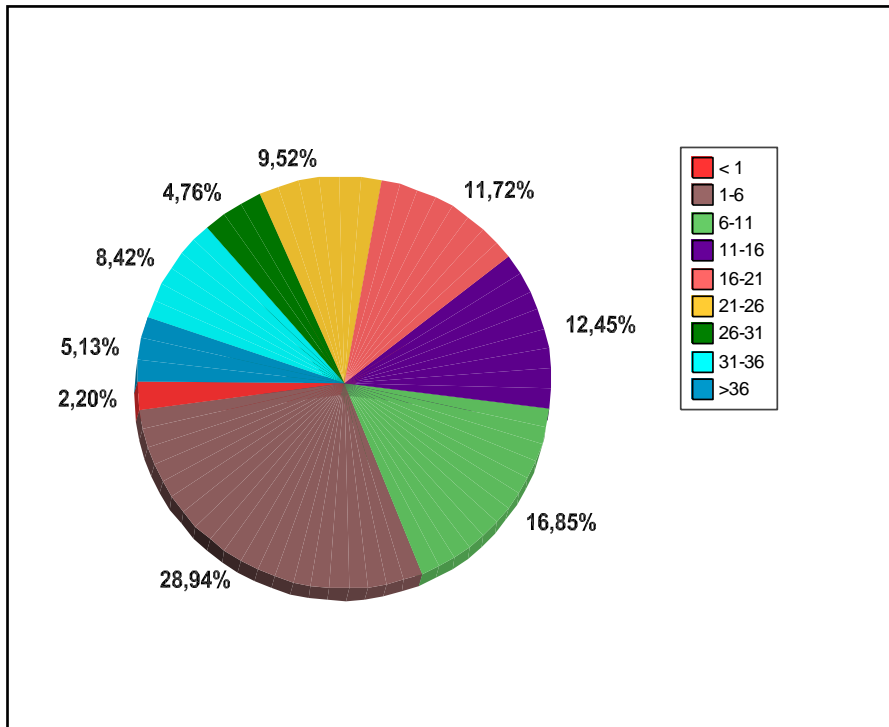
Antiguidade do CEO como Director



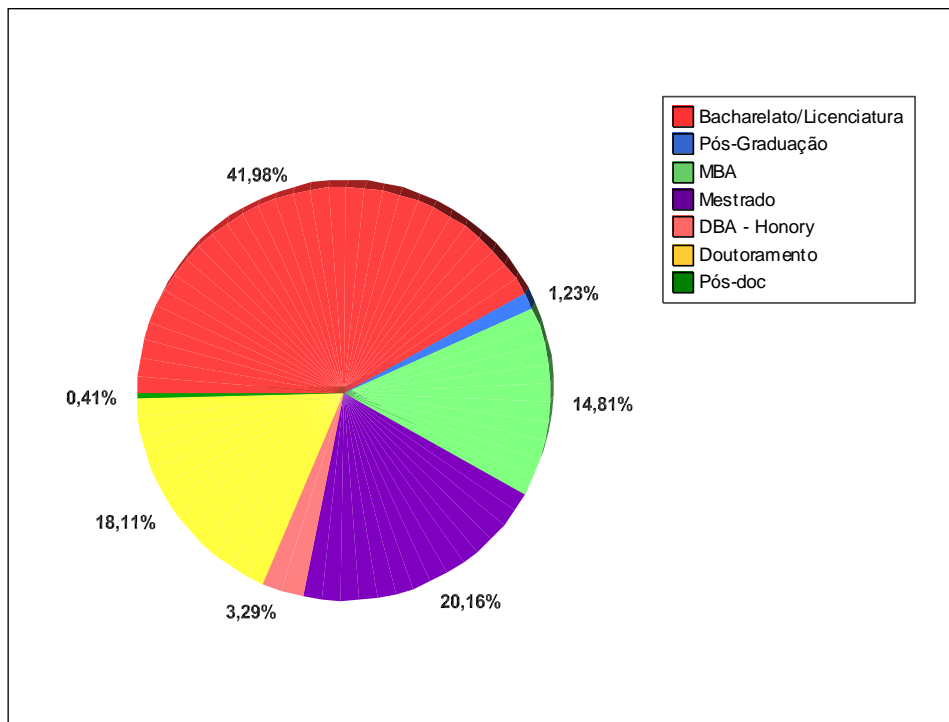
Antiguidade do CEO no Quadro



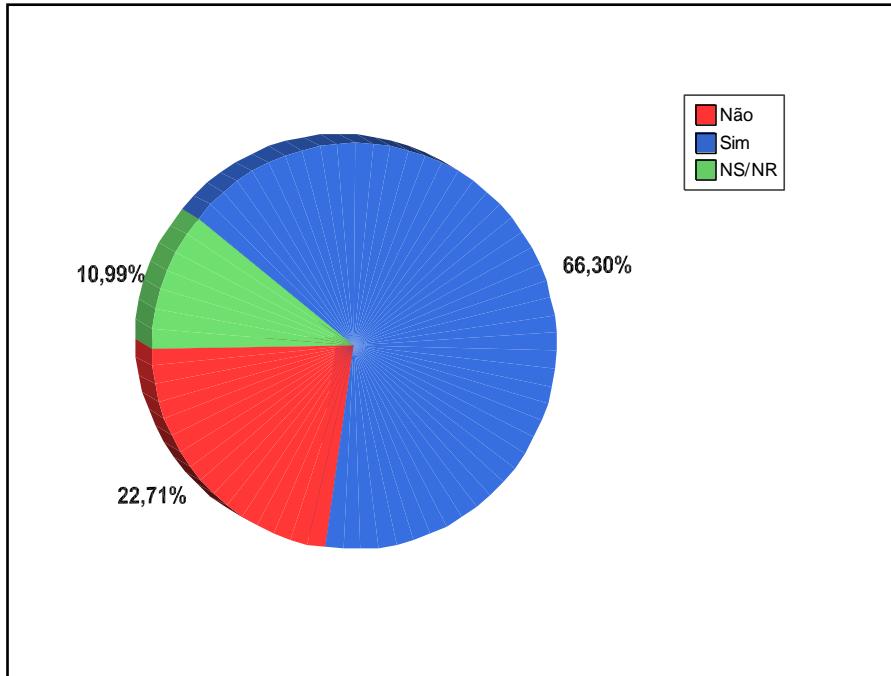
Antiguidade do CEO na Empresa



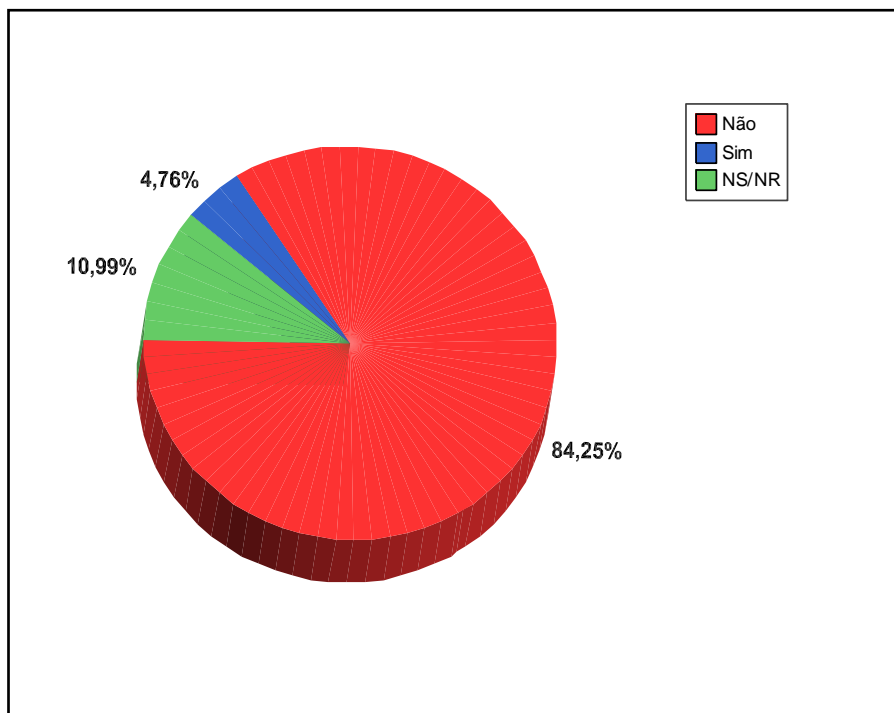
Nível Universitário



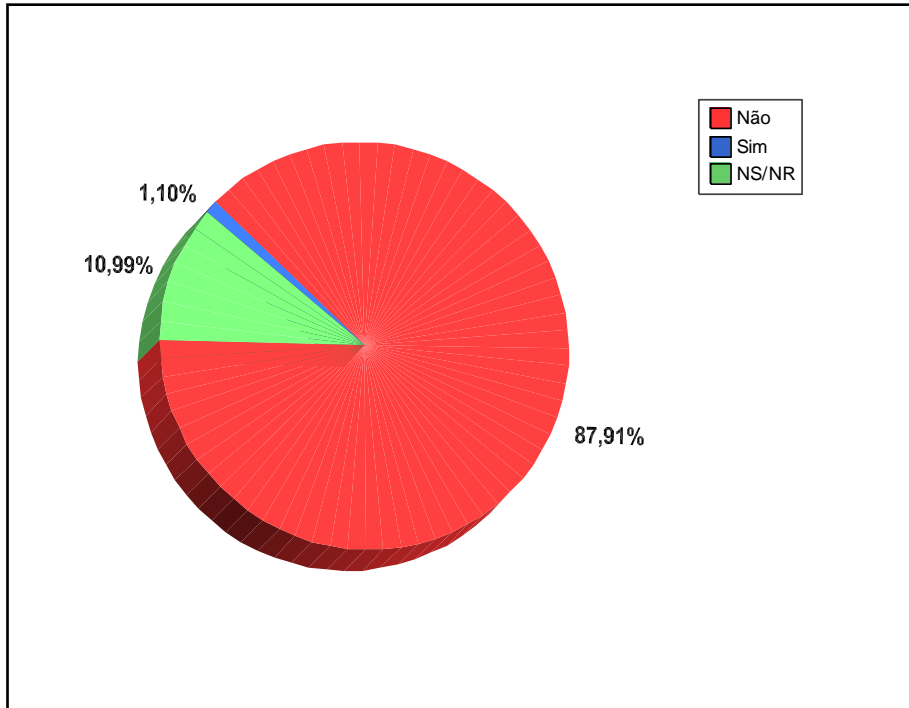
1.º Bacharelato/Licenciatura



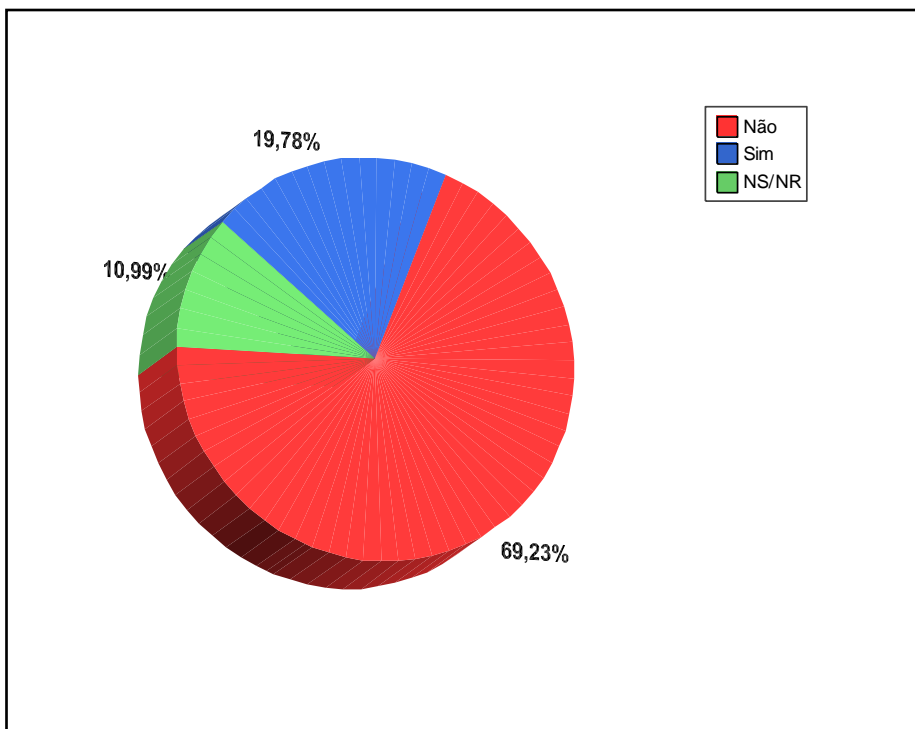
2.º Bacharelato/Licenciatura



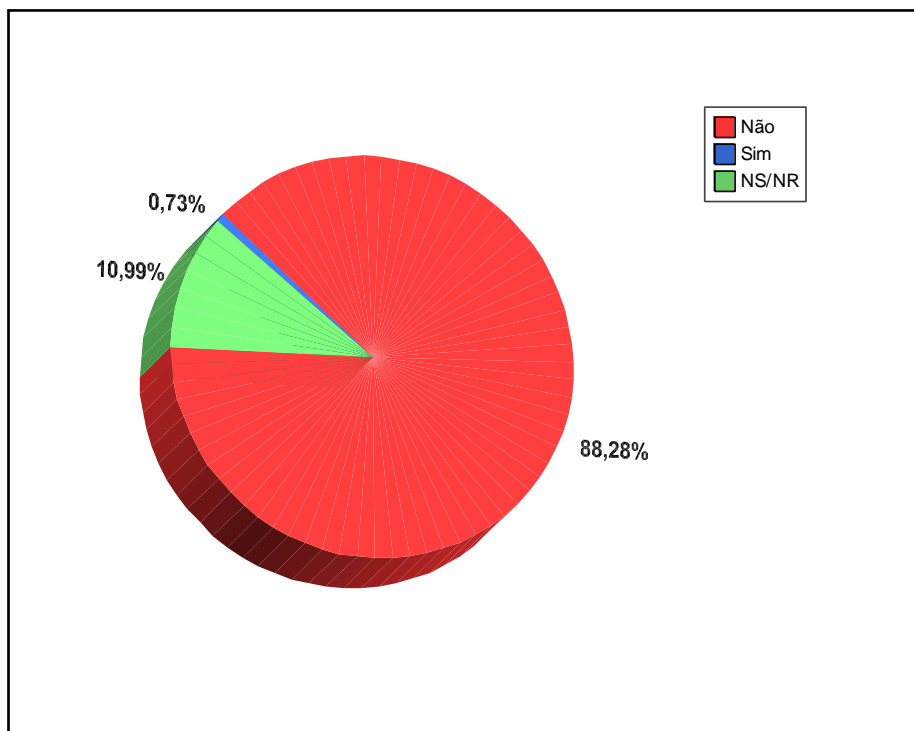
Pós-Graduação



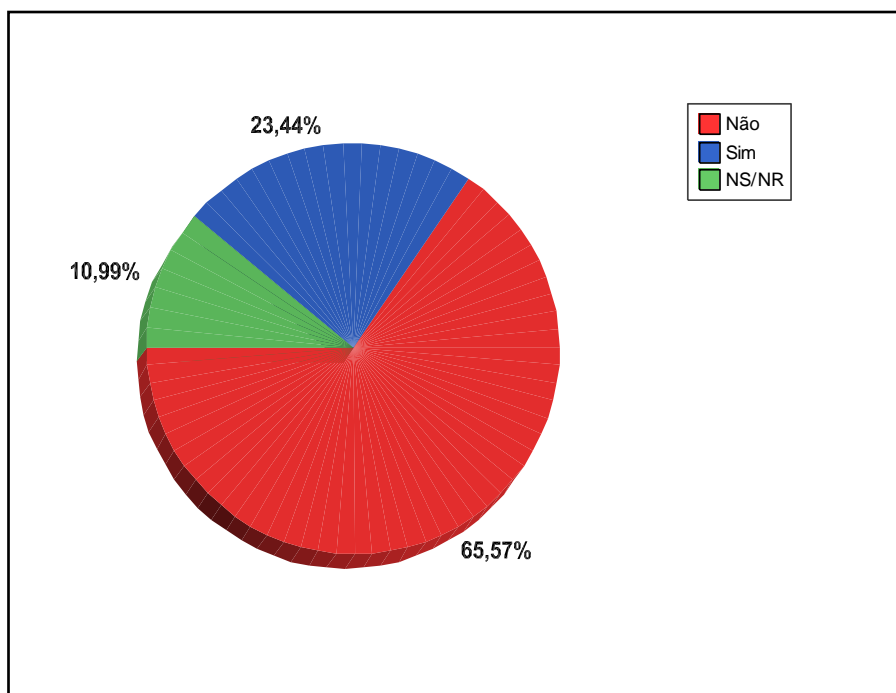
1.º MBA



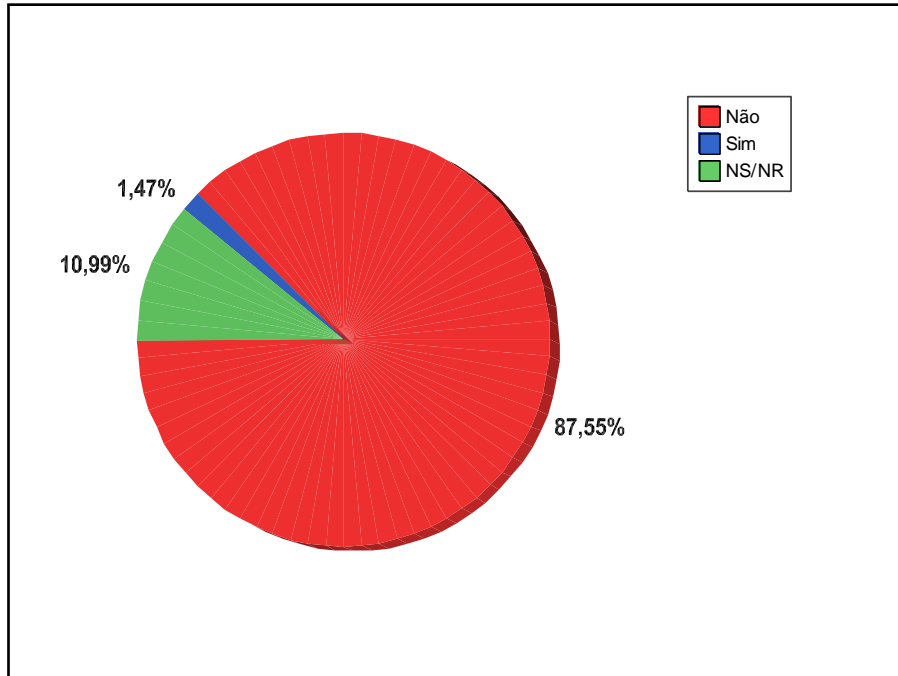
2.º MBA



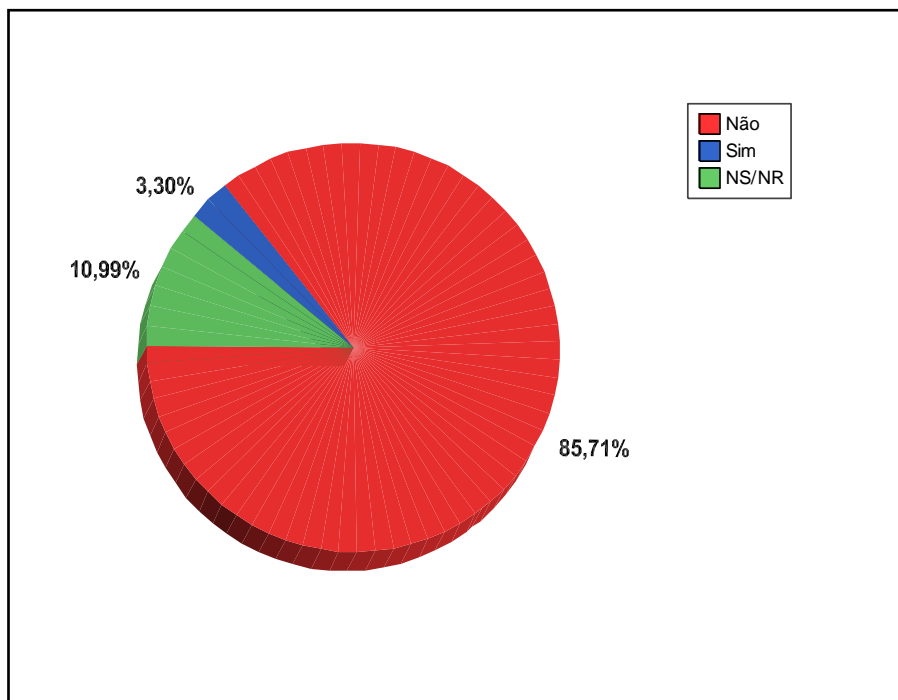
1.º Mestrado



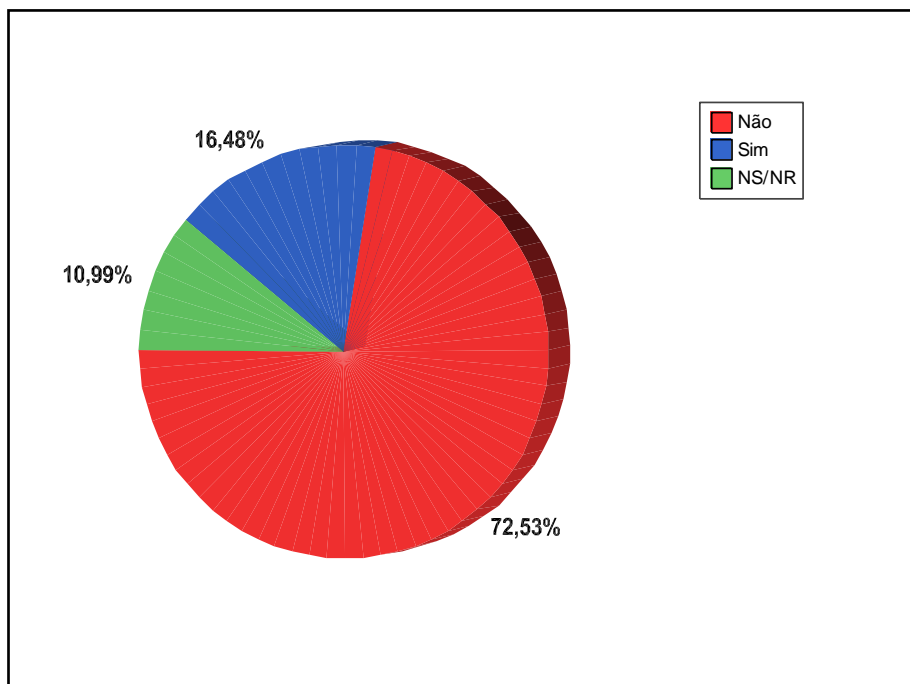
2.º Mestrado



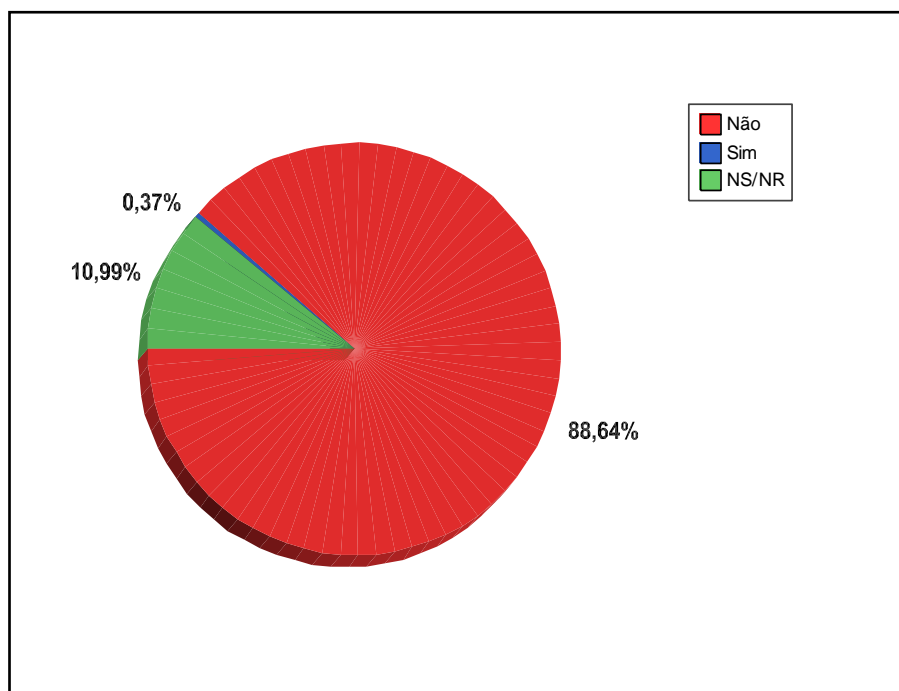
DBA – Honory



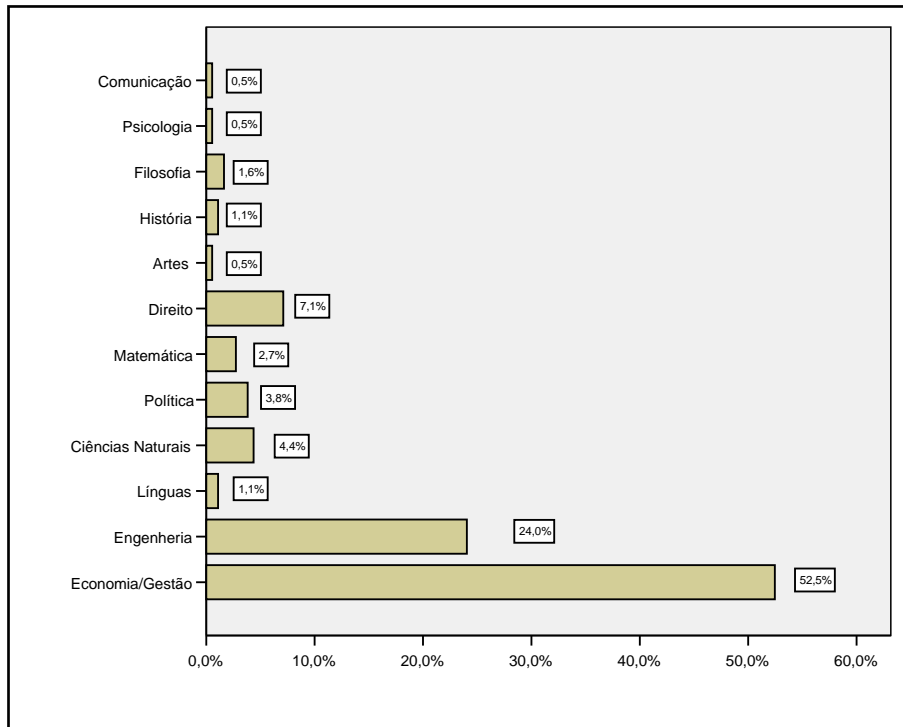
Doutoramento



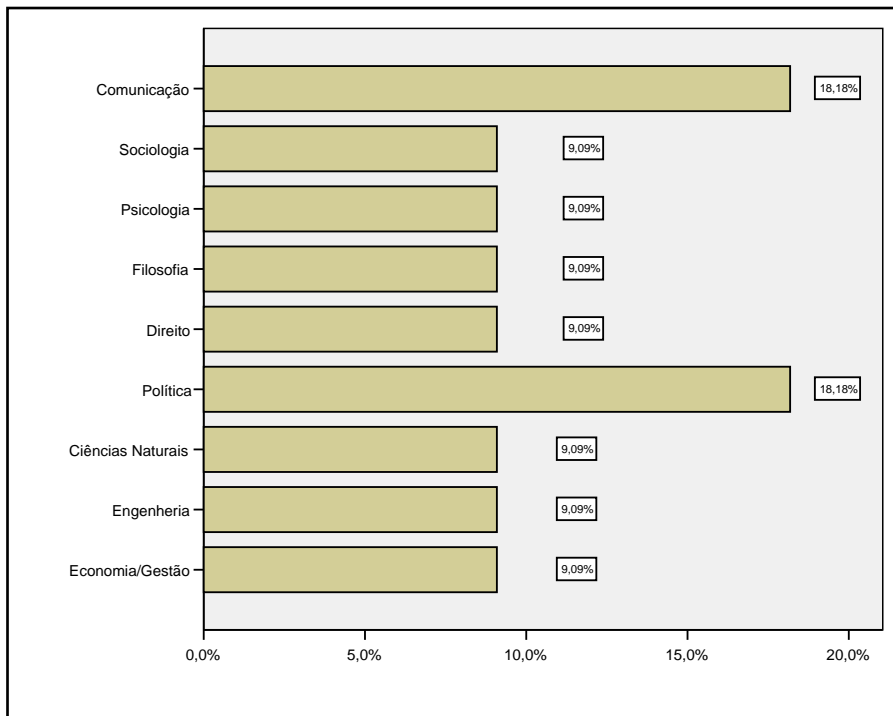
Pos-doc



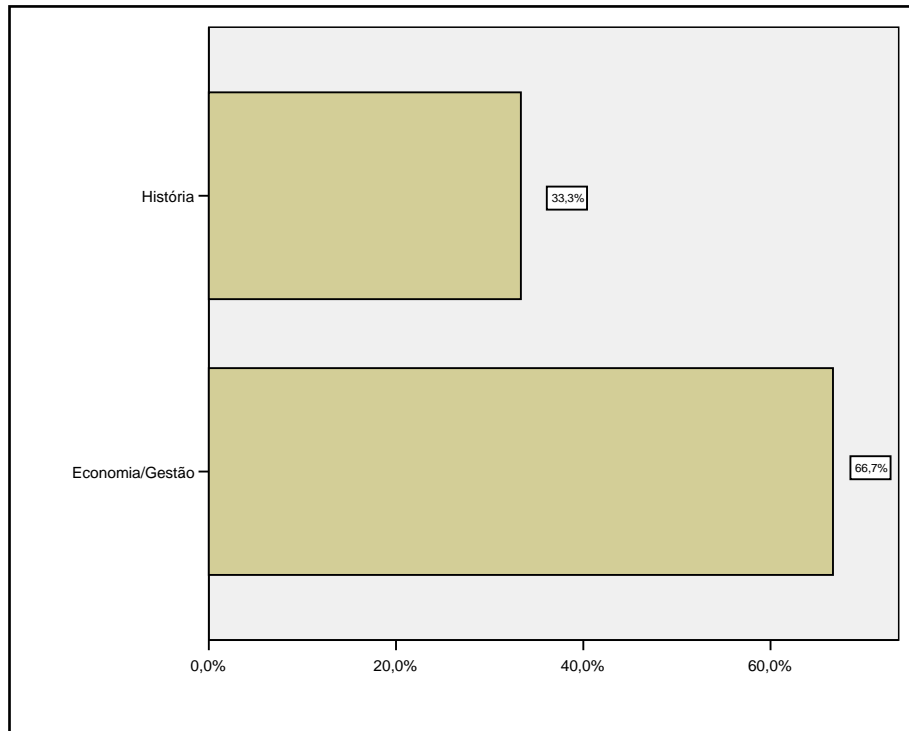
1.º Bacharelato/Licenciatura - 1.º Área



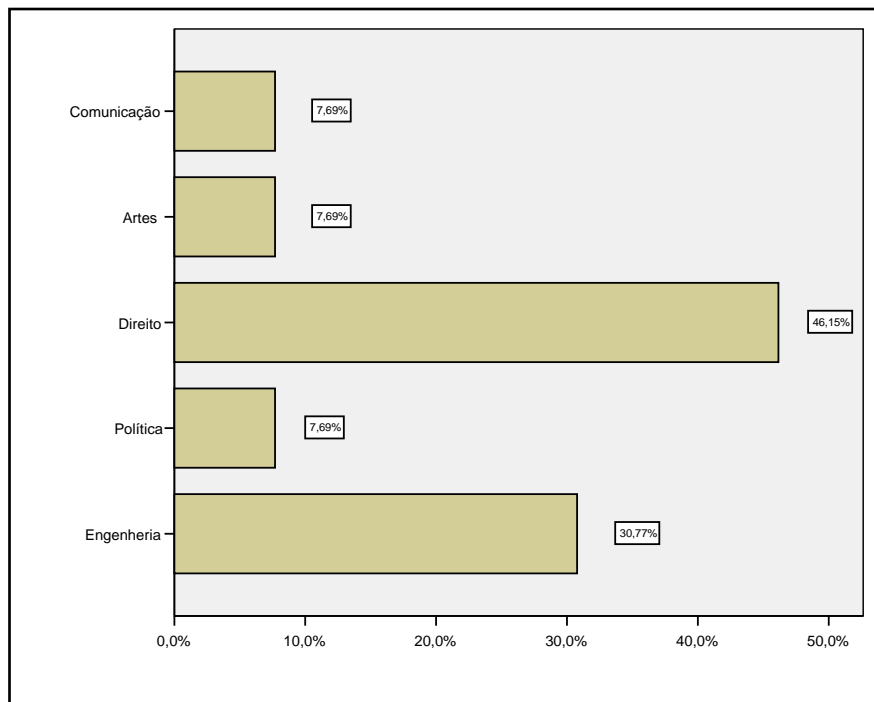
1.º Bacharelato/Licenciatura - 2.º Área



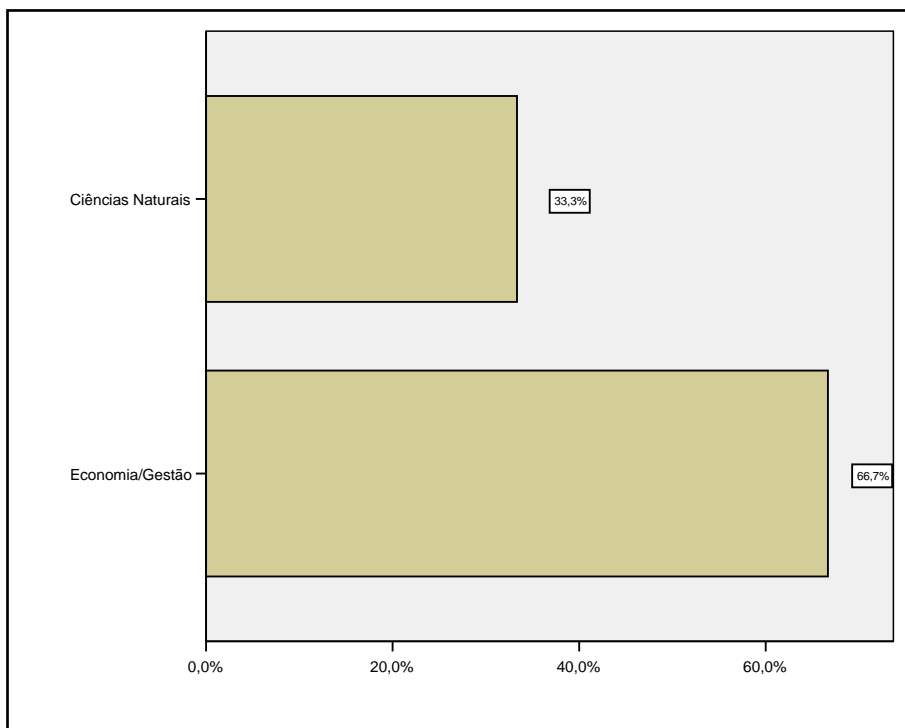
1.º Bacharelato/Licenciatura - 3.º Área



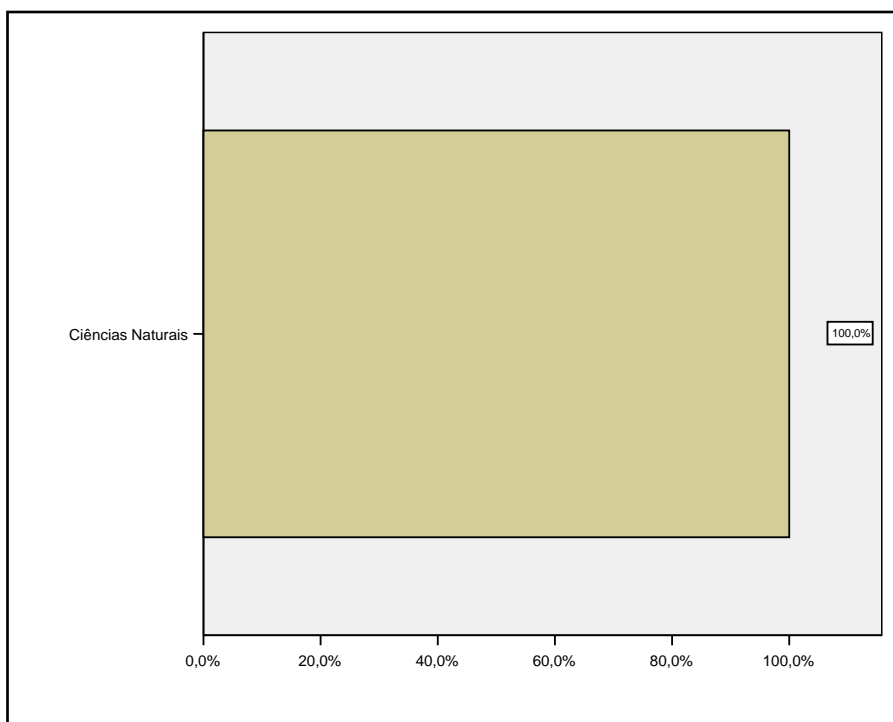
2.º Bacharelato/Licenciatura – Área



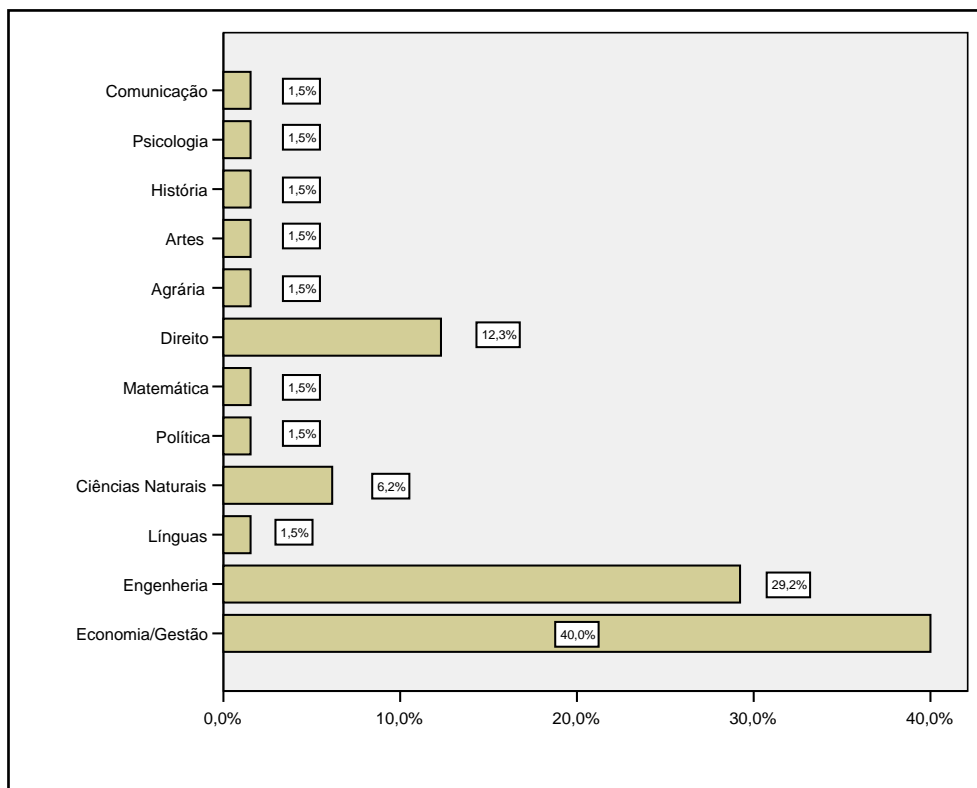
Pós Graduação - 1.º Área



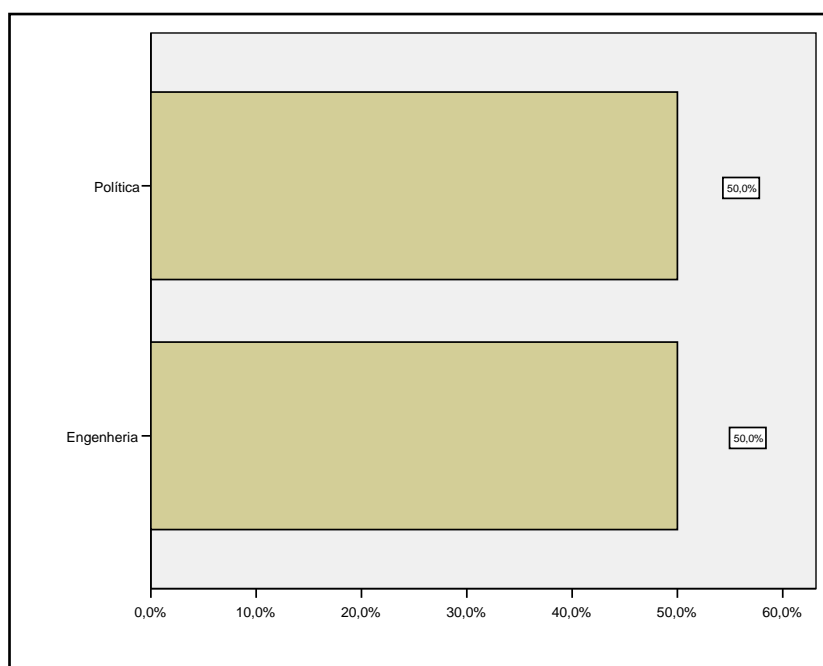
Pós Graduação - 2.º Área



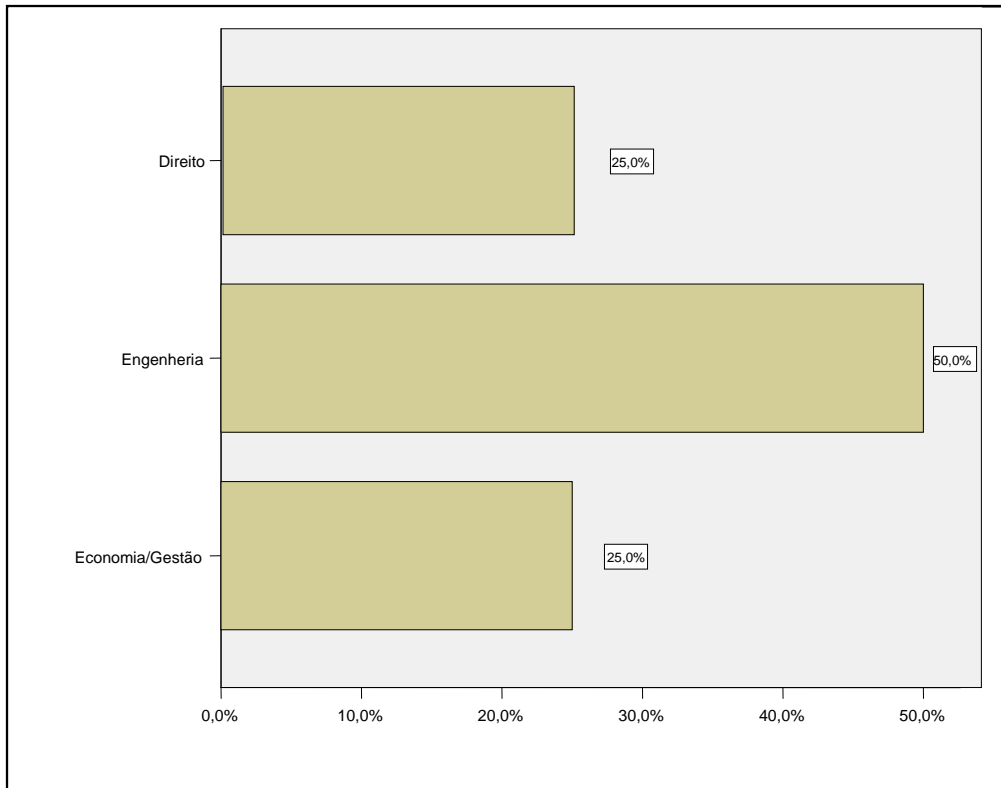
1.º Mestrado - 1.º Área



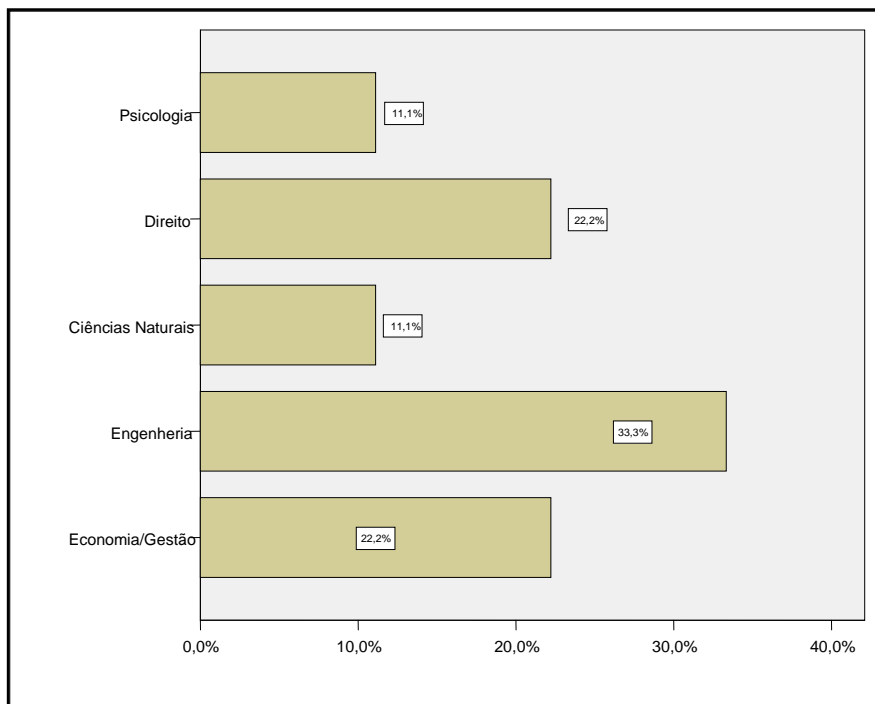
1.º Mestrado - 2.º Área



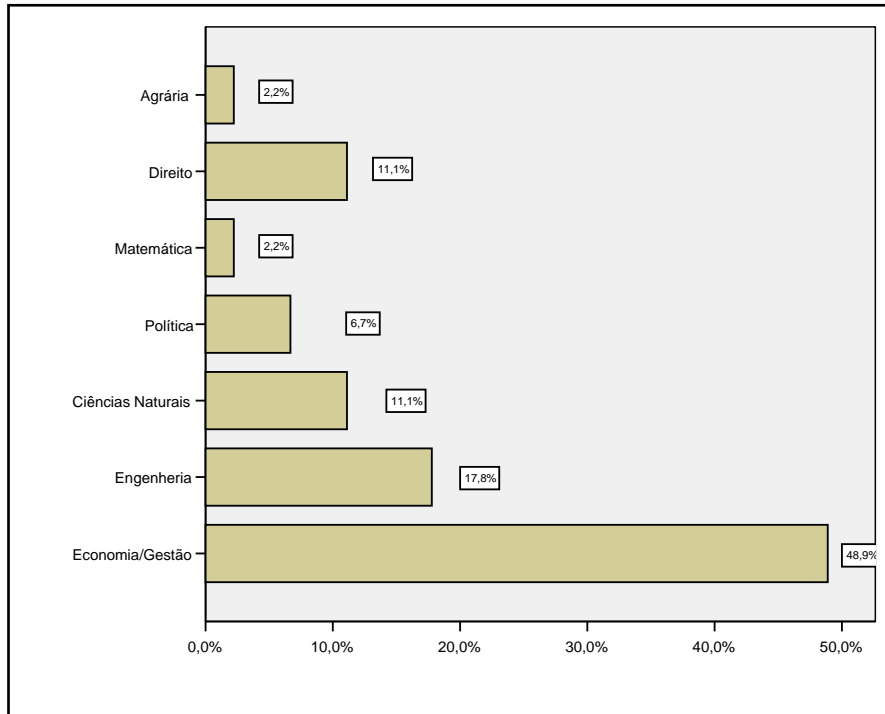
2.º Mestrado – Área



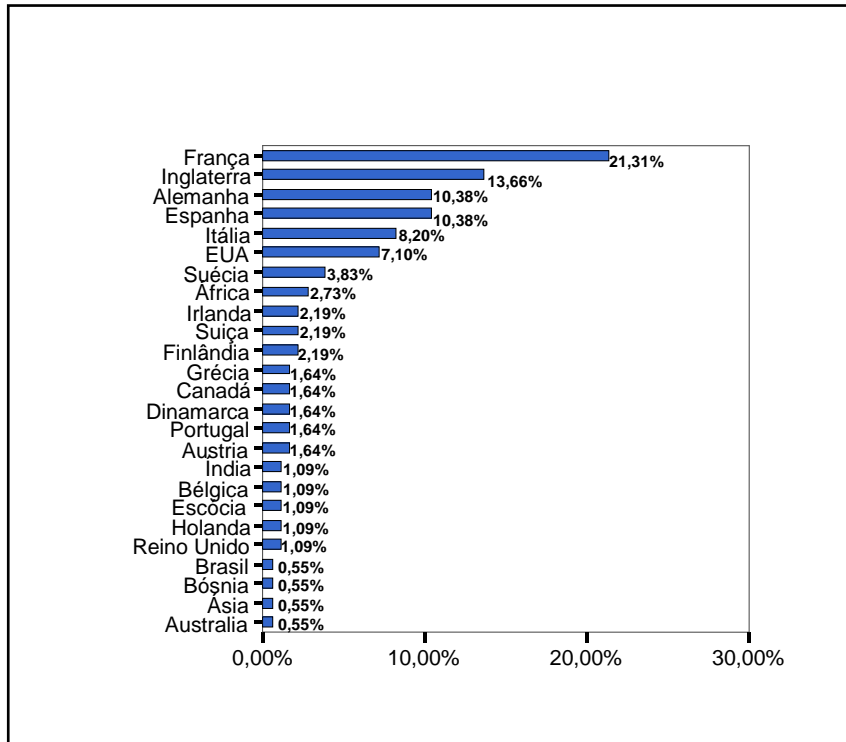
DBA - Honory - 1.º Área



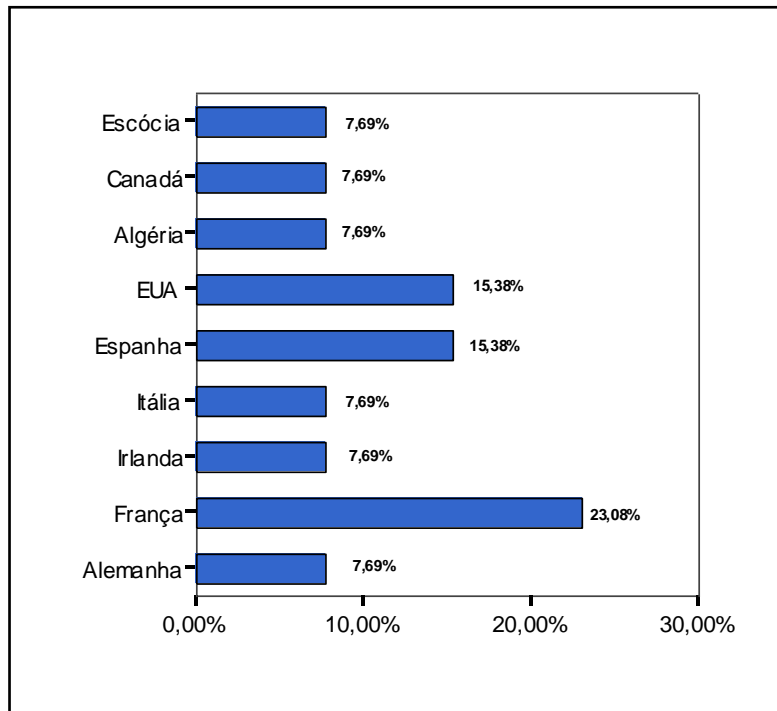
Doutoramento - 1.º Área



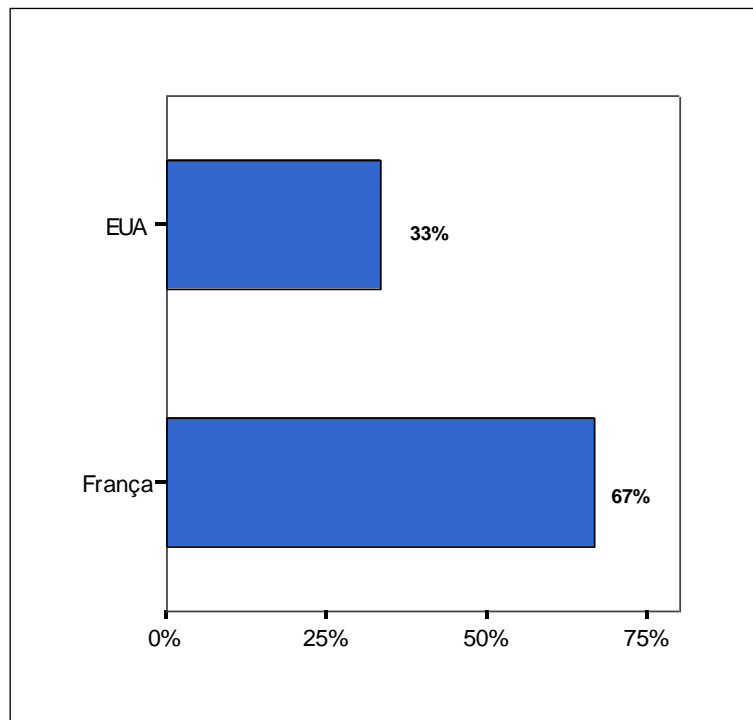
1.º Bacharelato/Licenciatura - Onde?



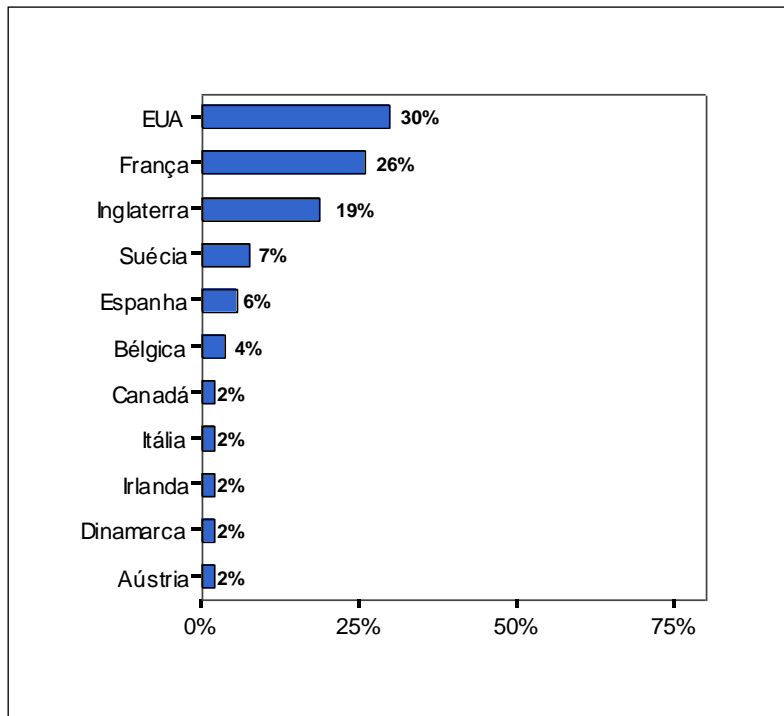
2.º Bacharelato/Licenciatura - Onde?



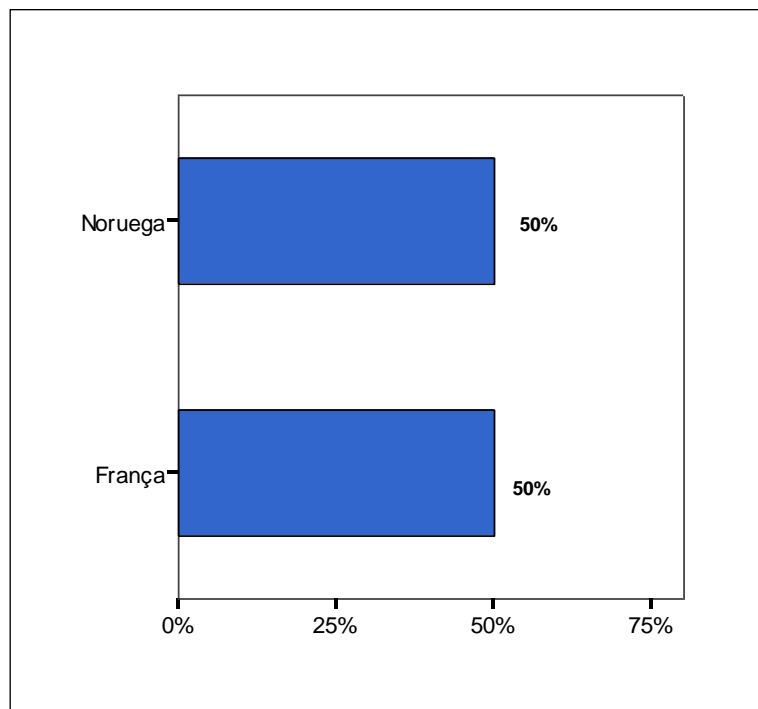
Pós-Graduação - Onde?



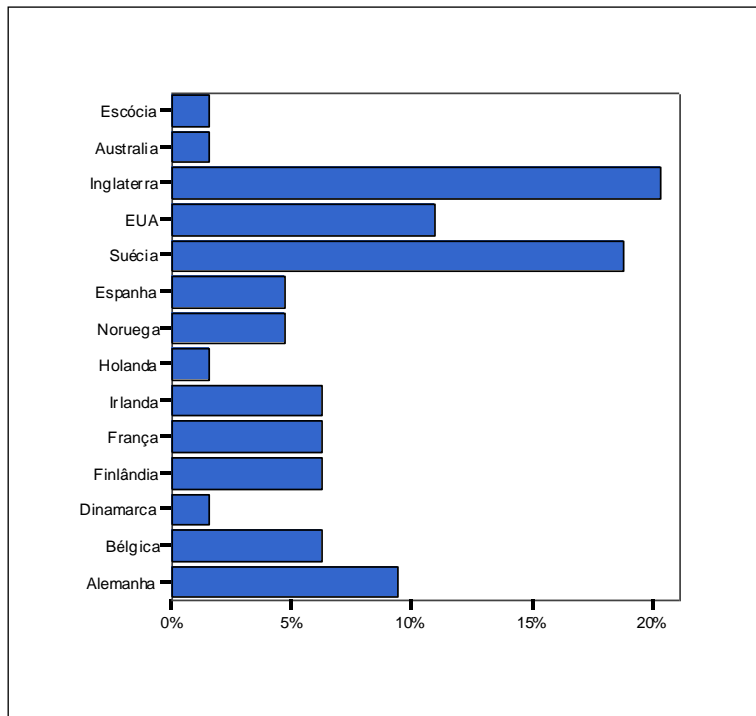
1.º MBA - Onde?



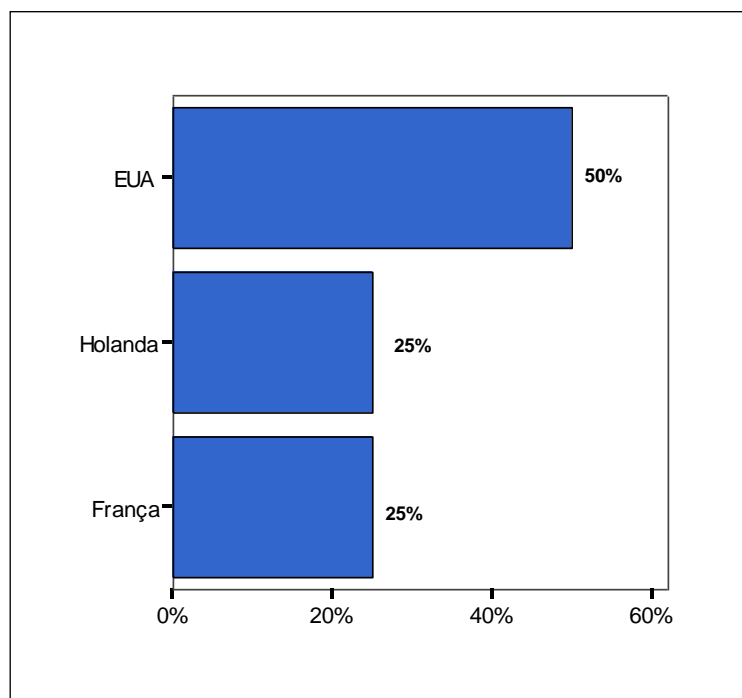
2.º MBA - Onde?



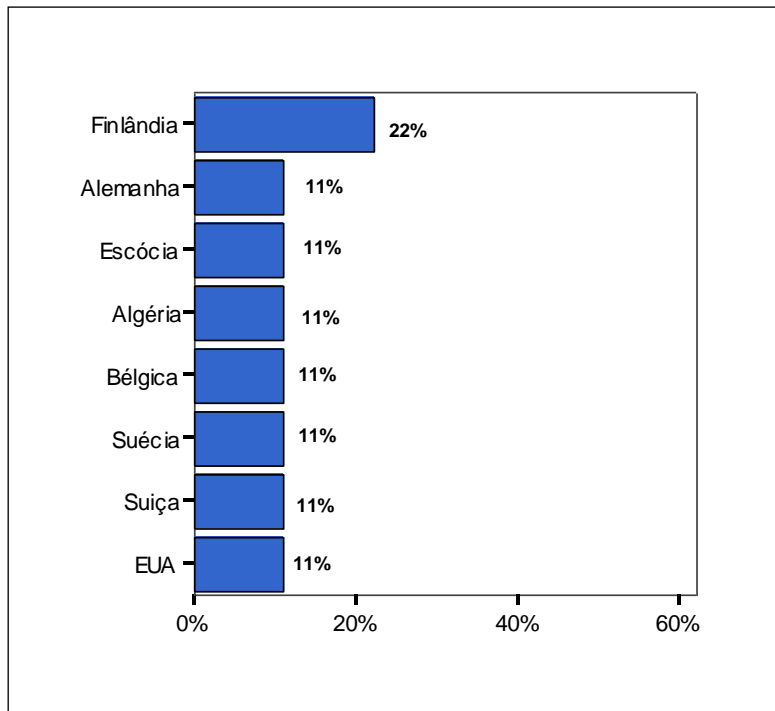
1.º Mestrado – Onde



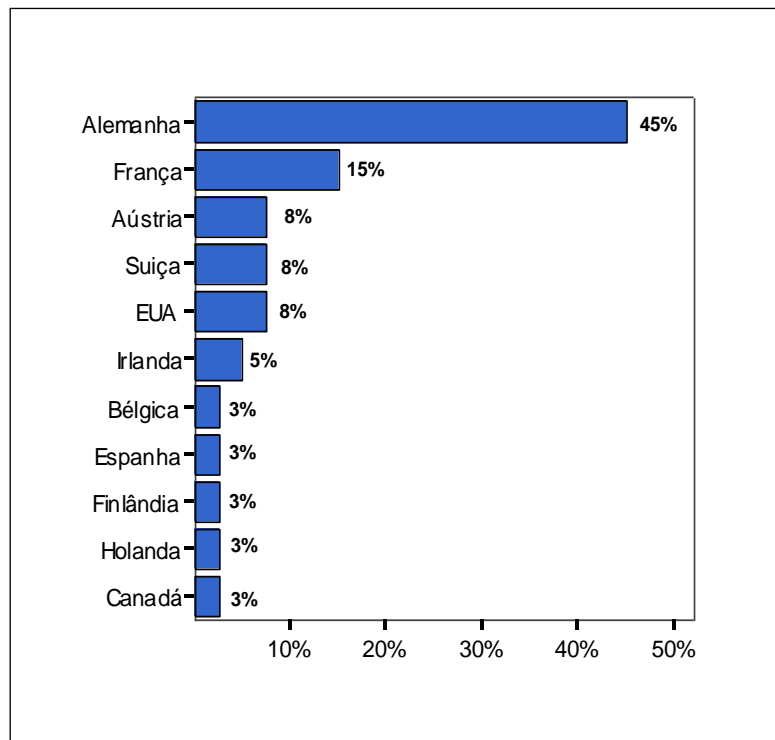
2.º Mestrado - Onde?



DBA - Honory - Onde?



Doutoramento - Onde?



Pos-Doc – Onde?

