

4
O Leviatã como gestor:
São importantes os CEOs
de empresas estatais?

A demissão dos gerentes de um time de beisebol (e, poderíamos acrescentar, de outros gerentes, dentro e fora dos esportes) é uma forma de busca de bodes expiatórios, o que, evidentemente, exige um bode expiatório. Uma das funções legítimas dos gerentes é representar esse símbolo.
Pfeffer e Salancik, 1978

ANTES DE PROSSEGUIR COM NOSSA HISTÓRIA DA TRANSFORMAÇÃO do capitalismo de Estado no Brasil, voltamos a atenção, neste capítulo, para a função de CEO de uma empresa estatal. Os governos, como acionistas controladores de estatais, contam com poucas ferramentas para influenciar o desempenho dessas empresas no curto prazo.¹ Assim, os governos não raro substituem os CEOs, seja na tentativa de promover viradas nas empresas, seja no esforço de encontrar bodes expiatórios; ou seja, como maneira de culpar os CEOs pelo mau desempenho dessas empresas.² No entanto, substituir o CEO como política para melhorar o desempenho das empresas estatais presume que esses gestores efetivamente podem mudar o curso e que essa influência se refletirá em indicadores de desempenho mensuráveis. Como já analisamos, contudo, as empresas estatais geralmente perseguem objetivos que vão além da pura maximização do lucro. E os governos podem ser tentados a nomear políticos ou executivos com ligações políticas como CEOs.

Estudar os CEOs das estatais e seu impacto sobre o desempenho da empresa é, portanto, uma forma de avaliar o problema do agente principal e seus efeitos políticos que podem affligir essas empresas. Exploramos a profusão de dados financeiros disponíveis sobre estatais, entre

1973 e 1993, para analisar até que ponto os CEOs explicam as variações de desempenho nessas empresas. Considerando as grandes oscilações no desempenho delas ao longo do tempo, nos países, nos setores ou até nas empresas em si, examinamos neste capítulo quanto dessa variação pode ser atribuído ao papel do CEO. Essa questão é de fato interessante, porque não sabemos se podem explicar parte da variação no desempenho e, se puderem, ignoramos que características do CEO são mais importantes para melhorar os resultados das empresas estatais.

Os CEOs e o desempenho das empresas estatais

Mesmo em relação às empresas privadas, não há consenso na literatura acadêmica sobre o grau de influência dos CEOs no desempenho financeiro. Certos modelos explicam por que o CEO *deve* importar, com base no fato de que diferentes CEOs têm diferentes estilos gerenciais, implementam diferentes políticas ou transmitem diferentes visões de mudanças na trajetória da empresa.³ Também há uma série de estudos empíricos que examinam se os CEOs são importantes para os resultados da empresa. Alguns desses estudos concluem que esses altos gestores não importam tanto,⁴ enquanto outros apresentam evidências que demonstram a maior capacidade de influência dos líderes empresariais.⁵ Não se dispõe de trabalho semelhante para CEOs de empresas estatais, mas Salancik e Pfeffer examinam se os prefeitos são capazes de influenciar mudanças nas dotações orçamentárias em suas jurisdições e concluem que eles pouco explicam as variações totais nas características das despesas.⁶

Muitas são as razões imagináveis para que os CEOs de estatais sejam ou não influentes. A primeira consideração é que os CEOs dessas empresas estão sujeitos a restrições ainda maiores que as dos altos executivos de companhias privadas. Conforme analisamos no capítulo 2, as empresas estatais não determinam os próprios preços, sofrem limitações na capacidade de demitir empregados (pelo menos limitações políticas) e tendem a ter empregados que são servidores públicos e que, portanto, são difíceis de afastar e se sentem menos motivados a assumir riscos.

Nas empresas privadas é nítida a relação entre a influência do CEO e seu poder de implementar políticas;⁷ é de esperar, portanto, que as restrições organizacionais impostas aos CEOs das empresas estatais poderiam enfraquecer os efeitos deles sobre o desempenho.

Segundo, há o problema da intervenção política. Quando os governos intervêm na gestão das empresas estatais, geralmente duas são as consequências. De acordo com a visão social, os governos impõem o duplo resultado. Além disso, conforme a visão política, a intervenção adota a forma de clientelismo ou patronagem; a nomeação dos administradores da empresa na base da afiliação partidária ou da lealdade a políticos no poder, em vez de sob o critério do mérito ou da capacidade de gerenciar a empresa.

Além disso, as estatais estão sujeitas a fraca restrição orçamentária, uma vez que os governos tendem a socorrê-las quando se tornam insolventes, o que produz efeitos indeterminados sobre a atuação do CEO. De um lado, os CEOs das empresas estatais se sentiriam com mais liberdade para assumir riscos e ser empreendedores por saber que as consequências negativas do risco para eles são limitadas. De outro, os CEOs das empresas estatais tradicionais (sob a propriedade e gestão do governo) têm poucos incentivos para assumir riscos e ser empreendedores. Além de avanços na carreira como burocrata do governo, não se sabe ao certo o que os CEOs ganhariam ao assumir riscos e até ao tornar as estatais mais lucrativas. No Brasil, as carreiras de gestores de empresas estatais eram relativamente estáveis e longas, reforçando a ideia de que esses burocratas não estariam dispostos a assumir maiores riscos nem a empreender novos projetos apenas para melhorar o desempenho das empresas sob sua gestão.⁸

Além das restrições e dos incentivos para os CEOs no âmbito da empresa, o desempenho das estatais se relaciona intimamente com os recursos a serem angariados pelos CEOs na rede de empresas do governo. Os CEOs de empresas estatais podem negociar a admissão e demissão de trabalhadores com o ministro a que prestam contas e podem atrair concessões do governo, como crédito subsidiado, proteções tarifárias, apoio ministerial para projetos de interesse pessoal, como expansão de fábricas e integração vertical e horizontal com outras empresas. Mais

importante, talvez, é se o CEO consegue os insumos que necessita de outras empresas e, principalmente, de outras SOES. Portanto, as redes de CEOs que estudamos são fundamentais para a capacidade do CEO de exercer suas funções e de empreender projetos importantes para a empresa e para o governo. De acordo com Schneider, no Brasil, durante as décadas de 1960 e 1970, "projetos complexos [exigiam] coordenação entre administradores e órgãos concorrentes, com jurisdições imbricadas, adjacentes ou contraditórias. A coordenação entre esses atores só é possível por meio de práticas políticas comuns, como fisiologismo e reciprocidade".⁹ Assim, além das contribuições do CEO, em geral, é importante investigar que traços específicos do CEO — como educação, networking, atividades políticas e treinamento militar — melhoram ou comprometem o desempenho da estatal.

Neste capítulo, portanto, estudamos duas questões. Primeiro, os CEOs das empresas estatais são importantes para o desempenho? Segundo, certos tipos de formação dos CEOs são mais propensos a produzir melhor desempenho?

Nossa análise empírica se divide em três partes. De início, estudamos a contribuição dos CEOs para o desempenho das empresas estatais. Em seguida, adotamos a metodologia de Bertrand e Schoar, ao analisarem as influências dos executivos (CEOs e CFOs [diretores financeiros]) que trocaram de empresas.¹⁰ Nesse caso, usaram variáveis dummy* para rastrear esses executivos e analisar o quanto contribuíram para a variação no desempenho da empresa. Os autores descobriram que os efeitos desses CEOs e CFOs que mudaram de empresa explicam 5% no desempenho da empresa (medido pelo EBITDA [lucro antes dos juros, dos impostos, da depreciação e da amortização] como porcentagem dos ativos, como indicador do retorno sobre ativos).

Em nosso terceiro teste empírico, estudamos os efeitos da formação dos CEOs sobre o desempenho das estatais. Para tanto, classificamos os

* Variável dummy é uma variável binária, que assume valor 1 quando determinada característica é presente (por exemplo, a empresa é gerida por determinado CEO) e 0 caso contrário.

CEOs por tipo de treinamento, usando dados sobre a escolaridade de cada um. Avaliamos, assim, as consequências da formação técnica (por exemplo, especialização em engenharia), formação militar e formação política (exercício de cargo político em algum ponto da carreira). Finalmente, como meio de avaliar o grau de relacionamento do CEO com a elite política, usamos uma variável que capta se o CEO frequentou universidades de elite no Brasil.

Decomposição da variância e efeitos CEO

Uma série de estudos na literatura sobre gestão analisa os efeitos CEO sobre o desempenho da empresa, decompondo a variância de uma variável de desempenho (como o retorno sobre ativos). Primeiro, Lieberson e O'Connor¹¹ decompueram a variação do desempenho, descontando os efeitos do ano, do setor e da empresa, e concluíram que os CEOs respondem por 14,5% da variância total nas margens de lucro, enquanto o setor exerce o maior impacto sobre a lucratividade, explicando 28,5% da variância. Weiner e Mahoney¹² descobriram que os CEOs explicam entre 8,7% e 12,8% da variância na lucratividade, mas Thomas concluiu que os CEOs explicam apenas 5,7% desse resultado.¹³ Wasserman, Anand e Nohria constataram que os efeitos CEO explicam somente 14% do q de Tobin.¹⁴ Não existe trabalho similar para CEOs de empresas estatais. Talvez o estudo mais próximo seja de Salancik e Pfeffer, que analisaram se os prefeitos influenciam mudanças nas dotações orçamentárias em suas jurisdições, constatando que esses agentes explicam pouco da variância total nas variáveis de despesas.¹⁵

Seguimos os estudos mais recentes dessa literatura e decomposemos a variância de nossas variáveis de desempenho de empresas estatais no Brasil usando regressão de dados em painel, nas quais examinamos até que ponto a variação total nas variáveis de desempenho é explicada quando adicionamos, uma a uma, dummies de ano, dummies de setor, que medem características setoriais fixas, características setoriais que variam no tempo, efeitos fixos da empresa (características das empresas

que não mudam com o tempo) e efeitos fixos do CEO (dummy para o mandato de cada CEO).

Rodamos um modelo simples de regressão MQO [mínimos quadrados ordinários], usando a seguinte especificação:

$$y_{it} = \text{Ano}_t + \text{Indústria}_i \times \text{Ano}_{it} + \beta X_{it} + \gamma_i + \lambda_{\text{CEO}} + e_{it} \quad (5.1)$$

em que y_{it} representa o desempenho no nível da empresa — retorno sobre ativos (ROA), retorno sobre patrimônio líquido (ROE), alavancagem (endividamento) ou produtividade do trabalho (definida como receita por trabalhador ou lucro líquido por trabalhador). Em seguida, adicionamos as variáveis, uma de cada vez: efeitos fixos do ano (Ano_t), efeitos fixos do setor (Indústria_i) e efeitos do setor-ano ($\text{Indústria}_i \times \text{Ano}_{it}$). Adicionamos, em seguida, um conjunto de características da empresa (X_{it}), que, dependendo das especificações, podem incluir idade da empresa, alavancagem, produtividade do trabalho e intensidade de capital (ativos fixos); efeitos fixos no nível da empresa (γ_i); e, finalmente, todas as dummies do CEO, uma por CEO (λ_{CEO}). Para cada regressão, consideramos o R-quadrado ajustado para ver como cada variável contribui para a variação da variável dependente. Seguindo a literatura, denominamos a contribuição marginal para o R-quadrado dessas dummies de CEO “efeito CEO”.

Repetimos esse procedimento com uma especificação que estima a produtividade total dos fatores (PTF)¹⁶ decompondo o resíduo de uma função de produção simples, de acordo com a contribuição das mesmas dummies descritas acima. A especificação é:

$$\begin{aligned} \ln(\text{Receitas})_{it} = & \beta_1 \ln(\text{Empregados}) + \beta_2 \ln(\text{Ativos fixos}) \\ & + \text{Ano}_t + \text{Indústria}_i \times \text{Ano}_{it} \\ & + \gamma_i + \lambda_{\text{CEO}} + e_{it} \end{aligned} \quad (5.2)$$

em que $\ln(\text{Receitas})_{it}$ é o logaritmo das receitas reais em 1994, em dólares dos Estados Unidos, $\ln(\text{Empregados})$ é o logaritmo do número de empregados e $\ln(\text{Ativos fixos})$ é a proporção de ativos fixos no ativo total, usada para controlar a intensidade de capital. Como a propriedade

total dos fatores (PTF) varia com os ciclos econômicos e flutua mais em alguns setores que em outros, usamos os mesmos controles de antes.

O Brasil, entre 1973 e 1993, oferece um caso interessante para que se estude a variação do desempenho das estatais por pelo menos três razões. Primeiro, havia grande número de empresas cujas informações financeiras eram divulgadas com frequência em revistas de negócios independentes e que apresentavam relatórios anuais minuciosos à Secretaria de Controle de Empresas Estatais (SEST), a partir de 1982. Portanto, conseguimos compilar dados sobre finanças e emprego de mais ou menos 250 empresas estatais durante vinte anos (1973-93). Segundo, durante esse período, havia muitas empresas estatais operando no mesmo setor (ver tabela 4.1). Terceiro, as variações de desempenho foram significativas nos setores e nas empresas ao longo do tempo. A tabela 4.1 mostra a variação de desempenho das estatais brasileiras por setor, entre 1973 e 1982. Constata-se com nitidez que as variações nos setores e nas empresas foram grandes e merecem análise mais profunda.

Obviamente, quando se estudam empresas estatais, sempre se enfrenta o problema de que é difícil medir a eficiência ou o desempenho porque os governos incumbem suas empresas de gerar duplo resultado, ou seja, maximizar a variável social (por exemplo, maximizar o emprego ou a cobertura da rede de energia) e, ao mesmo tempo, cuidar da lucratividade.¹⁷ As estatais deficitárias podem cumprir os objetivos sociais no curto prazo, mas, no longo prazo, tendem a tornar-se encargo financeiro insustentável para o governo (Shirley e Nellis, 1991; Banco Mundial, 1996).

Por essa razão, consideramos nossas comparações de lucratividade ou produtividade entre estatais menos convincentes que nossas análises do desempenho das empresas ao longo do tempo. Diferentes empresas podem concentrar-se em resolver diferentes problemas — o que torna injusto comparar seus desempenhos —; no entanto, quando determinada empresa sempre foi incumbida de alcançar duplo resultado específico, as mudanças de desempenho ao longo do tempo, não atribuíveis a condições macroeconômicas ou setoriais, tenderão a ser, com mais probabilidade, consequência de mudanças na liderança.

Tabela 4.1. Estatísticas descritivas das empresas estatais por setor, Brasil, 1973-94

	Número de empresas	Ditadura (1973-85)		Número de empresas	Democracia (1985-93)	
		(Média) ROA*	(Média) Desvio padrão		(Média) ROA*	(Média) Desvio padrão
Agronegócios	2	-0,009	0,07	2	0,006	0,07
Alumínio	5	0,233	0,17	5	0,045	0,21
Química	5	0,169	0,16	5	0,036	0,29
Construção civil	4	0,003	0,14	4	0,018	0,11
Eleticidade	47	0,040	0,08	50	-0,016	0,09
Fertilizantes	6	0,060	0,14	7	-0,034	0,10
Distribuição e armazenamento de alimentos	17	-0,004	0,08	18	0,010	0,10
Gás	2	0,020	0,12	2	0,145	0,17
Assistência médica	4	0,004	0,14	4	-0,003	0,22
Manufatura	10	0,027	0,18	11	-0,116	0,16
Mineração	10	0,127	0,17	10	0,063	0,19
Petróleo e derivados	12	0,065	0,07	13	0,048	0,08
Portos	11	0,013	0,08	11	-0,027	0,09
Administração pública	13	0,047	0,13	14	0,000	0,15
Siderurgia	17	0,052	0,18	18	-0,092	0,12
Usinas de açúcar	2	0,009	0,07	2	-0,161	0,10
Telecomunicações	40	0,054	0,05	42	0,040	0,05
Empresas comerciais exportadoras	11	0,072	0,16	11	0,086	0,12
Logística	13	0,028	0,11	13	-0,022	0,15
Equipamentos de transporte	6	0,079	0,11	7	-0,069	0,16
Água e esgoto	11	0,005	0,07	10	0,014	0,09

* Retorno sobre os ativos.

EFEITOS CEO NAS EMPRESAS ESTATAIS, 1973-94

Na tabela 4.2, mostramos os efeitos estimados do CEO no desempenho das empresas estatais com base em simples decomposição da variância. Os efeitos estimados do CEO são de 14% da variação do retorno sobre ativos, que é o limite superior das estimativas encontradas na literatura (as quais variam entre 8% e 14%). Os efeitos CEO também explicam 14% da variação na alavancagem (endividamento). Por fim, constatamos, surpreendentemente, que os efeitos CEO explicam 41% da variação da produtividade do trabalho, ao passo que explicam so-

Tabela 4.2. Mensuração dos efeitos do mandato do CEO nas empresas estatais do Brasil, 1973-94 (dummies para cada mandato de CEO)

	Retorno sobre ativos	Alavancagem	Produtividade do trabalho (lucro por trabalhador)	PTF
Ano	0,047	0,021	-0,002	0,664
Setor	0,074	0,221	0,022	0,100
Setor x ano	0,149	0,060	-0,084	0,000
Grupo de negócios	0,017	0,145	0,019	0,014
Efeito da empresa	0,094	0,284	0,378	0,121
Efeito CEO	0,135	0,137	0,412	0,015
R ² ajustado	0,593	0,868	0,745	0,914

NOTA: As estimativas foram obtidas por MQO [mínimos quadrados ordinários] com efeitos aleatórios, aglomerando erros no nível da empresa. Cada regressão também inclui controles das características da empresa, como alavancagem (exceto quando a alavancagem é variável dependente) e tamanho (log de ativos).

mente 1,5% da variação na produtividade total dos fatores. O efeito sobre a produtividade do trabalho é muito forte e pode refletir o fato de que os CEOs das empresas estatais brasileiras não tinham muitas alavancas com que melhorar ou piorar os rumos de suas empresas, mas aumentar o efetivo de pessoal era uma variável que, pelo menos antes de 1983, ficava a critério deles, decisão discricionária que, com toda a probabilidade, deteriorava a produtividade da empresa.

Agora, a questão é como dizer se esses resultados mostram que os CEOs das empresas estatais explicam ou não boa parte da variação no desempenho. Comparando nossos resultados com estimativas sobre o efeito CEO nas maiores empresas dos Estados Unidos, constatamos que pode ser ilusório por duas razões. Primeiro, usando o método da decomposição da variância, corremos o risco de confundir efeitos CEO com choques macroeconômicos específicos da empresa. Portanto, comparar efeitos CEO em diferentes momentos do tempo e em diferentes países pode ser problemático. Além disso, as limitações enfrentadas pelos CEOs brasileiros podem ser diferentes daquelas com que se deparam os CEOs americanos.

Melhor alternativa seria analisar os efeitos CEOs sobre as empresas estatais, em comparação com os efeitos CEOs sobre grandes empresas privadas brasileiras congêneres, durante o mesmo período.

Tabela 4.3. Mensuração dos efeitos do mandato do CEO nas empresas estatais do Brasil, 1973-94 (dummies para cada mandato de CEO)

	Retorno sobre ativos	Alavancagem
Ano	0,108	0,081
Setor	0,033	0,277
Setor x ano	0,125	-0,269
Efeito da empresa	0,099	0,543
Efeito CEO	0,073	0,131
R ² ajustado	0,438	0,763

NOTA: As estimativas foram obtidas por MQO [mínimos quadrados ordinários] com efeitos aleatórios, aglomerando erros no nível da empresa. Cada regressão também inclui controles das características da empresa, como alavancagem (exceto quando a alavancagem é variável dependente) e tamanho (log de ativos).

Tabela 4.4. Estatística descritiva de empresas privadas e estatais, 1973-94

Variável	Empresas estatais			Empresas privadas		
	Média	DP	N	Média	DP	
Ativos (bilhões de dólares, em valores de 2009)	3117	1,87	4,91	2772	0,42	0,44
ROA (retorno sobre ativos)	3133	0,03	0,12	2780	0,07	0,09
ROE (retorno sobre patrimônio líquido)	3133	0,05	0,45	2780	0,13	0,27
Alavancagem (endividamento)	3133	0,50	0,28	2780	0,49	0,20
Anos com prejuízo	3133	0,31	0,46	2780	0,13	0,33
Falência (passivo > ativo)	3133	0,04	0,19	2780	0,01	0,08
Turnover do CEO	2213	0,29	0,45	1473	0,10	0,30

Apresentamos os resultados na tabela 4.3. Descobrimos que os CEOs explicam 7,3% da variação do retorno sobre o ativo em empresas privadas e 13,1% da variação na alavancagem. Isso significa que nossas estimativas dos efeitos CEO sobre as estatais são maiores, pelo menos quando usamos o ROA como variável dependente, e sugere que os efeitos CEOs nas estatais podem ser mais importantes que nas privadas. Não podemos fazer a mesma comparação usando a produtividade como variável dependente porque não conseguimos encontrar dados anuais sobre o número de empregados de empresas privadas.

Algo que pode explicar o fato de os efeitos CEOs serem grandes nas empresas estatais é a diferença de índices de turnover (substituição) de CEOs entre empresas privadas e estatais. Como mostramos na tabela 4.4, todos os anos cerca de um terço das empresas estatais mudavam de CEO, enquanto nas maiores empresas privadas o turnover de CEOs era mais baixo. A maioria das grandes empresas que incluímos na amostra era controlada por famílias que talvez tenham indicado familiares para dirigi-las. O maior índice de mudança de CEOs nas empresas estatais aumenta a probabilidade de que nossos efeitos CEO também reflitam outros fatores que envolvem correlações espúrias com o mandato desse executivo. Por essa razão, nosso foco na próxima seção é medir os efeitos CEO apenas dos gestores que mudaram de empresa.

Identificação dos efeitos CEOs que mudaram de empresas

Em seguida, examinamos os efeitos CEO com base apenas nas variações associadas a CEOs que mudaram de empresa. A tabela 4.5 mostra as estatísticas descritivas de toda a nossa amostra de empresas para descrever a subamostra de empresas estatais que usamos nessa parte do estudo. Vê-se que as empresas com CEOs que dirigiram uma ou mais empresas na carreira eram maiores e apresentavam turnover, lucratividade, produtividade e crescimento dos ativos mais elevados. Portanto, nossa subamostra reúne algumas das melhores empresas, mas não necessariamente as mais intensivas em capital.¹⁸

Na tabela 4.6, mostramos os resultados de nossa análise de regressão da contribuição dos CEOs que mudaram de empresa para a variação do desempenho e da alavancagem. Seguimos a metodologia de Bertrand e Schoar¹⁹ e mostramos somente o R-quadrado das regressões, com e sem dummies para CEOs que mudaram de empresa, o teste *F*, para mostrar se essas dummies de CEOs são significativas em conjunto, e, finalmente, a contribuição desses CEOs para o R-quadrado ajustado. Fizemos três testes: um para toda a amostra, outro para a amostra que

Tabela 4.5. Estatísticas descritivas de empresas com CEOs que mudam e não mudam de emprego

Variável	Com CEOs que mudam			Com CEOs que não mudam			Teste de comparação	
	N	Média	DP	N	Média	DP	t-estatístico	
Ativos (bilhões de dólares: 2009)	1872	1,7	4,4	672	3,2	7,1	-6,47	***
Turnover (EBITDA/ativos)	1880	53%	85%	675	99%	137%	-10,00	***
Alavancagem (dívidas totais/ativos)	1880	49%	30%	675	54%	31%	-3,5	***
Retorno sobre ativos	1880	2%	11%	675	5%	13%	-7,11	***
Retorno sobre patrimônio líquido (PL)	1880	3%	51%	675	11%	71%	-3,24	**
Receita por empregado (Milhares de US\$)	1880	123,9	278,3	675	350,7	455,6	-15,11	***
Lucro por empregado (Milhares de US\$)	1772	5,7	215,7	553	-69,2	1.284,8	2,35	**
% de anos com prejuízo	1880	34%	47%	675	25%	43%	4,08	***
% de anos em insolvência	1880	3%	18%	675	5%	23%	-2,59	***
Ativo fixo/ativo total	1588	65%	26%	570	48%	33%	-0,97	***
Crescimento dos ativos	1867	1%	67%	670	4%	83%	12,28	***
Trabalhadores por milhão de dólares em ativos	1805	25,1	209,9	599	14,0	43,9	1,28	

NOTA: ***, ** e * denotam significância nos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente.

cobre o período em que o Brasil estava sob a ditadura militar (1973-84) e outro para a amostra que cobre o período em que o Brasil teve governo democrático (1985-93).

Na segunda coluna, mostramos o resultado do retorno sobre ativos. De acordo com nossos testes, o acréscimo de controles para os CEOs que mudaram de empresa explica o aumento de 2% na variação dos retornos. Esse resultado é mais baixo que nossa estimativa anterior de 14% (considerando todos os CEOs), provavelmente porque essas estimativas refletem não só o efeito CEO, mas também possíveis choques temporais específicos da empresa que apresentam correlação espúria com mudanças de CEO. O efeito desses CEOs no retorno sobre ativos (ROA) é um pouco mais alto durante o período democrático. Nossos resultados para o retorno sobre patrimônio líquido (ROE) são menos consistentes, mas, para toda a amostra, os CEOs que mudam de empresa explicam quase 2% da variação.

Tabela 4.6. Efeitos CEO considerando apenas os CEOS que mudaram de empresa

Variável	Retorno sobre			Produtividade				
	Retorno sobre ativos (1)	patrimônio líquido (2)	Turnover (3)	Alavancagem (4)	Receita por empregado (5)	Total dos Fatores (PTF) (6)	Anos com prejuízo (7)	Falência (8)
Amostra total (1973-93)								
Número de observações	766	766	766	766	841	764	766	766
R-quadrado ajustado (sem dummies de CEO)	0,354	0,41	0,358	0,496	0,086	0,355	0,471	0,577
R-quadrado ajustado (com dummies de CEO)	0,375	0,428	0,442	0,544	0,266	0,456	0,506	0,626
Estatística F	17,36	14,86	35,93	22,14	34,74	26,79	25,22	28,19
Teste F valor p	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001
Efeito CEO (mudança no R-quadrado ajustado)	0,021	0,018	0,084	0,048	0,18	0,101	0,035	0,049
Ditadura (1973-84)								
Número de observações	371	371	371	371	418	370	371	371
R-quadrado ajustado (sem dummies de CEO)	0,117	0,479	0,462	0,474	0,078	0,252	0,568	0,629
R-quadrado ajustado (com dummies de CEO)	0,139	0,473	0,486	0,511	0,214	0,29	0,573	0,696
Estatística F	7,5	5,93	8,41	9,54	13,5	8,65	6,9	15,73
Teste F valor p	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001
Efeito CEO (mudança no R-quadrado ajustado)	0,022	-0,006	0,024	0,037	0,136	0,038	0,005	0,067
Democracia (1985-93)								
Número de observações	395	395	395	395	423	394	395	395
R-quadrado ajustado (sem dummies de CEO)	0,543	0,471	0,303	0,561	0,111	0,543	0,438	0,59
R-quadrado ajustado (com dummies de CEO)	0,574	0,478	0,293	0,612	0,336	0,615	0,486	0,623
Estatística F	8,82	6,26	5,1	11,54	17,74	14	9,86	9,5
Teste F valor p	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001
Efeito CEO (mudança no R-quadrado ajustado)	0,031	0,007	-0,01	0,051	0,225	0,072	0,048	0,033

NOTA: Todas as regressões incluem controles para empregados por ativos, ativo fixo sobre ativo total, idade da empresa e logaritmo do ativo total. As regressões do ROA e do ROE controlam alavancagem, produtividade do trabalho, lucro por empregado, empregados por ativo, ativo fixo sobre ativo total, idade da empresa e logaritmo do ativo total. Excluímos os resultados das regressões que tinham lucro por empregado como variável dependente porque consistentemente tinham resultados negativos para R-quadrado ajustado.

Na coluna 5 da tabela 4.6, mostramos que os CEOS que mudaram de empresa explicam quase 5% da variação na alavancagem. Nas colunas 5 e 6, mostramos os resultados quando nossas variáveis de produtividade (receita por empregado ou produtividade total dos fatores) são usadas como variáveis dependentes. Na coluna 5, os CEOS explicam quase 18% da variação quando usamos a amostra total com a produtividade do trabalho como variável dependente. Os CEOS explicam 10% da variação da PTF, de acordo com a coluna 6. Esse resultado é compatível com as conclusões apresentadas na seção anterior, de que os efeitos CEO foram mais altos nas regressões da produtividade do trabalho.

Finalmente, nas duas últimas colunas da tabela 4.6, usamos como variáveis dependentes o número de anos em que a empresa teve prejuízo e o número de anos em que foi à falência. Os CEOS que mudaram de empresa explicam entre 3,5% e 5% da variação.

Nossos resultados mostram efeitos CEO um pouco mais baixos que os encontrados por Bertrand e Schoar.²⁰ Por exemplo, usando a variável proxy para ROA, eles descobriram que os CEOS explicam cerca de 5% da variação no desempenho, enquanto constatamos que os CEOS explicam apenas 2%. A diferença pode relacionar-se com o fato de que algumas das empresas estatais no Brasil eram relativamente autônomas (principalmente antes de 1985), mas nem todas. Algumas das estatais de nossa amostra também tinham objetivos sociais que podem ter desviado a atenção da lucratividade. Por exemplo, alguns dos CEOS que mudam de empresa em nossa amostra eram engenheiros que trabalharam para várias empresas de telecomunicações. Esses CEOS mudavam de empresa porque eram enviados pela holding para instalar ou reformar companhias operadoras de telefonia em áreas fronteiriças do Brasil (região amazônica, Mato Grosso e alguns estados do Nordeste), lugares onde a lucratividade era talvez de baixa prioridade para o governo.

Nossos resultados, porém, são surpreendentes, pois, consistentemente, encontramos efeitos CEO mais fortes durante o período democrático (1985-93), quando os controles sobre orçamentos, salários e políticas de recrutamento das empresas estatais eram mais rigorosos. Por que teria sido assim? Acreditamos que as restrições sobre as estatais são igualmente vinculantes para todas as empresas. Os CEOS com liga-

ções e os participantes de redes clientelistas da coalizão dominante podem ter mais espaço de manobra para conseguir insumos adicionais a preços privilegiados, por exemplo, ou receber empréstimos de bancos de desenvolvimento a juros subsidiados. De fato, as estatais com CEOs que mudaram de empresa superaram em desempenho a média das empresas da amostra. Além disso, também achamos que parte dos efeitos CEO que encontramos pode refletir mudanças no grau de relacionamento dos CEOs. Como mostramos abaixo, houve muitas mudanças de CEOs na década de 1980 que envolveram a admissão (ou demissão) de CEOs formados nas melhores universidades do Brasil.

A formação do CEO é importante para o desempenho?

Nesta seção, estudamos até que ponto a formação do CEO explica o desempenho da empresa. A literatura sobre a formação dos gestores de empresas estatais geralmente conclui que os CEOs e executivos com formação técnica impulsionam melhor o desempenho da empresa que outros executivos (ver capítulo 2). Para Weber, “a razão decisiva para o avanço da organização burocrática sempre foi apenas sua superioridade puramente técnica em relação a qualquer outra forma de organização”.²¹ Amsden defende a ideia de que os engenheiros e outros profissionais técnicos nas universidades locais de alto nível foram fundamentais para o desenvolvimento de grandes indústrias pesadas na República da Coreia.²² Schneider, Martins e Escobar defenderam a tese de que as empresas com melhor desempenho no Brasil eram dirigidas por executivos com formação técnica (a maioria engenheiros).²³ Por exemplo, conforme Escobar, os gestores técnicos da Companhia Vale do Rio Doce, a maior mineradora estatal do Brasil, “não se consideram assistentes sociais”, uma vez que “o engenheiro deve escolher estratégias com base nas mesmas motivações fundamentais dos colegas em empresas privadas”.²⁴

Uma segunda hipótese é a de que os CEOs militares são diferentes. Malmendier, Tate e Yan consideraram os efeitos das experiências de vida dos CEOs sobre as políticas financeiras da empresa nos Estados

Unidos e concluíram que os gestores militares com experiência de combate tendem a assumir mais riscos e a preferir mais alavancagem.²⁵ Benmelech e Frydman estudaram os CEOs militares e constataram que eles atuam melhor nos períodos recessivos que os CEOs não militares e que tendem a envolver-se com menos frequência em fraudes empresariais.²⁶

Identificaram-se dois tipos de CEOs militares: aqueles com formação militar genérica no Exército, na Marinha ou na Aeronáutica e aqueles com graduação em engenharia. Como achamos que estes últimos tinham qualificações técnicas talvez mais relevantes para a gestão de empresas estatais, nós os classificamos para testes em dois grupos diferentes.

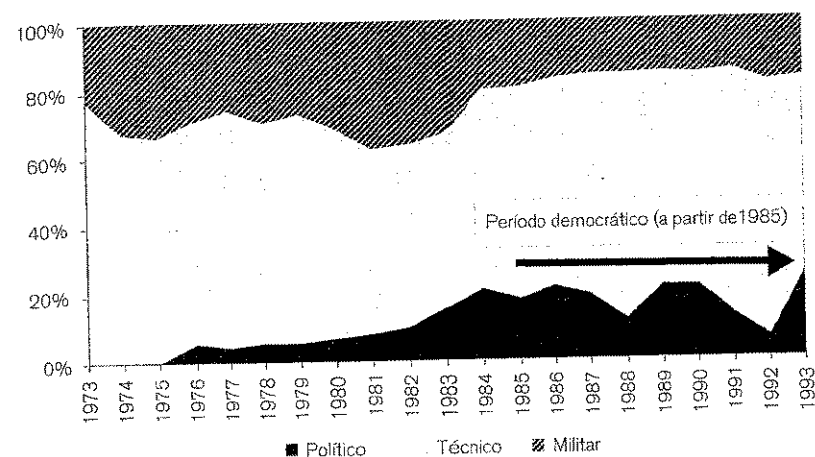
Seria de esperar que a capacidade de liderança e as qualificações técnicas dos CEOs militares, desenvolvidas durante o treinamento para oficial, talvez fossem importantes para melhorar o desempenho das empresas por algumas razões. Primeiro, os CEOs militares no Brasil tinham formação e estilo gerenciais diferentes dos de CEOs técnicos ou políticos. A carreira desses servidores era muito peculiar. “Os cadetes geralmente são oriundos de famílias de militares e cursaram escolas secundárias militares, antes de entrar na academia militar.”²⁷ Depois da academia militar, coronéis e generais geralmente passam um ano na Escola Superior de Guerra, espécie de *think tank* militar. Alguns oficiais optam por deixar as Forças Armadas e seguir carreiras civis como gestores de empresas estatais. Da mesma maneira como Becker defende a ideia de que os oficiais militares são treinados em “ampla variedade de qualificações, e muitas delas — pilotagem de aeronaves e conserto de máquinas — são bastante úteis no setor civil”,²⁸ também nós achamos que os CEOs militares têm habilidades — principalmente habilidades de liderança — que são proveitosas para dirigentes de empresas estatais.^{29, 30} Um relatório da Korn/Ferry International concluiu que as empresas americanas lideradas por CEOs com formação militar superavam em desempenho o índice S&P 500. As habilidades de liderança militar citadas no relatório como úteis para CEOs eram (a) trabalho em equipe, (b) planejamento e uso eficaz de recursos, (c) comunicação interpessoal, (d) definição de objetivos e motivação dos outros para cumpri-los, (e) senso de ética altamente desenvolvido, (f) aptidão para

manter-se calmo sob pressão.³¹ É provável que essas habilidades também sejam aprendidas por oficiais militares brasileiros. Segundo, os CEOs militares também podem ter um conjunto de ligações durante o treinamento acadêmico e no rodízio de funções. Como o Brasil esteve sob ditadura militar de 1964 a 1985, é de supor que a rede de CEOs militares lhes tenha permitido conectar-se com pessoas importantes no governo, de maneira a garantir recursos e insumos, assim como apoio para seus projetos em geral.

Uma terceira hipótese se refere às ligações dos CEOs com a elite política e com outros CEOs, em vez de com formação e treinamento. Em outras palavras, talvez o que importe não seja se os CEOs são políticos ou técnicos, mas, sim, se frequentaram escolas de elite. Distinguímos formação e treinamento, de um lado, e associação a elites, de outro, com a adoção de uma variável que separa os CEOs que frequentaram ou não universidades de elite no Brasil.³² Consideramos universidades de elite as federais, a Universidade de São Paulo (USP) e o Instituto Tecnológico da Aeronáutica (ITA). As universidades federais eram e ainda são as melhores do país. São gratuitas e os exames de admissão são extremamente competitivos; em geral, os que se graduam por elas são os universitários mais talentosos do Brasil. Além das universidades federais, a entrada na USP e no ITA era extremamente difícil, e o treinamento neles recebido se incluía entre os melhores, sobretudo para engenheiros. Assim, nossa variável dummy referente a se o CEO frequentou universidade de elite também pode captar a capacidade analítica dos gestores e outros atributos intelectuais.

Codificamos os CEOs de acordo com o treinamento de graduação. As universidades brasileiras, diferentemente das americanas, não oferecem treinamento em artes liberais. Os alunos se matriculam em campos específicos, como engenharia civil, e todas as disciplinas, desde o primeiro dia, se concentram nessa área. Em termos gerais, dividimos nossos CEOs em cinco categorias. Primeiro, classificamos como técnicos todos os CEOs que tinham optado por graduação em área técnica (por exemplo, engenharia, economia, contabilidade e negócios) ou cuja formação fosse de alguma forma técnica e relevante para a empresa (por exemplo, geologia, em empresa de mineração). Segundo, classificamos

Figura 4.1. Distribuição da formação de CEOs de empresas estatais no Brasil, 1973-93 (porcentagem)



como militares todos os CEOs oriundos do Exército, da Marinha ou da Aeronáutica. Terceiro, classificamos como políticos quaisquer CEOs que tivessem exercido cargo político entre 1973 e 1993. Quarto, classificamos como técnicos-militares todos os CEOs que tinham formação militar e graduação em área técnica. Finalmente, também classificamos como técnicos-políticos todos os CEOs que, em algum momento, tenham ocupado alta posição política e também tivessem graduação em área técnica.³³

Para qualquer ano, temos informações biográficas básicas de cem a 250 CEOs de empresas estatais. A figura 4.1 mostra a distribuição de CEOs ao longo de todo o nosso período de estudo. Três são os padrões a serem observados. Primeiro, o número de políticos na direção de estatais aumentou depois da transição para a democracia, em 1985, passando para mais de 10% da amostra. Em nossa opinião, trata-se de resultado lógico porque achamos que a democracia aumentou a necessidade de dividir as oportunidades — inclusive cargos em empresas estatais — com outros grupos, como eleitores em geral e membros do partido. Segundo, a proporção de CEOs técnicos na gestão de estatais manteve-se relativamente alta (cerca de 60%) durante todo o

período analisado (mais ou menos sessenta a cem CEOs técnicos por ano). Terceiro, a proporção de CEOs militares era de quase 30% antes de 1985, mas, mesmo depois, continua em torno de 20%, em parte porque incluímos empresas em estreita ligação com objetivos militares. Essa proporção não é tão alta em comparação com o número de CEOs militares no Chile ou no Peru durante o mesmo período, onde mais de 50% tinham formação militar.³⁴

FORMAÇÃO DOS CEOS E DESEMPENHO DAS EMPRESAS ESTATAIS

Para verificar se formação e capacidade importam, usamos nosso painel de empresas estatais e CEOs e rodamos regressões usando as equações (1) e (2). Incluímos efeitos fixos na tentativa de controlar aspectos inobserváveis da empresa. Portanto, nossos resultados devem ser interpretados como mudanças no desempenho das empresas em consequência de mudanças na formação dos CEOs. Essa configuração nos permite desatrelar o efeito empresa do efeito formação do CEO (o problema mais comum na literatura sobre formação dos CEOs no Brasil) e contribui para minimizar a endogeneidade da formação do CEO de acordo com o tipo de empresa em que ele atua (por exemplo, empresas de telecomunicações geralmente contratam engenheiros). Em consequência, as empresas que sempre tiveram CEOs técnicos, como a Companhia Vale do Rio Doce, não são úteis para identificar o efeito da formação do CEO sobre o desempenho.

Na tabela 4.7, examinamos o efeito sobre o desempenho (a) da formação do CEO e (b) de nossa dummy escola de elite, avaliando-se o desempenho seja como retorno sobre os ativos, seja como retorno sobre o patrimônio líquido. Em nossas especificações, incluímos todos os tipos de formação de CEOs simultaneamente e experimentamos omitir os CEOs civis não técnicos e os CEOs técnicos como categorias excluídas. Surpreendentemente, os coeficientes para CEOs técnicos e para CEOs políticos não são significativos.

Encontramos algumas evidências fracas de que os CEOs militares geraram maiores retornos sobre os ativos ao sucederem a gestores civis não

Tabela 4.7. Regressões: formação do CEO e desempenho da empresa estatal, Brasil, 1973-93

Variáveis	1		2		3		4		5		6		7		8	
	ROA	ROA	ROA	ROA	ROA	ROA	ROA	ROA	ROE	ROE	ROE	ROE	ROE	ROE	ROE	ROE
	Amostra total	Amostra total	Amostra total	Amostra total	Democracia	Amostra total	Amostra total	Amostra total	Amostra total	Democracia	Amostra total	Amostra total	Amostra total	Democracia	Amostra total	Democracia
Mandato do CEO (anos)	0,000 (0,001)	0,000 (0,001)	-0,001 (0,001)	-0,004 (0,003)	-0,004 (0,003)	-0,004 (0,005)	-0,004 (0,005)	-0,004 (0,005)	-0,004 (0,005)	0,001 (0,006)	0,001 (0,006)	0,001 (0,006)	0,001 (0,006)	0,001 (0,006)	0,001 (0,006)	0,001 (0,006)
Universidade de elite	0,023*** (0,008)	0,023*** (0,008)	0,019** (0,008)	0,028* (0,015)	0,028* (0,015)	0,076** (0,035)	0,076** (0,035)	0,076** (0,035)	0,076** (0,035)	0,038 (0,027)	0,038 (0,027)	0,038 (0,027)	0,038 (0,027)	0,189*** (0,166)	0,189*** (0,166)	0,189*** (0,166)
Tipos de CEO																
Técnico	-0,007 (0,021)		0,020 (0,022)	-0,023 (0,040)	-0,023 (0,040)	0,064 (0,087)	0,064 (0,087)	0,064 (0,087)	0,064 (0,087)	0,062 (0,084)	0,062 (0,084)	0,062 (0,084)	0,062 (0,084)	-0,191 (0,191)	-0,191 (0,191)	-0,191 (0,191)
Militar	0,003 (0,042)	0,010 (0,032)	0,183*** (0,046)	0,112* (0,064)	0,112* (0,064)	0,040 (0,128)	0,040 (0,128)	0,040 (0,128)	0,040 (0,128)	-0,024 (0,090)	-0,024 (0,090)	-0,024 (0,090)	-0,024 (0,090)	-0,135*** (0,398)	-0,135*** (0,398)	-0,135*** (0,398)
Político	0,002 (0,023)	0,010 (0,014)	0,050** (0,024)	-0,030 (0,043)	-0,030 (0,043)	0,109 (0,091)	0,109 (0,091)	0,109 (0,091)	0,109 (0,091)	0,045 (0,052)	0,045 (0,052)	0,045 (0,052)	0,045 (0,052)	-0,056 (0,155)	-0,056 (0,155)	-0,056 (0,155)
Técnico-militar	0,042* (0,021)	0,049*** (0,015)	0,087*** (0,028)	0,030 (0,033)	0,030 (0,033)	0,218** (0,095)	0,218** (0,095)	0,218** (0,095)	0,218** (0,095)	0,154** (0,063)	0,154** (0,063)	0,154** (0,063)	0,154** (0,063)	0,132 (0,118)	0,132 (0,118)	0,132 (0,118)
Técnico-político	0,006 (0,021)	0,013 (0,006)	0,020 (0,023)	0,004 (0,034)	0,004 (0,034)	0,114 (0,080)	0,114 (0,080)	0,114 (0,080)	0,114 (0,080)	0,050 (0,038)	0,050 (0,038)	0,050 (0,038)	0,050 (0,038)	-0,043 (0,137)	-0,043 (0,137)	-0,043 (0,137)
Não técnico-civil																
Categorias de formação excluídas	Civil	Técnico	Civil	Civil	Civil	Civil	Civil	Civil	Civil	Técnico	Técnico	Técnico	Técnico	Civil	Civil	Civil
Observações	537	537	275	262	262	537	537	537	537	537	537	537	537	262	262	262
Número de empresas	84	84	60	63	63	84	84	84	84	84	84	84	84	63	63	63
R-quadrado ajustado	0,5510	0,5510	0,5260	0,5590	0,5590	0,4310	0,4310	0,4310	0,4310	0,4310	0,4310	0,4310	0,4310	0,7140	0,7140	0,7140
R-quadrado dentro	0,7000	0,7000	0,6820	0,7100	0,7100	0,6200	0,6200	0,6200	0,6200	0,6200	0,6200	0,6200	0,6200	0,8080	0,8080	0,8080

Observação: Todas as regressões incluem controles das características da empresa (idade, alavancagem, lucro por empregado, trabalhador por ativos e ativo fixo sobre ativo total como substituto de intensidade de capital). Além disso, todas as especificações incluem ano, setor, setor-ano e dummies da empresa. Erros-padrões significativos em parênteses. Coeficientes marcados com ***, ** e * denotam significância estatística nos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente.

técnicos (ver especificações 3 e 4 na tabela 4.7). CEOs militares, porém, com formação técnica, melhoraram consistentemente o desempenho das empresas que dirigiram. Não podemos descartar, portanto, a hipótese de que o treinamento militar produz gestores com capacidade de liderança úteis para tornar as empresas estatais mais lucrativas. Parece, contudo, que os gestores militares com algum conhecimento técnico relevante no setor em geral se saem melhor. Nossos resultados indicam que mudar de CEO civil ou técnico não militar para CEO técnico-militar conduz a aumento superior a 4% no ROA. Esse efeito não é trivial, considerando que o ROA médio é de 2,8%.

Em todas as regressões da tabela 4.7, controlamos se o CEO frequentou universidade de elite. Essa variável mede o efeito da mudança de CEO que não frequentou universidade de elite no Brasil para CEO que se enquadra nessa situação. Os resultados são significativos, grandes e consistentes ao longo das especificações e se manifestam no ROA e no ROE. O efeito de ter CEO que frequentou universidade de elite pode ser aumento no retorno sobre ativos variando entre 1,5% e 2,3% ou aumento no retorno sobre o patrimônio líquido variando entre 4% e 7,6% (a média do ROE é de 6,8%).

Esse efeito forte da variável universidade de elite sugere que a característica mais importante do CEO para o desempenho da estatal não é necessariamente ser político ou especialista técnico, mas, sim, pertencer a uma rede de elite dentro do governo. Ou seja, pertencer à elite educada brasileira (e ser bastante inteligente para efetivamente entrar em uma das escolas de elite) ou à elite militar proporcionam certas vantagens aos gestores. Portanto, nossas análises confirmam alegações anteriores de que a gestão do setor público melhora com a seleção mais rigorosa de talentos para o topo³⁵ ou que é fundamental para as empresas estatais estarem conectadas a um manancial de recursos por meio de redes formais e informais.³⁶

Em outras palavras, os CEOs que querem realizar grandes projetos precisam mobilizar recursos de diferentes partes do governo e, portanto, precisam de boa rede de conexões e apoio entre os altos burocratas. Talvez seja o caso de que no Brasil, como na França,³⁷ algumas das redes mais importantes tenham sido criadas na faculdade, na pós-graduação

ou na Escola Superior de Guerra, entidade de cursos de extensão universitária nas áreas de segurança nacional e estudos estratégicos para as elites. Durante o período que estudamos, as faculdades eram mais importantes que a pós-graduação, e a Escola Superior de Guerra também era lugar central na rede das elites políticas.³⁸

Na tentativa de esclarecer melhor o que significa pertencer a uma rede de pessoas que frequentaram universidades de elite, fizemos outros testes. Uma das possibilidades é que o mais importante para o desempenho do CEO não seja participar de uma ampla rede de elite, que frequentou as melhores universidades, nem sua capacidade intelectual como gestor, mas, talvez, a ligação do CEO com o superior hierárquico imediato, seja o ministro a que presta contas, seja o próprio presidente do Brasil. Portanto, desenvolvemos três testes em que verificamos se (a) o CEO frequentou a mesma universidade do ministro ou do presidente; se (b) o CEO e esses políticos de alto escalão estiveram na mesma universidade ao mesmo tempo, adotando um intervalo de quatro anos em torno das datas de formatura; e se (c) o CEO e o respectivo ministro ou o presidente do Brasil frequentaram a Escola Superior de Guerra simultaneamente ou com imbricação dos períodos letivo (considerando um intervalo de mais ou menos dois anos entre as formações, por se tratar de cursos de menor duração). Nenhuma dessas variáveis, contudo, apresenta coeficientes significativos nem enfraquece o coeficiente das universidades de elite. Portanto, parece que a rede ampla e a capacidade intelectual dos CEOs que frequentaram universidades de elite eram os fatores mais importantes, não as ligações imediatas com o ministro ou com o presidente.

Conclusão

Neste capítulo, examinamos um fator que, em nossa opinião, explica parte da variação do desempenho das empresas estatais ao longo do tempo. Como grande parte das pesquisas sobre estatais se concentra na comparação delas com empresas privadas, poucos estudos consideraram até que ponto é importante para essas empresas ter CEOs capa-

zes. Com efeito, argumentamos que a seleção rigorosa na admissão de alunos pelas universidades públicas brasileiras é talvez o melhor filtro de talento gerencial (ou pelo menos de *futuro* talento gerencial) que os concursos públicos usados na triagem de funcionários para as empresas estatais. Depois da faculdade, o mais importante era a rede formada por esses CEOs que frequentaram escolas de elite.

Hoje, uma das grandes desvantagens enfrentadas pelas maiores empresas estatais do Brasil é ter de competir com empresas privadas sem dispor de mercado competitivo de talentos. As estatais no Brasil e em muitos outros países (por exemplo, Índia) selecionam pessoal mediante procedimentos de serviço público. Isso significa que todos os gestores são treinados na própria empresa e que a seleção inicial de gestores exerce efeitos de dependência da trajetória no desempenho da empresa. Se a seleção inicial for falha ou se a promessa de emprego vitalício gerar risco moral, algumas estatais estão fadadas ao mau desempenho.

Conclui-se, então, que é importante garantir às estatais flexibilidade para selecionar gestores talentosos, inclusive "outsiders", como gestores militares inteligentes, com formação técnica. Em consonância com nossa análise no capítulo 2, os governos que pretendem melhorar o desempenho das empresas estatais devem considerar a importância da capacidade e da formação ao selecionar o CEO. Os empregados das estatais, porém, geralmente resistem a essas propostas por acreditarem que os outsiders não compreendem a cultura nem as peculiaridades dessas empresas. Em nossa amostra, encontramos CEOs que dirigiram muitas empresas diferentes, cujo desempenho não foi significativamente superior nem inferior ao dos antecessores nem dos sucessores — parecia que a cultura da empresa não tinha nada a ver com os resultados. Portanto, o argumento da cultura deve ser analisado com mais profundidade, mas não parece ser razão suficiente para descartar as recomendações oriundas deste estudo sobre a importância de selecionar executivos talentosos para as estatais.

Apêndice

Banco de dados do desempenho de empresas estatais — 1973-93

DADOS DA EMPRESA

Para analisar o desempenho das empresas estatais no Brasil e o papel de seus CEOs, reunimos um banco de dados detalhado de cerca de 250 estatais, entre 1973 e 1993. Nossos dados são oriundos, principalmente, de relatórios da Sest (Brasil, 1981-5; Brasil, 1986-93). Também incluímos dados de um conjunto de empresas controladas pelos estados brasileiros. Coletamos esses dados das revistas de negócios *Exame* e *Visão*, que publicavam, anualmente, informações financeiras e número de empregados de grande quantidade de empresas. Usamos essas mesmas fontes para compilar o banco de dados de empresas federais, de 1973 a 1979. Omitimos de nossa amostra companhias com menos de cem empregados (por exemplo, pequenas empresas comerciais exportadoras).

É importante observar que uma das razões pelas quais os economistas e os historiadores econômicos não imergiram em estudos quantitativos das empresas estatais do Brasil, nas décadas de 1970 e 1980, foi a dificuldade de lidar com diferentes unidades monetárias e com a inflação galopante no processamento de dados financeiros. A crise financeira do começo da década de 1980 e o fracasso do governo no controle das despesas levaram à inflação desenfreada, que, em fins dos anos 1980, tinha atingido níveis de hiperinflação (mais de 50% por mês). Quando os preços aumentam com essa rapidez, é difícil para as empresas neutralizar os efeitos da inflação em suas demonstrações financeiras. Além disso, nos períodos de alta inflação, a quantidade de dígitos dos números financeiros aumenta tanto que fica difícil acompanhar a evolução e fazer comparações. Por essas razões, o governo brasileiro, entre 1970 e 1994, mudou a moeda cinco vezes, eliminando três zeros pelo menos três vezes em menos de trinta anos.

Além disso, desde 1976, o governo brasileiro tornou obrigatória a “correção monetária” do valor do ativo imobilizado, de acordo com o índice de inflação oficial usado para calcular a remuneração das Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional (ORTNs), tipo de título de dívida indexado à inflação que o governo brasileiro emitiu de 1974 a 1986.³⁹ As ORTNS, contudo, em geral subestimavam a inflação. E, ainda por cima, a inflação era tão alta que as empresas também tinham de ajustar as vendas e as receitas, em geral mensalmente, para elaborar as demonstrações financeiras de fim de ano, tanto o balanço patrimonial quanto a demonstração do resultado. Mesmo assim, esses ajustes não produziam números comparáveis ano a ano.

Para lidar com as diferentes moedas e com a inflação galopante, decidimos converter todos os nossos dados em real brasileiro de 1994, quando o Banco Central do Brasil fixou a taxa de câmbio do real para o dólar em um para dois. Convertemos nossos dados em duas etapas. Primeiro, convertemos todos os números em reais e, em seguida, deflacionamos nossa série, usando como deflator de preços o IGP-DI.⁴⁰

Além disso, por causa das dificuldades operacionais com que se defrontavam os CEOs na década de 1980 — alta inflação, controle de preços, obstáculos à contratação de novos empregados —, melhorar o desempenho financeiro das empresas era tarefa assustadora. Em geral, o retorno sobre os ativos das estatais nos anos 1980 era negativo, e muitas empresas de nossa amostra operavam com patrimônio líquido negativo (ou seja, estavam tecnicamente falidas), até serem recapitalizadas pelo governo. Considerando todas essas complicações, não confiamos muito na análise simples dos números, mesmo deflacionados. Confiamos mais na comparação do desempenho da empresa ao longo do tempo, com base em técnicas econométricas que possibilitam o controle das condições macroeconômicas de todas as empresas em geral ou de todas as empresas de um segmento.

DADOS SOBRE OS CEOS E SUA FORMAÇÃO

Conseguimos o nome e o mandato de 868 CEOs de empresas estatais brasileiras (federais e estaduais), abrangendo o período de 1973 a 1993.

Considerando a natureza dos dados, nossa pesquisa de informações biográficas foi heterodoxa e eclética. Usamos os arquivos biográficos do governo conhecidos como CPDOC, dicionários biográficos, biografias publicadas pelas empresas, biografias disponíveis na internet, e-mails para os próprios CEOs ou ex-CEOs, telefonemas e registros universitários (inclusive da Escola Superior de Guerra e de outras escolas do Exército).

Dos 868 CEOs que identificamos (cerca de 250 empresas), temos informações biográficas completas de 467. Essas informações incluem data de nascimento, escolas frequentadas, área de bacharelado, pós-graduação, afiliação às Forças Armadas e alguns dados sobre carreira, como anos na empresa, experiência prévia em empresa privada, experiência prévia em outra empresa da mesma indústria. Também sabemos que CEOs de nosso banco de dados frequentaram a Escola Superior de Guerra.

Com base nas informações sobre educação, codificamos se o CEO tinha frequentado universidade federal, conforme já exposto neste capítulo. Para qualquer ano, ao acaso, temos entre cem e 250 biografias básicas de CEOs de empresas estatais.