

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO
MESTRADO ACADÊMICO

Bruno Henrique Comassetto

O DIRETOR DE MARKETING E O VALOR PARA O AÇIONISTA

Porto Alegre

2012

Bruno Henrique Comassetto

O DIRETOR DE MARKETING E O VALOR PARA O ACIONISTA

Dissertação de Mestrado apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre em Administração.

Orientador: Prof. Dr. Fernando Bins Luce

Porto Alegre

2012

Bruno Henrique Comassetto

O DIRETOR DE MARKETING E O VALOR PARA O AÇIONISTA

Dissertação de Mestrado apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre em Administração.

BANCA EXAMINADORA:

Prof. Dr. Carlos Alberto Vargas Rossi - UFRGS

Prof. Dr. Gilberto de Oliveira Kloeckner - UFRGS

Prof. Dr. Luiz Antônio Slongo - UFRGS

Orientador – Prof. Dr. Fernando Bins Luce – UFRGS

AGRADECIMENTO

Agradeço aos meus pais, Wladimir e Liane, pelo apoio, incentivo e cobrança. Sem eles a realização desta dissertação e das outras atividades do mestrado não seria possível neste momento.

À Mariana Guma, pelo apoio constante, carinho, correções e sugestões realizadas nesta pesquisa e em meus outros trabalhos.

RESUMO

A importância e papel do executivo de marketing são temas em evidência entre os acadêmicos dessa área. Embora os administradores sejam essenciais para as organizações, há certa dúvida quanto a atual relevância do diretor de marketing em relação a outros cargos de nível estratégico. Nesse contexto, esta dissertação busca averiguar qual o impacto da substituição de altos executivos de marketing em empresas listadas na BOVESPA. Realizou-se um estudo de evento, contendo trinta empresas, para identificar o impacto dessa mudança na administração das companhias. Posteriormente, comparou-se o retorno identificado aos fatores da liberdade administrativa, pois, de acordo com esse conceito, a importância dos dirigentes depende de alguns aspectos que acabam por limitar ou ampliar as suas opções de ação. Assim, características da empresa e do próprio profissional foram, por meio de uma análise de regressão múltipla, comparadas com o impacto financeiro da substituição do executivo. Os resultados sugerem que há uma relação entre o retorno anormal e as características do evento, tal como o diretor já ter trabalhado em outra ocasião na empresa que o contratou.

Palavras-chave: marketing, executivo, liberdade administrativa, valor para o acionista.

ABSTRACT

The importance and role of the marketing executive is a highlighted subject between the academics of this area. There is no consensus about the current relevance of the chief marketing officer in relation to other functions in the top board of company's executives. This research seeks to assess what impact the change of the chief marketing officer has in the value of companies listed in BOVESPA. An event study has been realized, with thirty firms, to identify the impact of this change in the board of Brazilian companies. After that, the observed return was compared to aspects of managerial discretion, this concept defends that the executive's importance is a function of some characteristics that limit or amplify its options of action. Therefore, these aspects were compared with the abnormal return through a regression analysis. The results suggest the existence of a relationship between individual characteristics, such as the executive being an insider, and firm-specific characteristics, such as the size of the company, and the abnormal return of the event.

Key-words: marketing, executive, managerial discretion, shareholder value.

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Tempo no cargo, em meses, por setor industrial.....	16
Quadro 2 – Eventos selecionados para a pesquisa	49
Quadro 3 – Eventos excluídos da pesquisa.....	50
Quadro 4 – Eventos excluídos da pesquisa por falta de liquidez	51

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Características que, segundo a literatura, influenciam a liberdade administrativa	30
Figura 2 – Hipóteses	33
Figura 3 – Janela do evento	37
Figura 4 – Distribuição dos eventos no tempo	48
Figura 5 – Retorno anormal médio por dia durante a janela do evento	52
Figura 6 – Modelo resultante da abordagem de busca seqüencial	63
Figura 7 – Retorno anormal acumulado médio e experiência na empresa.....	64
Figura 8 – Retorno anormal acumulado médio e alta tecnologia	65
Figura 9 – Retorno anormal acumulado médio, experiência na empresa e alta tecnologia	66
Figura 10 – Retorno anormal acumulado médio, experiência na empresa e tamanho da empresa.....	67
Figura 11 – Retorno anormal acumulado médio, experiência na função e tamanho da empresa.....	68
Figura 12 – Retorno anormal acumulado médio, experiência na função e experiência na empresa.....	69
Figura 13 – Retorno anormal acumulado médio, experiência na função e escopo	70
Figura 14 – Retorno anormal acumulado médio, experiência na função e alta tecnologia	70
Figura 15 – Histograma do resíduo padronizado do modelo 3	84
Figura 16 – Gráfico de probabilidade normal do resíduo do modelo 3	84
Figura 17 – Gráfico de probabilidade normal do resíduo do modelo 3	85
Figura 18 – Histograma do retorno anormal acumulado	86
Figura 19 – Gráfico de probabilidade normal do retorno anormal acumulado.....	87
Figura 20 – Gráfico de probabilidade normal do retorno anormal acumulado.....	87
Figura 21 – Histograma da variável tamanho	88
Figura 22 – Gráfico de probabilidade normal da variável tamanho.....	88

Figura 23 – Gráfico de probabilidade normal da variável tamanho da empresa	89
Figura 24 – Histograma da variável desempenho	90
Figura 25 – Gráfico de probabilidade normal da variável desempenho.....	90
Figura 26 – Gráfico de probabilidade normal da variável desempenho.....	91
Figura 27 – Histograma da variável <i>market-to-book</i>	91
Figura 28– Gráfico de probabilidade normal da variável <i>market-to-book</i>.....	92
Figura 29– Gráfico de probabilidade normal da variável <i>market-to-book</i>.....	92
Figura 30 - Histograma da variável escopo.....	93
Figura 31 – Gráfico de probabilidade normal da variável escopo.....	93
Figura 32 – Gráfico de probabilidade normal da variável escopo.....	94

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Retornos anormais durante a janela do evento.....	53
Tabela 2 – Estatísticas descritivas do retorno anormal	54
Tabela 3 – Retorno anormal acumulado para cada evento	54
Tabela 4 – Frequência das variáveis dicotômicas.....	56
Tabela 5 – Estatísticas descritivas das variáveis independentes	56
Tabela 6 – Correlações das variáveis independentes	58
Tabela 6 – Resultados do modelo 1	59
Tabela 7 – Desempenho das variáveis independentes do modelo 1	59
Tabela 8 – Resultados do modelo 2	60
Tabela 9 – Desempenho das variáveis independentes do modelo 2	60
Tabela 10 – Resultados do modelo 3	61
Tabela 11 – Desempenho das variáveis independentes do modelo 3	62
Tabela 12 – Estatísticas do resíduo padronizado do modelo 3.....	83
Tabela 13 – Testes de normalidade do resíduo do modelo 3	83
Tabela 14 – Estatísticas do retorno anormal acumulado.....	86
Tabela 15 – Testes de normalidade das variáveis independentes	88

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	13
1.1 DELIMITAÇÃO DO TEMA, DEFINIÇÃO DO PROBLEMA E JUSTIFICATIVA.....	14
1.2 OBJETIVOS	18
1.2.1 Objetivo geral.....	18
1.2.2 Objetivos específicos.....	19
2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA.....	20
2.1 MARKETING E O VALOR PARA O ACIONISTA	20
2.2 O PAPEL DO DIRETOR DE MARKETING.....	23
2.3 LIBERDADE ADMINISTRATIVA.....	26
3 HIPÓTESES	31
4 MÉTODO	34
4.1 ESTUDO DE EVENTO	34
4.2 DEFINIÇÃO DO EVENTO E SUA JANELA	35
4.3 CRITÉRIOS DE SELEÇÃO DA AMOSTRA E COLETA DE DADOS	37
4.4 RETORNOS NORMAL E ANORMAL	38
4.5 EXPLICAÇÃO DO RETORNO	41
4.6 OPERACIONALIZAÇÃO DAS VARIÁVEIS DE REGRESSÃO.....	43
4.6.1 Experiência na empresa	43
4.6.2 Experiência na função.....	43
4.6.3 Escopo	44
4.6.4 Tamanho.....	44
4.6.5 Desempenho	44
4.6.6 Índice market-to-book.....	45
4.6.7 Alta tecnologia	46
4.6.8 Cargo recém criado	46

4.6.9 Marketing	46
5 CARACTERIZAÇÃO DA AMOSTRA	48
6 RESULTADOS	52
6.1 RESULTADOS DO ESTUDO DE EVENTO	52
6.2 ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS DAS VARIÁVEIS DE REGRESSÃO	55
6.3 ANÁLISE BIVARIADA.....	57
6.4 ANÁLISE DE REGRESSÃO MÚLTIPLA	58
6.4.1 Abordagem confirmatória	58
6.4.2 Abordagem de busca sequencial	60
6.5 DISCUSSÃO DOS RESULTADOS	63
7 CONCLUSÕES	73
7.1 LIMITAÇÕES E INDICAÇÕES PARA FUTURAS PESQUISAS	75
REFERÊNCIAS	77
ANEXO A – ANÁLISE DE RESÍDUOS DO TERCEIRO MODELO.	83
ANEXO B – ANÁLISE DA NORMALIDADE DAS VARIÁVIES DE REGRESSÃO...	86

1 INTRODUÇÃO

Os executivos utilizam suas competências técnicas, de gestão e políticas para liderar e gerir as empresas no caminho pelo crescimento e sustentação de vantagens competitivas (BRUNSTEIN; BOULOS, 2009). Esses profissionais são essenciais para qualquer organização, pois elas dependem de sua habilidade em formular e implementar estratégias e de sua percepção das oportunidades e ameaças proporcionadas pelo ambiente (HAMBRICK *et al.*, 2005).

O trabalho do administrador de nível estratégico é complexo. A formulação de estratégias e suas outras atividades requerem amplo conhecimento da empresa e do ambiente e diversas habilidades, como as de liderança e comunicação. Além disso, suas decisões podem ter impacto sobre toda a organização e, portanto, a sua responsabilidade é considerável.

De acordo com Tanure, Neto e Mota (2007), a profissão de executivo é bastante exigente, principalmente em razão da incerteza presente no mundo dos negócios e da constante tensão ocasionada pela obrigatoriedade de alcançar resultados positivos. A necessidade de adequação do administrador às mudanças no ambiente empresarial, as responsabilidades desses profissionais para com o bom andamento das empresas, a remuneração exorbitante que alguns dos principais executivos de grandes empresas têm recebido nos últimos anos e fraudes, como as cometidas na Enron, são alguns dos temas associados à função que o executivo exerce nas organizações, que tem recebido atenção da mídia em geral e de pesquisas acadêmicas (JARQUE, 2008).

O executivo responsável pela liderança estratégica das atividades de marketing da empresa é normalmente o diretor de marketing, que exerce pelo menos três papéis de altíssima relevância para a organização: identifica novas oportunidades e ameaças, define o nível e o tipo de investimentos nas atividades da área e desenvolve relacionamentos com os *stakeholders* (BOYD; CHANDY; CUNHA JR., 2010). Para esses autores, é difícil determinar exatamente qual é o impacto específico do diretor de marketing no desempenho da organização, já que ele é parte de uma equipe de administradores. Essa incerteza a respeito do impacto do executivo de marketing gera importantes implicações para a teoria e prática de marketing. Na prática, ela pode levar alguns presidentes de empresas a concluírem, que o marketing não merece um papel formal na alta administração de suas companhias, decisão que reduziria a influência estratégica da área. Já do lado teórico, a falta de evidências empíricas relacionando o diretor de marketing com o desempenho organizacional pode levar

os pesquisadores a questionarem se o papel do marketing na alta administração merece mais atenção, reduzindo o escopo das contribuições da área para o entendimento da estratégia empresarial (BOYD; CHANDY; CUNHA JR., 2010).

O diretor de marketing pode ter um papel vital para a organização, entretanto, o impacto dos executivos no desempenho da firma depende da liberdade administrativa que possuem. A liberdade administrativa decorre primeiramente do nível de poder e das possibilidades que os stakeholders têm para limitar as ações dos administradores de uma organização (CROSSLAND; HÁMBRICK, 2011). O ambiente em que a empresa está inserida, as características pessoais do executivo e de cada organização acabam por moldar as possibilidades de ação do administrador.

O propósito desta dissertação de mestrado é verificar em quais circunstâncias a substituição do diretor responsável pela área de marketing afeta o valor para o acionista nas empresas brasileiras listadas na BOVESPA.

Esta dissertação está estruturada da seguinte maneira: primeiramente é delimitado o tema, o problema de pesquisa e a importância do estudo, em seguida são expostos os objetivos pretendidos. A partir daí, é realizada a fundamentação teórica do estudo, na qual buscou-se explorar a importância do marketing na criação de valor para o acionista, o impacto do diretor da área e os fatores que o influenciam. Tendo isso em vista, são elaboradas hipóteses e, posteriormente, é discutido e aplicado o método escolhido para testá-las. Os resultados e as conclusões desta pesquisa, junto com as suas limitações, são então, apresentados e debatidos.

1.1 DELIMITAÇÃO DO TEMA, DEFINIÇÃO DO PROBLEMA E JUSTIFICATIVA

A importância e as funções do administrador têm sido abordadas por trabalhos tão antigos quanto o de Fayol em 1916. Já à época, Fayol (1984) destacava que os dirigentes possuíam funções indispensáveis, como assegurar o ritmo da administração, constituída pelas atividades de previsão, organização, direção e controle. Outro trabalho seminal sobre o tema, trata-se da publicação de Barnard em 1938. Conforme Barnard (1971), a coordenação de esforços necessária para uma organização depende de um sistema eficaz de comunicação, que por sua vez, só pode operar se certas posições estiverem preenchidas por executivos. Assim, “a função dos executivos é a de servir como canais de comunicação, na proporção em que as comunicações têm de passar através de posições centrais” (BARNARD, 1971, p. 213).

Através desse canal de comunicação é que ocorre a coordenação de todos os aspectos vitais para a organização.

Parte do trabalho do executivo ainda é explicada por autores mais antigos, embora exista um clamor pela necessidade de desenvolvimento de novas competências, graças à modificação do ambiente interno e externo das empresas (TONELLI; ALCADIPANI, 2003). Mesmo que algumas dessas idéias continuem válidas, existem inúmeras avenidas de pesquisas a serem perseguidas em relação à importância e ao trabalho dos executivos, afirmam os autores.

O foco central da presente dissertação, o impacto do diretor responsável pelas atividades de marketing no desempenho da organização, tem sido alvo de discussões, principalmente em relação às mudanças nas funções desse executivo e das dificuldades inerentes ao exercício de suas atribuições. Para Commander, Wilson e Stevenson (2007) a distância entre o imaginado e a realidade do diretor de marketing é resultado da falta de alinhamento entre seus objetivos e os da organização. De acordo com esses autores, uma grande proporção de diretores de marketing analisa seus resultados em termos de receita e outros objetivos de curto prazo, e não em lucratividade ou metas de longo prazo.

Outro ponto citado por Commander, Wilson e Stevenson (2007) é que as expectativas da organização por vezes são superiores ao que o profissional consegue realizar, isso contribui para que o cargo de diretor de marketing esteja se tornando um dos mais arriscados no mercado corporativo. Tem-se observado uma crescente e alarmante tendência de mudança de diretores de marketing nas empresas da América do Norte, com a permanência média no cargo de apenas vinte e dois meses nas cem empresas com as marcas mais valiosas, em comparação, os presidentes permanecem nas companhias por cinquenta e três meses, em média (WELCH, 2004). Conforme esse autor, apenas quatorze por cento dos diretores da área estavam na companhia por mais de três anos, cerca de cinquenta por cento não completara um ano ainda à época da pesquisa. No mercado brasileiro, observa-se também uma alta rotatividade entre profissionais de marketing (NETO, 2009).

No quadro 1, verifica-se que em apenas dois dos segmentos industriais americanos, identificados por Welch (2004), o diretor de marketing estava no cargo há mais tempo do que o presidente da empresa: aviação e mídia. Os presidentes ocupavam o posto por, em média, trinta meses a mais do que os executivos de marketing.

Quadro 1 – Tempo no cargo, em meses, por setor industrial

Setor	Diretor de Marketing	Presidente	Diferença
Vestuário	10,0	229,0	219,0
Alimentos	12,0	47,5	35,5
Telecomunicações	15,0	37,1	22,1
Saúde/Beleza	18,2	38,0	19,8
Hotéis	19,3	40,0	20,7
Varejo - Vestuário	19,4	52,0	32,6
Aviação	22,0	10,0	-12,0
Restaurante	22,5	37,3	14,8
Biotecnologia	24,0	34,0	10,0
Automotivo	25,6	46,4	20,8
Bebidas	25,8	48,1	22,3
Varejo - Departamentos	26,2	60,8	34,6
Varejo - Outros	26,3	32,5	6,2
Varejo - Casa e materiais de construção	28,5	65,0	36,5
Mídia	29,3	17,0	-12,3
Tecnologia	29,9	74,7	44,8
Serviços Financeiros	34,8	45,4	10,6
Tempo médio	22,9	53,8	30,9

Fonte: adaptado de Welch (2004)

Aliam-se à alta rotatividade dos executivos de marketing, as modificações que esse cargo vem sofrendo: “poucas posições de altos executivos serão alvo de tantas mudanças durante os próximos anos quanto a de diretor de marketing” (COURT, 2007, p. 2, tradução do autor). Ao encontro disso, Commander, Wilson e Stevenson (2007) argumentam que o papel do diretor de marketing está mudando dramaticamente. De acordo com esses autores, o cargo deixou de ser relegado a gestão dos “quatro pês”, para ser responsável, cada vez mais, pelo direcionamento da estratégia corporativa.

Existe preocupação e controvérsia ao redor da posição de diretor de marketing, em razão da escassez de pesquisas formais e empíricas sobre seu impacto no desempenho das empresas (BOYD; CHANDY; CUNHA JR., 2010). É necessário, afirmam Boyd, Chandy e Cunha Jr. (2010), verificar a relação entre o diretor de marketing e o desempenho das empresas, bem como que fatores a influenciam. Embora seja difícil isolar a influência específica do diretor de marketing no desempenho da organização, pois faz parte de uma equipe de administradores, há maneiras de fazê-lo, uma delas é a análise no momento da escolha de um novo diretor. Assim, chega-se a pergunta central da presente pesquisa:

Quais fatores influenciam o impacto da mudança do executivo responsável pela área de marketing no preço das ações de empresas listadas na BOVESPA?

Essa questão será averiguada através de uma replicação do estudo “When do chief marketing officers affect firm value? A customer explanation power” de Boyd, Chandy e Cunha Jr., publicado no *Journal of Marketing Research*, em 2010.

As replicações são componentes importantes do método científico, pois auxiliam a solidificar o conhecimento (BERTHON *et al.*, 2002). O desenvolvimento e refinamento da teoria em marketing têm sofrido pela falta de uma tradição de replicação dos estudos, a qual é essencial para a condução de uma boa ciência (EASLEY; MADDEN; DUNN, 2000). Berthon *et al.* (2002) utilizam três categorias de classificação de uma pesquisa em relação à outra: replicação pura; extensão; geração pura. Uma replicação pura consiste em manter todos os aspectos relevantes constantes entre os dois estudos, inclusive a variável tempo. Uma extensão é a duplicação de uma pesquisa em que um ou mais parâmetros são alterados. Um estudo de geração pura é aquele em que todos os parâmetros são diferentes. De acordo com a classificação de Berthon *et al.* (2002), esta dissertação pode ser considerada uma extensão, tendo em vista que têm objetivos semelhantes ao estudo Boyd, Chandy e Cunha Jr. (2010), utiliza-se da mesma metodologia e bases teóricas, mas é realizada em um contexto distinto.

A preocupação com o papel do diretor de marketing no desempenho da empresa é um fenômeno recente (BOYD; CHANDY; CUNHA JR., 2010) e as pesquisas encontradas sobre o tema foram realizadas no contexto norte-americano (BOYD; CHANDY; CUNHA JR., 2010; NATH; MAHAJAN, 2008; WEINZIMMER *et al.*, 2003). Assim esta dissertação, além de perseguir seus objetivos, pode secundariamente servir para a confrontação de alguns achados obtidos por Chandy, Boyd e Cunha Jr. (2010), os quais analisam um contexto diferente, e contribuir com essa literatura nascente. A replicação com extensão de contexto, caracterizada pela mudança no sujeito, momento, ou lugar em que o problema é investigado, permite observar se teorias que explicam um arranjo situacional, serão efetivas em outro contexto (BERTHON *et al.*, 2002).

Outra preocupação recente em relação aos executivos de marketing, que se soma à busca por esclarecer a sua contribuição individual com o desempenho da empresa, é a necessidade de demonstrar as conseqüências financeiras de seus gastos, principalmente devido à forte pressão sofrida pelas companhias para cortar gastos e operar eficientemente, após o esfriamento econômico da virada do século (SRIVASTAVA; REIBSTEIN; JOSHI, 2006). Para esses autores, uma das questões centrais é que as medidas usadas pelo marketing são distintas daquelas usadas em finanças e em outras áreas importantes da companhia. A falta de conformidade entre as medidas empregadas torna difícil comparar os gastos de marketing com gastos alternativos em outras necessidades organizacionais. Para melhorar

essa comunicação, os profissionais de marketing devem aprender a traduzir os resultados de sua atividade em medidas financeiras, “o interesse em encontrar essa ligação é maior do que nunca” (SRIVASTAVA; REIBSTEIN; JOSHI, 2006, p. 5, tradução do autor).

De acordo com Lukas, Whitwell e Doyle (2003), o marketing possui um papel importante em criar valor para o acionista. Por isso, poder-se-ia esperar que tivesse uma forte influência nas decisões estratégicas das companhias, mas não há evidências de que isso está realmente acontecendo, muitos afirmam que a sua influência é no máximo marginal (LUKAS; WHITWELL; DOYLE, 2003). Esses autores advogam que a falta de influência estratégica do marketing continuará ocorrendo, a não ser que a área desenvolva um entendimento melhor do que é o valor para o acionista e como ele oferece oportunidades para que a disciplina envolva-se em um diálogo satisfatório com a alta administração. Srivastava, Shervani e Fahey (1997) recomendam que as contribuições do marketing para a firma sejam demonstradas, ao menos parcialmente, em linguagem financeira, para facilitar a comunicação com as outras funções e com a alta administração.

A importância do executivo de marketing pode ser abordada em seus diversos aspectos, mas é pela via financeira que essa proposta se desenvolve. Portanto, vai ao encontro, de certa forma, das preocupações dos teóricos da disciplina em demonstrar o impacto da área em termos financeiros.

1.2 OBJETIVOS

A presente dissertação trata-se de uma replicação ou extensão, do estudo de Chandy, Boyd e Cunha Jr. (2010). Dessa forma, possui um problema de pesquisa e objetivos semelhantes à pesquisa citada. O objetivo geral e os específicos dessa dissertação são apresentados a seguir.

1.2.1 Objetivo geral

Identificar quais fatores influenciam o impacto da mudança do executivo responsável pela área de marketing no preço das ações de empresas listadas na BOVESPA.

1.2.2 Objetivos específicos

Os objetivos específicos desse estudo são:

- a) identificar quando ocorreram mudanças de diretores responsáveis pelo marketing nas empresas listadas na BOVESPA;
- b) identificar o efeito da substituição desse executivo no valor para o acionista;
- c) investigar fatores que podem afetar o valor para o acionista gerado pela troca desse executivo.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Os temas considerados relevantes para o desenvolvimento desta dissertação abordam como acontece a criação de valor para o acionista a partir das atividades e da área de marketing. Outro aspecto discutido são as funções e o papel do executivo de marketing. As diferenças relativas ao impacto dos executivos no desempenho de cada empresa são abordadas através do conceito de liberdade administrativa.

2.1 MARKETING E O VALOR PARA O ACIONISTA

Para se verificar como o diretor de marketing pode afetar o valor para o acionista, faz-se necessário identificar o que significa esse conceito e como o próprio marketing pode impactá-lo.

Durante os anos 80 e 90, o padrão de equilíbrio entre a importância das funções empresariais foi movido em direção à hegemonia de uma única área, a de finanças (LEHMANN, 2004). A partir disso, houve uma crescente pressão para que as empresas conseguissem um bom desempenho financeiro, a qual só aumentou com a posterior desaceleração da economia e a crescente competição global e adoção da internet, de acordo com esse autor. Essa situação é compreensível, tendo em vista que em um sistema de livre mercado, o sucesso empresarial é normalmente medido em termos monetários (LEHMANN, 2004).

Por isso, Lehmann (2004) afirma que o marketing deve buscar o esclarecimento dos resultados financeiros que as atividades de marketing podem proporcionar:

A ligação com resultados financeiros e preço de ações é, surpreendentemente, raramente considerada. As conseqüências disso são previsíveis: um foco em vendas ou participação ou crescimento *per se*, em vez de nos lucros, se torna o centro das atenções (LEHMANN, 2004, p. 73, tradução do autor).

Se o marketing continuar focado em medidas que tradicionalmente vem utilizando, como variação nas vendas, continuará perdendo espaço para outras áreas (LEHMANN, 2004). Essas medidas não são ruins, mas devem ser usadas junto com medidas financeiras e o valor dos ativos de marketing.

Uma importante medida financeira é o valor para o acionista e aumentá-lo deve ser o objetivo final de qualquer gasto em marketing (HANSSENS; RUST; SRIVASTAVA, 2009). Conforme Srinivasan e Hanssens (2009), a medida máxima do valor para o acionista é o valor da firma ou a capitalização de mercado. Isto é, o valor de cada ação multiplicado pelo número de ações da empresa. Uma empresa gera valor quando suas receitas superam seus custos, incluindo o de capital. Isso dependerá da capacidade de sua administração em converter as dinâmicas competitivas em fluxos de caixa sustentáveis (LUKAS; WHITWELL; DOYLE, 2005). Em suma, de acordo com os autores, a criação de valor para o acionista consiste em construir uma vantagem competitiva sustentável, uma razão pela qual os consumidores preferirão comprar de uma empresa em particular.

Srivastava, Shervani e Fahey (1998) discutem a relação entre o marketing e o valor para o acionista. Devido à necessidade que a alta administração impõe para que o marketing objetive contribuir com o valor para o acionista, os profissionais da área passaram a enxergar os clientes e os canais como ativos baseados no mercado (*market-based assets*) que devem ser cultivados. Embora tradicionalmente o marketing tenha se focado em resultados de curto prazo, como vendas e lucro (LIM; LUSCH, 2010), os investimentos em marketing devem resultar em marcas mais sólidas e outros ativos baseados no mercado (SRIVASTAVA; REIBSTEIN; JOSHI, 2006). Os dois principais tipos desses ativos são os relacionais e os intelectuais (SRIVASTAVA; SHERVANI; FAHEY, 1998). Os ativos relacionais baseados no mercado são resultantes do relacionamento entre a firma e seus *stakeholders* externos, tais como, distribuidores, consumidores e agências governamentais. Essas relações tendem a ser significativamente peculiares. Os ativos intelectuais baseados no mercado são formados pelo conhecimento possuído pela empresa sobre seu ambiente, pode-se citar como exemplos as condições do mercado, os competidores e os clientes. O conteúdo desse conhecimento pode incluir fatos, percepções, crenças e projeções.

Para Srivastava, Shervani e Fahey (1998), a probabilidade dos ativos baseados no mercado gerarem valor aumenta se eles cumprirem os requisitos postulados pela visão baseada em recursos (*Resource-Based View*, RBV). Um recurso só pode ter o potencial de levar a vantagem competitiva, de acordo com Barney (1991), se: tiver valor (explora

oportunidades ou minimiza ameaças); for raro entre os competidores atuais e potenciais; não for perfeitamente imitável; não houver substituto estrategicamente equivalente.

Os ativos baseados no mercado podem ser utilizados para reduzir os custos, através de bons relacionamentos e conhecimento sobre os canais e os clientes; cobrar um preço prêmio, pois os maiores valores da marca e para o cliente levam a percepção de um maior valor do produto; gerar barreiras de entrada, em razão da lealdade e custos de mudança; fazer outros recursos mais produtivos, por exemplo, com consumidores mais satisfeitos, os quais tendem a responder melhor aos esforços comunicativos da empresa e facilitar o acesso dos executivos a suas opiniões, tais como sobre as marcas e produtos oferecidos pela firma (SRIVASTAVA; SHERVANI; FAHEY, 1998).

Srivastava, Shervani e Fahey (1998), afirmam ainda que os ativos baseados no mercado podem aumentar o valor para o acionista ao possibilitar a diminuição da volatilidade e vulnerabilidade do fluxo de caixa, sua aceleração ou aumento. Além de afetar o crescimento, lucratividade e risco das empresas, os ativos de mercado também levam a melhora em métricas de marketing importantes, como satisfação e retenção de consumidores, lealdade à marca e reputação (HANSSENS; RUST; SRIVASTAVA, 2009). Isso pode ter um impacto vital se visto pela perspectiva da criação de uma organização saudável tanto no curto como no longo prazo (SRIVASTAVA; REIBSTEIN; JOSHI, 2006).

De modo semelhante, Moorman e Rust (1999) dizem que a própria organização de marketing na empresa tem valor. A função de marketing desenvolve conhecimentos e habilidades relacionadas ao consumidor e a diversos processos, com isso contribui para o desempenho financeiro, o relacionamento com o consumidor e o desempenho de novos produtos, mais até do que a orientação de mercado dispersa pela empresa. Dos cinco aspectos centrais da organização, consumidores, produto, entrega de serviço, prestação de contas e alta administração, o marketing pode contribuir para a ligação do consumidor com os três primeiros.

Os estudos de Srivastava, Shervani e Fahey (1998) e de Day e Fahey (1988), mostram que o marketing pode aumentar consideravelmente o valor para o acionista (LUKAS; WHITWELL; DOYLE, 2005). Entretanto, ainda existe a necessidade de justificar a alocação de recursos de marketing e seus resultados em efeitos financeiros e no valor da firma, pois as potencialidades do marketing atualmente não são plenamente visíveis nas organizações (SRINIVASAN; HANSSENS, 2009). Isso acontece, segundo esses autores, porque muitos dos melhores benefícios do marketing se encontram na formação de ativos intangíveis, marcas valiosas, consumidores leais e percepção de mercado. Esses aspectos não são frequentemente

vistos em relatórios financeiros, não somente porque os executivos utilizam medidas diferentes no seu cotidiano, mas também porque os resultados financeiros advindos dessas características podem demorar a se concretizarem. Para a demonstração do impacto das atividades de marketing no desempenho financeiro da empresa e o conseqüente aumento da influência estratégica da área, Lukas, Whitwell e Doyle (2005), propõe a abordagem do valor para o acionista, a qual defende, na escolha da alocação de recursos, o uso da análise do valor para o acionista, com o fim de criar e usar ativos mercadológicos para a geração de fluxos de caixa futuros com valor presente positivo.

De maneira geral, os autores pesquisados mostram que o marketing tem um papel importante na geração de vantagens competitivas sustentáveis e na criação de valor para o acionista. Isso acontece principalmente por meio da criação e manutenção de ativos baseados no mercado. Esses ativos podem ser relacionais, como, por exemplo, relacionamento superior com os clientes, ou podem ser ativos intelectuais, como o conhecimento do mercado em que a empresa atua. Além disso, a própria organização de marketing da empresa pode ter um papel importante na criação de valor para o acionista.

2.2 O PAPEL DO DIRETOR DE MARKETING

Os altos executivos têm a responsabilidade de criar e manter redes de relacionamento com os grupos de interesse, além de prover liderança e gestão, conduzindo suas organizações para posições de mercado sólidas e construindo bases para o crescimento futuro (BRUNSTEIN; BOULOS, 2009). Para os autores, isso significa que se espera que esses profissionais reúnam tanto competências e conhecimentos funcionais, técnicos e de gestão a fim de garantir o crescimento da organização, quanto competências políticas que possibilitem um bom relacionamento com os stakeholders e um equilíbrio de suas demandas e poder. Os altos executivos interpretam o mundo a sua volta através das lentes de sua própria experiência, valores e personalidades e tomam decisões de acordo com isso.

A habilidade dos executivos em formular e implementar iniciativas estratégicas que se utilizem de oportunidades ambientais enquanto minimizam ameaças externas é vital para as organizações. Há, inclusive, evidências empíricas de que as características e os processos da alta administração moldam o perfil da organização (GELETKANYCZ; HAMBRICK, 1997). As interações dos executivos com entidades externas também são importantes, pois

proporcionam o acesso a diversas informações que acabam por influenciar sua visão do ambiente externo e a maneira como percebem as alternativas estratégicas a serem adotadas, continuam esses autores.

Os executivos possuem papel decisivo nas organizações, assim como o marketing. Por isso alguém representando as funções dessa área deveria ter voz no alto nível de tomada de decisão das firmas (HADDEN; DUCKWORTH, 2005). As empresas que não dão a atenção merecida para o marketing, ou não possuem um profissional da área em seu quadro de altos executivos, podem não alcançar a totalidade de seu potencial (RONAY, 2006). Mesmo assim, segundo esse autor, no Reino Unido em 2006, das cem empresas listadas no índice Financial Times Stock Exchange (FTSE), apenas quatorze possuíam um diretor de marketing em seus organogramas.

Diversos autores continuam a excluir o diretor de marketing do círculo de executivos mais importantes para a tomada de decisão. Um deles é Roach (2010), segundo o qual, os três atores mais relevantes nesse processo, junto com o presidente da empresa, devem ser o diretor de finanças, o chefe do setor legal, e o diretor de relações públicas. Conforme o autor, o presidente da empresa possui o papel de estar bem informado para tomar decisões, no entanto, assume-se que ele nem sempre tem o conhecimento adequado para realizá-las e nessas situações, deve consegui-las através de seus funcionários. A importância desses três executivos em particular é justificada em função de que a maioria das decisões são julgadas em relação aos seus potenciais prejuízos e receitas, uma questão em que o diretor de finanças é o mais influente. Em outros casos, pode haver uma preocupação com possíveis processos judiciais e violação da lei, em que a autoridade de um conhecedor das leis prevalece. E por fim, se a questão é tão importante que pode alterar a opinião pública em relação a companhia, então a opinião do diretor de relações públicas pode ser a mais significativa.

A ausência de profissionais de marketing entre os altos executivos das organizações pode ser considerada infeliz, pois o marketing possui um papel muito importante no processo de obtenção de receitas para a empresa (BENNETT, 2009). Não obstante, essa situação parece estar melhorando, pois nos últimos anos ocorreu um aumento sem precedentes no poder e prestígio de profissionais de marketing (OF COUNSEL, 2002).

O diretor de marketing é o principal executivo com responsabilidade sobre as estratégias de marketing da empresa. Ele auxilia o gerenciamento de atividades que são essenciais, como a relação com os clientes da organização (COURT, 2007). Espera-se que esse executivo reduza a complexidade e incerteza enfrentadas pela alta administração em relação ao domínio do marketing ou à tomada de decisões críticas que possam afetar esse

domínio. Enquadram-se nele os ativos intelectuais e relacionais acerca de consumidores e canais mercadológicos, sob os quais possuem responsabilidades e informações (NATH; MAHAJAN, 2008).

De acordo com Boyd, Chandy e Cunha Jr. (2010), o diretor de marketing como membro da alta administração é responsável pela liderança estratégica das atividades de marketing da empresa, assim sendo, ele exerce três funções que podem afetar o desempenho da organização: relacional, informacional e de decisão.

A função informacional consiste em identificar novas oportunidades de mercado e potenciais ameaças, essa função pode aumentar o valor da firma através da geração de novas receitas de clientes existentes ou novos; a função de decisão envolve definir o nível e o tipo de investimentos associados às atividades de marketing; a função relacional engloba o desenvolvimento e gerenciamento do relacionamento da empresa com seus stakeholders externos, como clientes, agências de publicidade e parceiros. Essas três funções auxiliam o aumento das capacidades competitivas da empresa de maneira que podem aumentar o valor da firma (BOYD; CHANDY; CUNHA JR., 2010).

Nath e Mahajan (2008) identificam em sua pesquisa que as funções do diretor de marketing estão fortemente relacionadas com o domínio da disciplina de marketing, são exemplos: liderar a estrutura da área; ter responsabilidade sobre os recursos mercadológicos; unir e fortalecer os planos de vários departamentos; dirigir os esforços globais de marketing. Da mesma forma, notam que, dentre as capacidades exigidas dos executivos, encontram-se a habilidade em administrar os canais de distribuição, desenvolver produtos, conceber as estratégias de comunicação, gerenciar informações mercadológicas, planejar e implementar planos de marketing.

Para Welch (2004), o diretor de marketing se tornou um dos cargos mais vulneráveis a demissões no mundo corporativo, com uma permanência média na função de vinte e dois meses. Uma das principais razões para tão pequena permanência são as expectativas por resultados quase instantâneos colocadas sobre ele pelo presidente, por outros membros da administração e pelos acionistas da companhia (WELCH, 2004). Isso é uma forma de dizer que o presidente da companhia está mais frequentemente insatisfeito com o diretor de marketing do que com os outros executivos (SRINIVASAN; HANSSSENS, 2009).

O papel do diretor de marketing nas empresas vem se modificando muito nos últimos anos. Os executivos mais bem sucedidos da área estão se responsabilizando por mais aspectos do que apenas o composto de marketing, dentre eles a estratégia corporativa, as

responsabilidades gerais de administração e o desenvolvimento de novas gerações de talentos (COMMANDER; WILSON; STEVENSON, 2007).

Sim, ontem o diretor de marketing era responsável pela comunicação, branding, e propaganda. Hoje o diretor de marketing é um parceiro estratégico do presidente da empresa, alguém de quem se espera que entenda a paisagem do negócio bem o suficiente para articular e prever quais mercados, produtos e serviços entregarão o crescimento mais lucrativo (COMMANDER; WILSON; STEVENSON, 2007, p. 1, tradução do autor)

Assim, o diretor de marketing, como principal líder estratégico da área, possui significativa relevância na tomada de decisão e no desempenho financeiro das empresas, isto de acordo com a liberdade administrativa disponível a ele.

2.3 LIBERDADE ADMINISTRATIVA

A dúvida de em que situações e com que extensão os executivos são importantes foi e tem sido alvo de muitos trabalhos no campo da administração estratégica, alguns dos tratados mais antigos, até estudos empíricos mais recentes sobre o efeito desses profissionais, usam a premissa de que os líderes moldam a organização significativamente (CROSSLAND; HAMBRICK, 2011). Por outro lado, segundo esses autores, outras teorias frequentemente afirmam que os executivos são limitados em seu curso de ação pelo ambiente, normas e impedimentos.

Esse debate sobre o relacionamento entre o ambiente, o papel dos administradores e os resultados organizacionais é uma das discussões centrais na administração estratégica (GOLL; JOHNSON; RASHEED, 2008). De acordo com esses autores, de um lado, a teoria da ecologia populacional sugere que as organizações são inertes e a sobrevivência delas depende do ambiente, por essa razão o impacto dos executivos seria mínimo. No outro extremo, a perspectiva da escolha estratégica sugere que as escolhas tomadas pelos administradores são de grande importância nos resultados da empresa, e, por isso, esses devem, de acordo com as forças e fraquezas da organização, aproveitar-se de oportunidades do ambiente ou minimizar ameaças.

Em uma tentativa de reconciliar essas perspectivas opostas Hambrick e Finkelstein (1987) introduziram o conceito de liberdade administrativa ou latitude de ação administrativa. Eles defendem que às vezes os executivos têm grande importância, outras vezes não têm nenhuma e normalmente estão entre esses dois pontos, dependendo de quanta liberdade possuem (HAMBRICK *et al.*, 2004). A liberdade de um administrador emana de três níveis: o individual, o organizacional e o ambiental, vale destacar que um corpo cada vez maior de pesquisadores tem explorado esse tema em seus níveis (CROSSLAND; HAMBRICK, 2011). Conforme os autores, a liberdade administrativa é uma função de dois fatores amplos. Primeiramente, para ter liberdade o administrador deve ter alternativas consideradas aceitáveis pelos *stakeholders* importantes e estar consciente delas. Caso essas alternativas sejam vistas como arriscadas ou radicais demais, ou violem as expectativas dos *stakeholders*, a liberdade é reduzida. Em segundo lugar, a extensão de liberdade depende da falta de poder dos *stakeholders* em bloquear ações do executivo, caso elas fujam de suas expectativas, ou da possibilidade de puni-lo por tomá-las. Ou seja, a latitude de ação administrativa resulta da mentalidade aberta dos *stakeholders* e do poder desses grupos em bloquear ações com que discordem. Ela pode ser explícita ou implícita, isto é, os administradores podem enfrentar não somente proibições expressas, como também limites tácitos e consensualmente compreendidos para suas ações.

A liberdade ocorre quando existe uma falta de restrições ou ambigüidade entre os meios-fins, as condições que podem aumentar ou diminuir essa liberdade emanam do próprio executivo, da organização e do ambiente (HAMBRICK *et al.*, 2004). Isso ocorre porque alguns administradores têm maior capacidade para enxergar e criar alternativas e para controlar a organização, dentre outros atributos importantes. Algumas organizações dão aos seus executivos maior autonomia, possuem maior relaxamento organizacional, são ausentes de uma cultura firme, ou ainda, tem um conselho mais passivo. Uns ambientes propiciam uma variedade maior de escolhas, é o caso de empresas com produtos diferenciáveis em detrimento de *commodities*, indústrias em rápido crescimento ou sem fortes regulamentações e com incerteza de demanda.

O ambiente da indústria exerce uma potente influência no nível de liberdade administrativa, pois os segmentos industriais têm severas diferenças entre si (GOLL; JOHNSON; RASHEED, 2008). São exemplos de diferenças nos segmentos industriais que impactam a liberdade administrativa: a existência de oportunidades para a diferenciação dos produtos, pois requer mais decisões, para as quais há um arranjo maior de potenciais escolhas, implicando uma ligação menos clara entre as escolhas e seus resultados; mercados com alta

taxa de crescimento, porque são caracterizados por decisões não programadas; a instabilidade de demanda, que cria oportunidades para os executivos exercitarem seu julgamento em domínios importantes, como a capacidade de produção, gerenciamento de recursos humanos e precificação (MISANGYI, 2002).

De acordo com Goll, Johnson e Rasheed (2008), ambientes complexos e dinâmicos geram uma grande necessidade de processamento de informações pelos executivos. Em ambientes estáveis, a resolução de problemas pode ser mais sistemática, é o caso de setores marcados por forte regulamentação, os quais limitam a possibilidade de alternativas estratégicas, visto que promovem estabilidade através de barreiras de entrada e saída e controle dos preços taxados (GOLL; JOHNSON; RASHEED, 2008). Por outro lado, quando ocorre a desregulamentação desses setores, as empresas enfrentam novas pressões competitivas e mudanças na estratégia se tornam necessárias, fato que aumenta a liberdade administrativa e rompe padrões antes estabelecidos. Segundo Goll, Johnson e Rasheed (2008), a desregulamentação de uma indústria, como o ocorrido internacionalmente pelas linhas-aéreas, bancos e telecomunicações, exerce uma influência profunda nas relações entre o ambiente, a alta administração, a estratégia e o desempenho da empresa.

Misangyi (2002) elenca diversos fatores ambientais que podem limitar a liberdade administrativa. Dentre eles está a limitação estratégica imposta por indústrias oligopolísticas, nas quais existem pressões de poderosos competidores para comportar-se por regras não oficiais. A diminuição da liberdade se dá ainda em indústrias de capital intensivo, em razão da rigidez estratégica criada pelo comprometimento com cursos de ação de longo prazo e os grandes investimentos financeiros realizados. A liberdade pode também ser reduzida, aponta o autor, quando existem poderosos compradores ou fornecedores, já que em grande parte a empresa terá que comportar-se conforme a vontade desses atores.

Existem fatores internos da firma que também podem agir como impedimentos a liberdade administrativa (MISANGYI, 2002). O relaxamento organizacional, na forma de recursos financeiros livres ou talento dos executivos, expande as possibilidades de escolha. Forças de inércia, como tamanho e idade da empresa, podem funcionar como limitadores da liberdade de ação, através de uma mentalidade associada com políticas e ações bem sucedidas adotadas no passado e resistência a rupturas estruturais. Culturas muito fortes são outro fator que tende a ser resistente e difícil de se modificar e restringe a liberdade de ação dentro de padrões estabelecidos.

A configuração política da firma, na forma da distribuição dos proprietários e do quadro de diretores, é um fator que afeta a liberdade administrativa do presidente da

organização e de cada um dos diretores (MISANGYI, 2002). Para o autor, a alta administração pode restringir a ação do presidente, por exemplo, se necessita aprovar as estratégias antes dele adotá-las. Quando o presidente da companhia tem maior autoridade sobre os outros membros do quadro administrativo ele sofre menor influência na tomada de decisão e dispõe de maior liberdade, sua autonomia pode ser maior ainda se possuir parte das ações da empresa.

As instituições nacionais, formais e informais, como o individualismo, tolerância à incerteza, flexibilidade cultural, propriedade dispersa, flexibilidade dos empregadores e legislação, são associadas com o grau de liberdade administrativa disponível para os altos executivos de empresas dentro de um país, essa liberdade em nível nacional, por sua vez, é associada com a extensão do impacto que os presidentes de empresas têm no desempenho das firmas que comandam (CROSSLAND; HAMBRICK, 2011). A ideia de que a liberdade administrativa difere de país para país auxilia a explicar muitas diferenças observadas no status e comportamento dos executivos em distintas partes do globo, afirmam os autores. Em alguns países, como Estados Unidos e Inglaterra, os presidentes de empresa recebem níveis mais altos de remuneração e possuem uma proporção maior de remuneração variável, em relação a Japão e Coreia do Sul, por exemplo. Além disso, Crossland e Hambrick (2011) verificam que existem evidências de diferenças entre países quanto a taxas de rotatividade de executivos, resposta do mercado acionário a ações dos administradores e composição do quadro de diretores das companhias.

Em suma, diversos fatores influenciam o grau de liberdade administrativa à disposição do executivo. Um desses fatores é a própria percepção de alternativas disponíveis ao administrador, fruto de sua experiência passada, conhecimento da organização e do setor, relacionamentos com os outros atores da organização, propriedade ou não de parte da empresa. Outro fator é a especificidade do segmento industrial em que a empresa atua, como a oportunidade de diferenciação, a taxa de crescimento, as barreiras de entrada e saída, a instabilidade da demanda e a necessidade de investimentos de longo prazo. Características da empresa também influenciam as possibilidades de ação do executivo, como a disponibilidade de recursos financeiros, a cultura organizacional, tamanho e idade da companhia e configuração política. Existe ainda, mais recentemente discutida, a influência de aspectos referentes a cultura local e distinta, estudados principalmente entre diferentes países, que acaba influenciando a forma como a empresa é gerenciada.

Por fim, verifica-se que o conceito de liberdade administrativa proporciona uma base teórica para se determinar quando os executivos têm grande influência nos resultados da

empresa (CROSSLAND; HAMBRICK, 2011). Ambientes de alta liberdade administrativa oferecem aos executivos mais oportunidades de exercitarem seus julgamentos (GOLL; JOHNSON; RASHEED, 2008). Em ambientes de baixa liberdade os executivos enfrentam restrições que limitam o número de cursos de ação, dessa forma, as escolhas que fazem têm impacto limitado no desempenho da empresa (GOLL; JOHNSON; RASHEED, 2008).

As diversas características observadas na literatura, referentes ao executivo, à empresa e ao setor de atuação, que alteram a liberdade administrativa, encontram-se sintetizadas na figura 1.

Figura 1 – Características que, segundo a literatura, influenciam a liberdade administrativa

Executivo	Empresa	Setor
<p>Experiência na função</p> <p>Experiência na empresa</p> <p>Conhecimento sobre o setor de atuação</p> <p>Relacionamentos</p> <p>Habilidade política</p> <p>Poder de persuasão</p>	<p>Cultura organizacional</p> <p>Disponibilidade de recursos</p> <p>Talento dos administradores</p> <p>Tamanho</p> <p>Idade</p> <p>Propriedade</p> <p>Tecnologia</p>	<p>Oportunidade de diferenciação</p> <p>Estabilidade de demanda</p> <p>Legislação</p> <p>Estrutura de competição</p> <p>Compradores e fornecedores</p>

Fonte: elaborado pelo autor

Boyd, Chandy e Cunha Jr. (2010) utilizam vários fatores, que afetam a liberdade administrativa, para compor o modelo de previsão do impacto do diretor de marketing no valor da firma. As variáveis utilizadas por eles são: o poder do consumidor; a experiência na função; a experiência na firma; o escopo; o tamanho; e o desempenho da mesma. Dentre essas variáveis, foi necessário descartar, no presente estudo, o poder do consumidor no presente estudo, pois não se encontrou na amostra da pesquisa empresa que possuísse um comprador que representasse mais de dez por cento de suas vendas. As demais foram mantidas.

3 HIPÓTESES

A liberdade administrativa é um conceito central na explicação do impacto que os executivos podem ter nas empresas. Ela define quando esses profissionais são vitais, quando são relativamente importantes, e quando não têm a menor relevância no desempenho da organização (CROSSLAND; HAMBRICK, 2011). Ela emana de três níveis, da indústria, da empresa e do próprio executivo e há muitas variáveis que a influenciam. De maneira geral, a literatura propõe que quanto maior a liberdade administrativa à disposição do executivo maior será sua importância.

Quando o diretor de marketing possui experiência prévia na função, pode ter acesso mais facilmente a alternativas de ação e a soluções de problemas. Tendo em vista que muitas das atividades que devem ser realizadas e das dificuldades inerentes a essa profissão já foram enfrentadas em algum momento passado.

Além disso, especialistas são naturalmente mais produtivos na função em consideração e a legitimidade proporcionada por essa experiência é uma fonte de poder para o diretor. Por isso, a experiência adquirida no passado como diretor de marketing também possibilita que ele identifique e construa relacionamentos com outras organizações relevantes para a firma mais rapidamente (BOYD; CHANDY; CUNHA JR., 2010). Dessa forma, espera-se que o valor criado para o acionista seja maior quando o executivo possuir experiência na função.

H1a: Quando o novo diretor de marketing possui experiência prévia na função o valor criado para o acionista é maior.

H1b: Quando o novo diretor de marketing não possui experiência prévia na função o valor criado para o acionista é menor.

Outra questão relevante é se o executivo é advindo da própria firma ou não (BOYD; CHANDY; CUNHA JR., 2010). Quando o profissional vem de fora da empresa para assumir o cargo, ele traz novas perspectivas e comportamentos que podem modificar as rotinas e atitudes que a alta administração da empresa estava acostumada no passado (PETERAF; SHANLEY, 1997). As forças de inércia como a mentalidade associada com estratégias e ações bem sucedidas no passado, que um funcionário interno pode ter assimilado, restringem a liberdade administrativa do executivo, mesmo que ele não tenha consciência sobre isso

(MISANGYI, 2002). Um funcionário contratado externamente, com sua experiência distinta, pode ter maior facilidade de enxergar possíveis modificações do que um funcionário que já estava na empresa anteriormente. Dessa forma, as possibilidades de escolhas alternativas e modificações na estratégia da empresa podem ser superiores. Por isso, chega-se a:

H2a: Quando o novo diretor de marketing vem de fora da empresa, o valor criado para o acionista é maior.

H2b: Quando o novo diretor de marketing já trabalhava na empresa, o valor criado para o acionista é menor.

A liberdade administrativa disponível para o diretor de marketing depende também do número de mercados em que a empresa atua. Um número maior de segmentos de atuação torna o diretor de marketing mais relevante para a organização, pois existe um maior número de alternativas e decisões necessárias. Boyd, Chandy e Cunha Jr. (2010) sugerem que o contato com mais mercados alerta o diretor para a presença de diferentes oportunidades e possibilita o relacionamento com entidades distintas. Destarte:

H3a: Quando o escopo da firma é maior, o valor criado para o acionista é maior.

H3b: Quando o escopo da firma é menor, o valor criado para o acionista é menor.

O tamanho da empresa pode influenciar a liberdade administrativa disponível para o diretor de marketing. As funções de relacionamento, decisão e informação atribuídas ao marketing serão mais distribuídas pela organização quando essa for maior, atenuando a autonomia que o diretor de marketing tem em empresas menores (BOYD; CHANDY; CUNHA JR., 2010). Assim, propõe-se que:

H4a: Quando a empresa é menor, o valor criado para o acionista é maior.

H4b: Quando a empresa é maior, o valor criado para o acionista é menor.

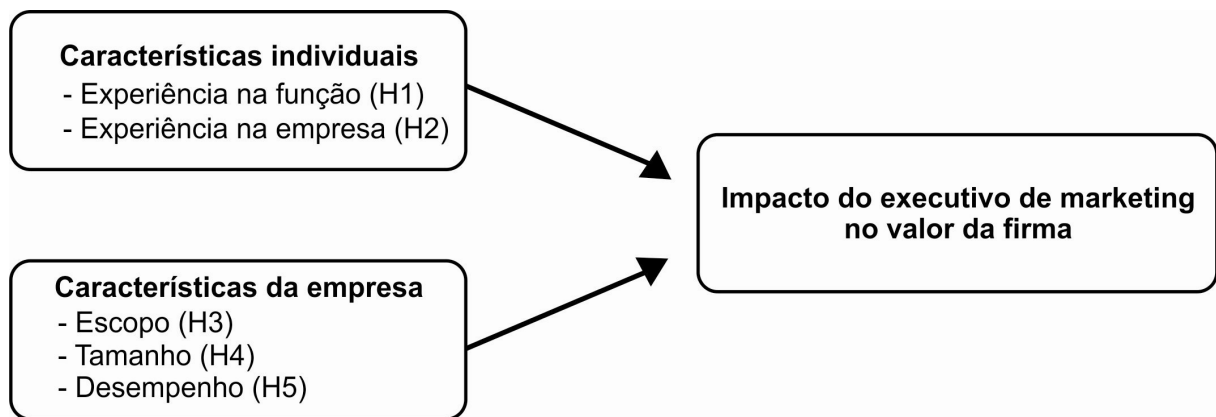
O desempenho passado da organização é outro fator que deve afetar a extensão do impacto do diretor de marketing no valor da firma, em firmas com desempenho satisfatório nos últimos anos o diretor de marketing tem que buscar alternativas menos óbvias para alcançar a performance desejada pelos acionistas (BOYD; CHANDY; CUNHA JR., 2010). Dessa forma, acredita-se que:

H5a: Quando o desempenho da empresa foi superior, o valor criado para o acionista é maior.

H5a: Quando o desempenho da empresa foi inferior, o valor criado para o acionista é menor.

As hipóteses desta pesquisa e as relações previstas entre as características da empresa, as características individuais e o impacto da substituição do executivo de marketing no valor da firma são expostos na figura 2.

Figura 2 – Hipóteses



Fonte: elaborado pelo autor

4 MÉTODO

O capítulo a seguir elucidará os procedimentos metodológicos da presente dissertação. Optou-se por um estudo de evento, pois ele permite isolar o impacto da mudança de diretor de marketing no preço da ação.

Esse impacto, medido através do retorno anormal, é depois comparado com as características do executivo, da empresa e do setor em que ela atua por meio de uma análise de regressão múltipla.

4.1 ESTUDO DE EVENTO

O estudo de evento é um método muito utilizado em contabilidade, finanças e economia (MACKINLAY, 1997). Ele foi desenvolvido para medir o efeito de um evento não antecipado, através do uso de dados financeiros, no preço das ações (MCWILLIAMS; SIEGEL, 1997). O impacto de eventos específicos nos preços dos papéis das companhias afetadas já foi o tema de muitos estudos de eventos, como por exemplo, o efeito da divulgação de relatórios de ganhos (BROWN; WARNER, 1980). Esses estudos têm em comum a preocupação central em descobrir a extensão em que o desempenho do preço daquela ação foi anormal durante o tempo do acontecimento em evidência.

Segundo Mackinlay (1997), os primeiros estudos de evento foram realizados por Dolley (1933), o qual examinou o efeito do desmembramento de ações. Entre as décadas de 30 e 60 o método evoluiu e o nível de sofisticação aumentou, como um dos principais desenvolvimentos da época destaca-se a separação de eventos conflitantes. Já no final da década de 60, Ball e Brown (1968) e Fama *et al.* (1969) introduziram em seus trabalhos semanais a metodologia que é, em essência, a mesma utilizada hoje.

McWilliams e Siegel (1997) afirmam que o estudo de evento proporciona uma medida verossímil do impacto financeiro de um evento somente se um conjunto de premissas, relativas à natureza do experimento empírico, são válidas. Essas premissas são: (a) os mercados são eficientes; (b) o evento não foi antecipado; (c) não houve um outro evento relevante e concomitante com a janela do evento estudado.

Conforme esses autores, a primeira premissa, a de que os mercados são eficientes, implica que os preços das ações incorporem todas as informações relevantes disponíveis para os investidores. Dessa forma, qualquer informação nova e relevante será rápida ou instantaneamente incorporada nos preços das ações. Nessa visão, um evento é qualquer coisa que resulte em informação relevante e inédita.

Uma segunda preocupação na realização de um estudo de evento é a de que a notícia não possa ser antecipada pelos investidores. Esse método pressupõe que o mercado não dispunha de informações sobre o evento antes de ele ocorrer, mas tomou conhecimento através da mídia na data registrada. Assim quando a notícia ocorre, os investidores reagem a ela rapidamente e os retornos anormais podem ser vistos como o resultado dessa reação.

É importante também, que não tenham existido outros eventos que possam impactar o preço da ação da empresa durante o período do evento estudado, pois isso dificulta o isolamento do que se quer testar. Exemplos de eventos conflitantes podem ser: declaração de dividendos, assinatura de um contrato importante com o governo, anúncio de um novo produto, anúncio de ganhos inesperados.

Com base nessas premissas:

Um Estudo de Evento utiliza um modelo de geração de retorno de ações, considerado padrão, denominado de retorno normal ou esperado, que é tido como o retorno que o título teria caso o evento não ocorresse. Depois disso, para identificar um comportamento anormal nos períodos próximos a um evento específico analisado, calcula-se a diferença entre o retorno esperado fornecido pelo modelo e o retorno observado no período de análise. Isto é, focaliza-se a determinação de retornos anormais de títulos nos dias próximos ou na data do anúncio de um evento (CAMARGOS; BARBOSA, 2003, p.2).

4.2 DEFINIÇÃO DO EVENTO E SUA JANELA

A tarefa inicial desse tipo de estudo é definir o evento de interesse e identificar o período em que os preços das ações das empresas envolvidas serão examinados, o que é chamado de janela do evento. Normalmente a janela do evento é maior do que a janela específica de interesse, pois isso permite que o pesquisador examine os movimentos das ações nos períodos que a cercam (MACKINLAY, 1997).

A escolha da janela do evento envolve certo grau de subjetividade e arbitrariedade por parte do pesquisador, depende também do tipo de acontecimento estudado e dos objetivos em relação ao método usado (CAMARGOS; BARBOSA, 2003). A definição da extensão da janela do evento é possivelmente a questão mais crucial no design da pesquisa, muitos estudos em administração se baseiam em janelas muito longas, isso torna muito mais difícil controlar por eventos conflitantes, pois muitas das empresas sendo examinadas são grandes, diversificadas e multinacionais, o que torna a ocorrência de eventos significantes freqüente (MCWILLIAMS; SIEGEL, 1997).

Em função disso, McWilliams e Siegel (1997) defendem que a janela do evento deve ser tão curta quanto possível. Longa o suficiente para capturar o efeito do evento, mas curta o suficiente para excluir eventos conflitantes. Não obstante, segundo os autores, existem casos em que se justifica uma janela maior, quando por exemplo, o vazamento de informações é provável e a janela deve incluir um tempo antes do anúncio do acontecimento para que os retornos anormais possam ser associados a ele. Na falta de incerteza sobre o momento em que a informação foi revelada, uma janela longa é difícil de se justificar.

A janela é expandida para múltiplos dias normalmente, incluindo pelo menos o dia do anúncio e o posterior, para capturar o efeito de eventos que ocorrem após o fechamento do mercado, também podem ser incluídos alguns dias anteriores ao anúncio, para verificar a possibilidade do mercado ter adquirido informações antes do evento (MACKINLAY, 1997).

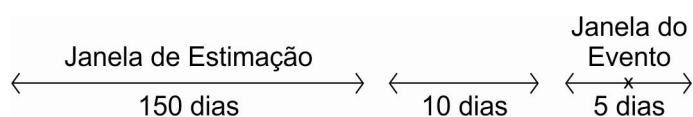
Na presente dissertação, o evento é definido como: o anúncio de que o mais alto executivo responsável pelas funções de marketing da empresa foi substituído. Como já foi debatido, as atividades de marketing são importantes para a criação de valor. Assim, mesmo não existindo o cargo de diretor de marketing, essas atividades ficam sob a responsabilidade de outro executivo dentro da organização.

Percebe-se que, nos organogramas das empresas brasileiras listadas na BOVESPA, em especial as que fizeram parte desta pesquisa, na falta do diretor de marketing o executivo mais próximo, normalmente é o diretor comercial. O qual responde principalmente pelas estratégias de preço, distribuição e comunicação, mesmo que com um foco maior na venda. Uma evidência que parece corroborar com a perspectiva de que são executivos que desempenham funções afins é o fato de ser incomum que existam os dois cargos em uma empresa. Em apenas três das empresas investigadas para a realização dessa dissertação existiam ambos os cargos, nenhuma delas acabou por participar da amostra da presente pesquisa. Devido a essa proximidade de funções, optou-se pela inclusão de substituições de diretores comerciais, quando ausente um diretor de marketing na empresa.

A janela do evento escolhida contém cinco pregões: dois anteriores, dois posteriores e o pregão em que o evento ocorreu. Dessa forma, pretende-se perceber possíveis vazamentos, bem como verificar o comportamento das ações no período imediatamente posterior ao acontecimento. Outras janelas também foram testadas, não apresentando resultados significativamente diferentes. Já a janela de estimação dos retornos englobou 150 pregões, com um intervalo de dez pregões para a janela do evento. Este intervalo foi utilizado como forma de evitar efeitos provenientes do evento no cálculo do beta. A janela do evento é ilustrada na figura 3, que contém a janela de estimação de 150 dias, 10 dias de intervalo entre o período de estimação e a janela do evento, e a janela de 5 dias que identifica o período relativo ao evento.

A quantidade de pregões utilizada foi a maior, tendo em vista o critério para a utilização de todos os eventos identificados. Foram testadas outras janelas de estimação, mas sem resultados significativamente distintos.

Figura 3 – Janela do evento



Fonte: elaborado pelo autor

4.3 CRITÉRIOS DE SELEÇÃO DA AMOSTRA E COLETA DE DADOS

O passo seguinte, do estudo de evento, é a definição do critério de seleção para a inclusão das firmas na pesquisa, ele pode envolver restrições impostas pela disponibilidade de dados, como a presença entre as ações negociadas publicamente ou o pertencimento a indústrias em particular. É importante nesse ponto verificar algumas características da amostra buscando potenciais tendências introduzidas em sua seleção, dentre elas, capitalização de mercado, representação da indústria e distribuição dos eventos no tempo (MACKINLAY, 1997).

Define-se a população do estudo como: as empresas listadas na BOVESPA que substituíram o executivo responsável pelas atividades de marketing. A inclusão de empresas

na amostra da pesquisa depende da disponibilidade de informações secundárias referentes ao evento, da liquidez de suas ações e da não existência de eventos conflitantes.

Como fontes de informação foram utilizados os comunicados oficiais das empresas no site da BOVESPA, sites de notícias e especializados. Foi utilizada, como de praxe, a data da primeira veiculação da notícia de que foi contratado um novo executivo de marketing, como a data do evento. O histórico diário de cotações das ações foi obtido através da base de dados do *software* Economática. Para as informações secundárias foram utilizadas as próprias notícias, o site da BOVESPA e os sites das empresas participantes.

4.4 RETORNOS NORMAL E ANORMAL

O método do estudo de eventos foi desenvolvido para medir o efeito de eventos não antecipados no preço das ações. Consiste em estimar um modelo para cada firma e a partir daí, calcular o retorno anormal (RA ou AR, *abnormal return*), o qual é atribuído à reação do mercado a chegada da nova informação (MCWILLIAMS; SIEGEL, 1997). O retorno normal é o retorno esperado sem o acontecimento do evento, já o retorno anormal é a diferença entre o retorno ocorrido e o retorno esperado (MACKINLAY, 1997).

Conforme Mackinlay (1997), existem duas possibilidades comumente escolhidas para se modelar o retorno normal: o modelo de média constante, o qual assume que o retorno médio de uma ação é constante através do tempo; o modelo de mercado, que assume uma relação linear estável entre o retorno do mercado e o retorno da ação. Para McWilliams e Siegel (1997), a abordagem padrão consiste em adotar um modelo de mercado para cada firma e depois calcular o retorno anormal.

O modelo de mercado representa uma melhora potencial frente ao modelo de média constante, pois remove a porção do retorno que está relacionada à variação do mercado, assim reduzindo a variação do retorno anormal e podendo aumentar a possibilidade de se detectar os efeitos de um evento (MACKINLAY, 1997).

Pela possibilidade de remoção da variação relacionada ao retorno do mercado e maior possibilidade de detecção do efeito do evento, escolheu-se o modelo de mercado para a modelagem do retorno normal, nesta dissertação.

Para realizar a previsão do retorno normal, encontrar o retorno anormal e testar a significância do evento, foram adotadas a abordagem e as equações de McWilliams e Siegel

(1997), as quais são apresentadas nesta seção. Dessa forma, a taxa de retorno na ação da empresa (i) no dia (t) é calculada conforme a equação:

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \epsilon_{it}$$

Onde:

R_{it} = a taxa de retorno do preço da ação da firma i no dia t.

R_{mt} = a taxa de retorno de um portfólio de ações. Em estudos no Brasil o Ibovespa é normalmente utilizado (eg. MACHADO; MACHADO, 2008; NETO; KAYO; BARROS, 2007; SILVA; FAMÁ, 2010; LUZ; SILVA; COELHO, 2008; CAVALCANTE; BRUNI; COSTA, 2008).

α_i = o intercepto.

β_i = o risco sistemático para a ação i.

ϵ_{it} = o erro, com $E(\epsilon_{it})=0$.

A partir dessa estimativa o pesquisador calcula o retorno anormal da ação da firma i pelo cálculo de:

$$AR_{it} = R_{it} - (\alpha_i + \beta_i R_{mt})$$

α_i e β_i = parâmetros mínimos quadrados ordinários, obtidos pela regressão de R_{it} em R_{mt} dentro de uma janela de estimação (T) que preceda o evento.

Pode-se então padronizar cada retorno anormal usando uma estimativa de seu desvio padrão, pois isso pode levar a testes mais poderosos (MACKINLAY, 1997). O cálculo do retorno anormal padronizado segue a equação:

$$SAR_{it} = AR_{it} / SD_{it}$$

SD_{it} = o desvio padrão.

Após a padronização os retornos diários podem ser acumulados pelo período da janela do evento (MCWILLIAMS; SIEGEL, 1997). A agregação das observações de retornos

anormais primeiramente no tempo, e depois entre os papéis das diferentes firmas, é o que possibilita inferências acerca do evento estudado (MACKINLAY, 1997).

$$CAR_{it} = (1/k)^{0.5} \sum_{t=1}^k SAR_{it}$$

Onde k é a janela do evento em dias.

Uma premissa padrão é a de que os valores dos retornos anormais acumulados (ACR ou CAR, *cumulative abnormal return*) são independentes e igualmente distribuídos, assim eles são divididos pelo seu desvio padrão (MCWILLIAMS; SIEGEL, 1997). O retorno anormal padronizado médio é, então, expresso:

$$ACAR_t = 1/n \times 1/[(T-2)/(T-4)]^{0.5} \sum_{t=1}^k CAR_{it}$$

O teste estatístico usado para verificar se o retorno anormal acumulado padronizado é significativamente diferente de zero é:

$$Z = ACAR_t \times n^{0.5}$$

Se for significativo, o retorno anormal cumulativo é observado como a medida do efeito médio do evento no valor das firmas, isto é, a significância do retorno anormal permite que o pesquisador infira que o evento teve um impacto significativo no valor das ações (MCWILLIAMS; SIEGEL, 1997).

Também se realizou um teste estatístico para a verificação da significância dos retornos anormais acumulados para cada firma. A forma de seu cálculo segue abaixo:

$$test_i = \frac{\sum AR_i}{\sqrt{n} ARSD_i}$$

Onde:

$\sum AR_i$ = Somatório dos retornos anormais da ação i.

n = Número de dias da janela do evento.

ARSD_i = Desvio-padrão dos retornos anormais da ação i.

4.5 EXPLICAÇÃO DO RETORNO

A associação entre a magnitude do efeito e as características específicas do evento observado deve ser explorada a fim de se obter novas perspectivas teóricas. Esse exercício é particularmente útil quando existem múltiplas hipóteses em relação às fontes do retorno extra (MACKINLAY, 1997). Nesse segundo estágio da análise, o pesquisador deve explicar os retornos anormais mostrando que a variação nos retornos entre as firmas é consistente com uma teoria (MCWILLIAMS; SIEGEL, 1997). A abordagem básica é rodar uma regressão dos retornos anormais nas características de interesse (MACKINLAY, 1997).

O objetivo da análise de regressão é prever uma única variável dependente a partir do conhecimento de uma ou mais variáveis independentes. Quando o problema envolve uma única variável independente, a técnica estatística é chamada de regressão simples. Quando o problema envolve duas ou mais variáveis independentes, chama-se regressão múltipla (HAIR *et al.*, 2009, p. 154).

Para a utilização da técnica da regressão múltipla é necessário definir a variável dependente e as independentes. Na presente dissertação, a variável dependente seria constituída pelo retorno anormal acumulado. As independentes, pela experiência prévia do executivo, por ele ser proveniente da própria empresa ou não, pelo escopo, tamanho e desempenho passado da firma.

Segundo Hair *et al.* (2009), a análise de regressão múltipla deve respeitar algumas suposições para garantir que os resultados obtidos são verdadeiramente representativos da amostra. Se ocorrerem violações dessas suposições, isso deve ser corrigido. Conforme os autores, essa etapa envolve dois passos: testar as variáveis individuais dependentes e independentes e testar a relação geral após a estimação do modelo. As suposições que devem ser examinadas pelo pesquisador podem ser divididas em quatro áreas: linearidade do fenômeno medido; variância constante dos termos de erro; independência dos termos de erro; normalidade da distribuição dos termos de erro.

Para esses autores, a linearidade da relação entre a variável dependente e as independentes representa o grau em que a variação da variável dependente é associada a variável independente. Tendo em vista que as correlações representam apenas associações lineares entre as variáveis, efeitos não lineares não serão representados. Essa questão é

facilmente examinada através de gráficos de resíduos: qualquer padrão curvilíneo consistente nos resíduos indica que uma ação corretiva aumentará a precisão preditiva do modelo e a validade dos coeficientes estimados.

A homocedasticidade refere-se à suposição de que as variáveis dependentes exibem níveis iguais de variância ao longo do domínio das variáveis preditoras (HAIR *et al.*, 2009). Seu diagnóstico é feito através de gráficos de resíduos ou testes estatísticos. Quando existe heterocedasticidade, o gráfico mostra um padrão consistente, dentre os mais comuns estão um padrão triangular ou em forma de diamante.

A independência dos termos de erro supõe que o valor previsto não está relacionado com qualquer outra previsão, é independente (HAIR *et al.*, 2009). Ela é mais facilmente identificada, continuam esses autores, através da utilização do gráfico de resíduos em relação a qualquer variável sequencial possível. Quando os resíduos são independentes, o padrão deve parecer aleatório. Para esse fim, pode ser utilizado também o teste de Durbin-Watson (MALHOTRA, 2006). De acordo com Fávero *et al.* (2009), nesse teste, para que não se exista autocorrelação dos resíduos, o valor encontrado deve ser próximo a dois.

A existência de alta multicolinearidade precisa também ser observada, pois as variáveis explicativas a serem consideradas no modelo podem apresentar comportamentos semelhantes e acabar por gerar um aumento do termo de erro (FÁVERO *et al.* 2009).

A normalidade se refere à forma de distribuição de dados para uma variável métrica individual e sua correspondência com a distribuição normal. Para Hair *et al.* (2009), o método mais adequado para seu diagnóstico é o uso do gráfico de probabilidade normal, que compara a distribuição cumulativa de valores de dados reais com a distribuição cumulativa de uma distribuição normal. Outra opção, de acordo com esses autores, é o uso de testes estatísticos como o de Kolmogorov-Smirnov e Shapiro-Wilks.

“O teste Kolmogorov-Smirnov (K-S) é um teste de aderência que compara a distribuição de frequência acumulada de um conjunto de valores observados da amostra com uma distribuição esperada ou teórica” (FÁVERO *et al.*, 2009, p. 112). Dessa forma, o objetivo do teste é determinar se uma amostra é proveniente de uma população com distribuição normal.

4.6 OPERACIONALIZAÇÃO DAS VARIÁVEIS DE REGRESSÃO

Devido às características desta dissertação, como uma replicação da pesquisa de Boyd, Chandy e Cunha Jr. (2010), procurou-se empregar, tanto quanto possível e de acordo com as informações disponíveis sobre as empresas listadas na BOVESPA, as mesmas medidas e técnicas de análise utilizadas por esses autores. Assim, as variáveis do estudo e sua operacionalização são descritas a seguir.

4.6.1 Experiência na empresa

A experiência na empresa é utilizada para identificar os executivos que já haviam trabalhado na firma em que foram selecionados para ocupar o cargo de diretor de marketing ou comercial.

A utilização de variáveis binárias, ou *Dummy*, é freqüente quando o pesquisador deseja avaliar o impacto da existência ou da ausência de determinado atributo qualitativo sobre algum fenômeno em questão (FÁVERO *et al.*, 2009). Nesses casos, deve-se atribuir o valor 1 para presença e 0 para a ausência do atributo estudado.

Assim, foi utilizada uma variável dicotômica para operacionalizar esse atributo. Os eventos em que o executivo já havia trabalhado na empresa obtiveram o valor um, os eventos em que o executivo não havia ainda pertencido à empresa obtiveram zero.

As informações relativas a essa característica foram obtidas através dos sites da BOVESPA e das empresas analisadas.

4.6.2 Experiência na função

A variável experiência na função foi escolhida para identificar se o executivo selecionado para ocupar o cargo de diretor de marketing ou comercial já havia desempenhado essa função anteriormente. Para operacionalizar essa característica do evento, utilizou-se uma variável dicotômica. Onde o número um corresponde ao executivo que possui experiência na

função e o número zero ao executivo que não havia ainda ocupado esse cargo. As informações relativas a essa característica foram obtidas através de informações presentes nos sites da BOVESPA e das empresas analisadas.

4.6.3 Escopo

O escopo da empresa foi medido através do número de segmentos em que a empresa atua. Essa informação foi obtida através do relatório anual de cada companhia do ano anterior ao evento. A medida de escopo não apresentou uma distribuição normal de acordo com o teste de Kolmogorov-Smirnov, pois possui uma distribuição enviesada à esquerda. Essa variável não respondeu as transformações sugeridas na literatura a fim de se alcançar à normalidade. Sendo essa a única violação, optou-se por sua utilização na análise.

4.6.4 Tamanho

O tamanho da empresa foi medido através de seu número de empregados. Identificado no relatório anual do ano anterior, ou ainda, divulgado prontamente em seu site. Decidiu-se por utilizar na análise o logaritmo natural dessa variável, visto que a variável original não apresentou distribuição normal e a variável transformada sim.

Segundo Hair et al. (2009) a transformação de dados fornece um meio para modificar variáveis a fim de corrigir violações nas suposições de técnicas de análise multivariada. Uma das transformações que pode ser utilizada é o logaritmo natural dos dados (CHANDY; BOYD; CUNHA JR., 2010).

4.6.5 Desempenho

O desempenho foi medido através da média dos últimos cinco anos da variação da receita líquida das empresas. Calculado a partir das demonstrações contábeis e relatórios

anuais divulgados no site da BOVESPA. A variável original foi transformada através do logaritmo natural para atender a distribuição normal.

4.6.6 Índice *market-to-book*

O índice *market-to-book* é a relação entre o valor de mercado da empresa e seu patrimônio líquido. Foi utilizado nesta dissertação como variável de controle. Isso porque serve como uma medida para avaliar o grau de risco percebido associado a uma determinada ação (FAMA; FRENCH, 1992). A fórmula utilizada para seu cálculo é:

$$M/B_{it} = \frac{P_{it}}{PL_{it}}$$

Onde:

$M/B_{i,t}$ = Índice *market-to-book* da empresa i no período t ,

$P_{i,t}$ = Valor de mercado da empresa i no período t . Corresponde ao valor de cada ação multiplicado pelo número de ações da empresa.

$PL_{i,t}$ = Patrimônio líquido divulgado no balanço da empresa i no período t .

As informações sobre o patrimônio líquido das empresas foram retiradas das demonstrações contábeis publicadas no site da BOVESPA. O preço e número de ações foram obtidos através dos relatórios anuais e histórico de cotações, também disponíveis no site da BOVESPA. A variável original foi transformada através do logaritmo natural para atender a distribuição normal.

4.6.7 Alta tecnologia

Em empresas de alta tecnologia o executivo de marketing pode ter menor liberdade administrativa, visto que nessas empresas as decisões mais importantes em geral dizem respeito a outras áreas, como a engenharia de produção (GOLL; JOHNSON; RASHEED, 2008). O critério para a seleção das empresas de alta tecnologia baseou-se na classificação do *Bureau of Labor Statistics* (BLS), agência do governo americano que coleta, processa, analisa e dissemina informações e dados estatísticos para o público em geral sobre a economia americana. Este critério foi o mais claro encontrado e é o mesmo utilizado por Boyd, Chandy e Cunha Jr. (2010). Foram identificadas pelo número 1 os eventos em que as empresas pertencem a uma indústria de alta tecnologia, e como 0 as que não pertencem.

4.6.8 Cargo recém criado

Incluiu-se uma variável para indicar se o evento envolveu a criação do cargo de diretor de marketing ou comercial ou se foi apenas a substituição do executivo existente por outro. A criação do cargo de diretor de marketing ou diretor comercial aumentaria a heterogeneidade na alta administração, isso poderia melhorar o desempenho da empresa (BOYD; CHANDY; CUNHA JR.). Os eventos que envolveram a criação do cargo de diretor de marketing ou diretor comercial receberam o valor de um. Os demais, zero.

4.6.9 Marketing

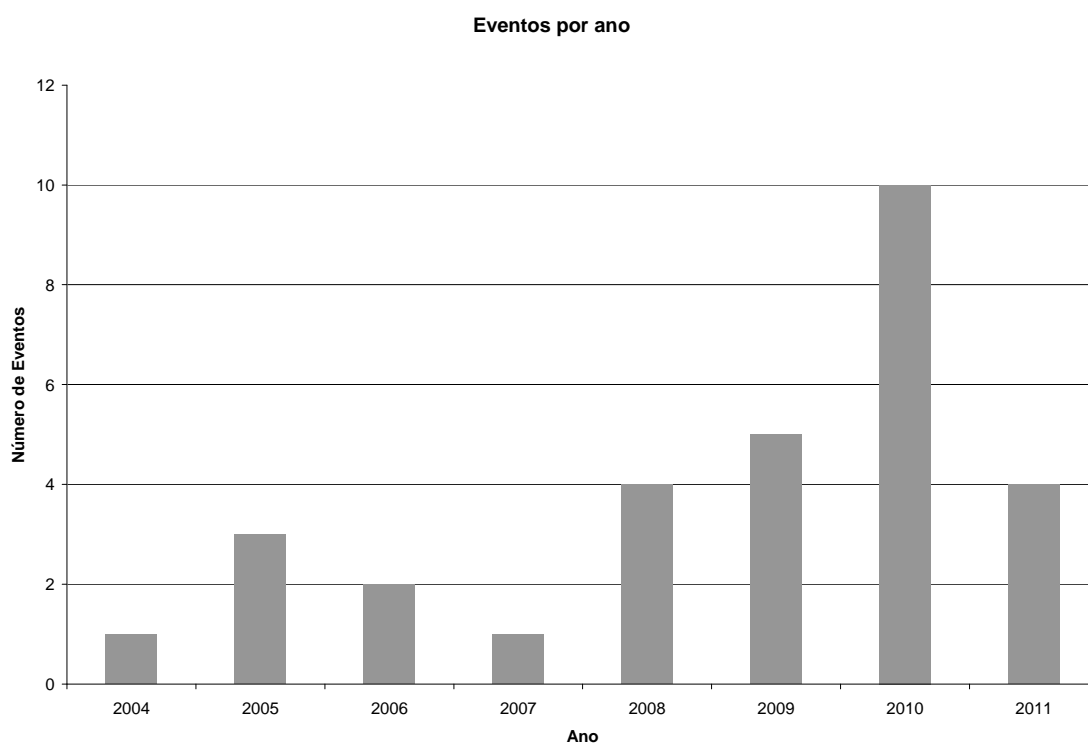
Por fim, adicionou-se uma variável de controle com o objetivo de identificar se o retorno poderia ser explicado pelo executivo pertencer à área de marketing em detrimento da de vendas. Sendo a inclusão dos executivos comerciais uma das modificações do design da presente dissertação em relação a pesquisa de Boyd, Chandy e Cunha Jr. (2010), essa variável foi adicionada com o intuito de se verificar a possibilidade do retorno ser explicado por essa

diferença. Os eventos que envolveram o apontamento de um executivo de marketing foram identificados pelo número um, os eventos que envolveram um executivo comercial, pelo zero.

5 CARACTERIZAÇÃO DA AMOSTRA

A amostra do presente trabalho compreendeu o estudo de 30 eventos. Dentre os quais, 20 se caracterizam pela presença de um único evento por empresa e os demais (10) pela ocorrência de dois eventos em uma empresa, em períodos distintos. O primeiro evento a fazer parte da amostra se deu em 2004. Não foi encontrado evento anterior a esta data que possuísse as informações necessárias para sua inclusão nesse estudo. A distribuição dos eventos, de acordo com o número de ocorrências por ano, a partir de 2004 e até 2011, é mostrada na figura 4.

Figura 4 – Distribuição dos eventos no tempo



Fonte: elaborado pelo autor

O método de estudo de evento exige que alguns critérios sejam cumpridos para que cada caso seja incluído na pesquisa. Os dois principais critérios referem-se a: negociação da ação da empresa para que exista variações no preço da ação; inexistência de eventos conflitantes, para que o efeito possa ser atribuído especificamente ao evento estudado.

O número de eventos inicialmente selecionados para o estudo totalizou 80 casos. Entretanto, 50 casos foram excluídos da pesquisa por não atenderem os critérios que possibilitam a realização de um estudo de evento.

Verificou-se que 34 deles apresentavam algum evento, sinalizado na literatura como potencialmente influente no retorno das ações, e 16 não possuíam ações negociadas na BOVESPA com regularidade no período necessário para o cálculo dos retornos nesta pesquisa. Dessa forma, as datas e empresas selecionadas para o estudo são expostas no quadro 2:

Quadro 2 – Eventos selecionados para a pesquisa

Empresa	Data
B2W	06/01/11
BANCO DO BRASIL	28/01/08
BANESTES	22/07/08
BMFBOVESPA	01/09/11
BOMBRIL	14/06/06
BOMBRIL	17/12/10
BR MALLS	04/08/10
BRADESCO	27/07/10
BRASIL FOODS	28/03/05
CIELO	06/05/10
DTCOM	04/07/11
EMBRAER	10/03/06
GOL	15/03/10
IND. ROMI	08/07/09
MAGNESITA	16/12/10
NATURA	23/11/05
NET	31/01/08
NET	10/12/09
PÃO DE AÇÚCAR	21/10/09
POSITIVO	24/09/10
REDECARD	11/01/10
REDECARD	12/08/09
SANEPAR	09/03/05
SOUZA CRUZ	17/08/07
SOUZA CRUZ	18/10/04
TAM	15/05/09
TECNISA	18/01/10
VIVER INC.	13/07/10
VIVER INC.	24/03/11
VIVO	11/02/08

A premissa de que não houve evento conflitante com o estudado é crítica. Isso porque o método do estudo de evento, por definição, busca atribuir o retorno anormal ao evento em consideração (MCWILLIAMS; SIEGEL, 1997). Se outros eventos relevantes ocorreram

durante a janela do evento isso não pode ser feito. Podem ser considerados eventos conflitantes declaração de dividendos, anúncio de fusões, assinatura de grandes contratos, mudança de executivos. Para cumprir essa premissa básica do método, alguns eventos foram excluídos da análise. O quadro 3, abaixo, apresenta esses eventos e o potencial conflito que continham.

Quadro 3 – Eventos excluídos da pesquisa

EMPRESA	DATA	CONFLITO
ALL	16/12/2010	Outros executivos substituídos
AMBEV	26/08/2011	Diretor de logística também substituído
BANESTES	28/01/2011	Diretor de tecnologia também substituído
BR MALLS	09/02/2007	Diversos. Aquisições, mudança na estrutura, aumento do capital social
BRASIL FOODS	28/07/2011	Diretor de <i>food service</i> também substituído
BRASKEM	11/04/2007	Dividendos
CETIP S.A.	18/06/2010	Dividendos
CIA HERING	28/04/2009	Diretor comercial e de marketing substituídos
CIA PROVIDÊNCIA	18/05/2010	Diretor de operações e de engenharia também substituídos
CSN	02/08/2011	Diretor de relações com investidores também substituído
CYRELA	02/09/2010	Diretor jurídico também substituído
DIAGNÓSTICOS AMERICA	01/06/2006	Outros executivos substituídos
DIAGNÓSTICOS AMERICA	11/03/2009	Diretor de procedimentos também substituído
DURATEX	31/08/2009	Outros executivos substituídos
ESTÁCIO	29/06/2010	Incorporações
ESTÁCIO	29/09/2010	Incorporações
FIBRIA	28/08/2009	Outros executivos substituídos
GAFISA	07/02/2011	Diretor de incorporações também substituído
GERDAU	31/12/2007	Vice-presidente da Açominas também substituído
IND. ROMI	05/12/2007	Outros executivos substituídos
LOG-IN	07/12/2010	Diretor de operações também substituído
LOJAS AMERICANAS	25/02/2005	Diretor de controle também substituído
NATURA	22/10/2009	Diretor jurídico também substituído
NATURA	23/11/2005	Dividendos
NATURA	22/10/2008	Diretor jurídico também substituído
PÃO DE AÇÚCAR	08/05/2007	Diretor comercial e de marketing substituídos
PÃO DE AÇÚCAR	22/06/2005	Outros executivos substituídos
PETENATTI	25/10/2007	Dividendos
REDECARD	06/05/2011	Outros executivos substituídos
SÃO MARTINHO	23/07/2008	Aumento de capital social
SLC	29/04/2008	Diretor de produção também substituído
TIM	03/05/2010	Outros executivos substituídos
TOTVS	17/09/2009	Diretor de negócio também substituído
TRACTEBEL	07/11/2008	Diretor de relações com investidores também substituído

O estudo de eventos envolve a análise da variação do preço de ações em um determinado período. Para isso, é necessário que as empresas estudadas possuam ações listadas em bolsa e negociadas com regularidade durante o período observado. Nesta dissertação, foram identificadas algumas trocas de executivos de marketing e comerciais em empresas listadas na BOVESPA, em que posteriormente, verificou-se que não cumpriam os critérios de liquidez necessários para o estudo. Por esse motivo, as empresas listadas no quadro 4 não foram incluídas na análise.

Quadro 4 – Eventos excluídos da pesquisa por falta de liquidez

EMPRESA	DATA
AMERICEL	16/03/2006
AMERICEL	15/09/2011
BANDEIRANTE	09/08/2010
BANDEIRANTE	10/08/2006
BUETNER	26/04/2007
CAMBUCI	02/08/2004
CEMIG	20/01/2011
DIRECIONAL	23/09/2009
EMPRESA ENE. MATO GROSSO	17/10/2006
GAZOLA	10/07/2009
IMC	11/11/2010
MAGAZINE LUIZA	10/08/2010
MRS	13/08/2009
RAIA	25/08/2010
SPRINGER	08/09/2007
TECBLU	25/03/2003

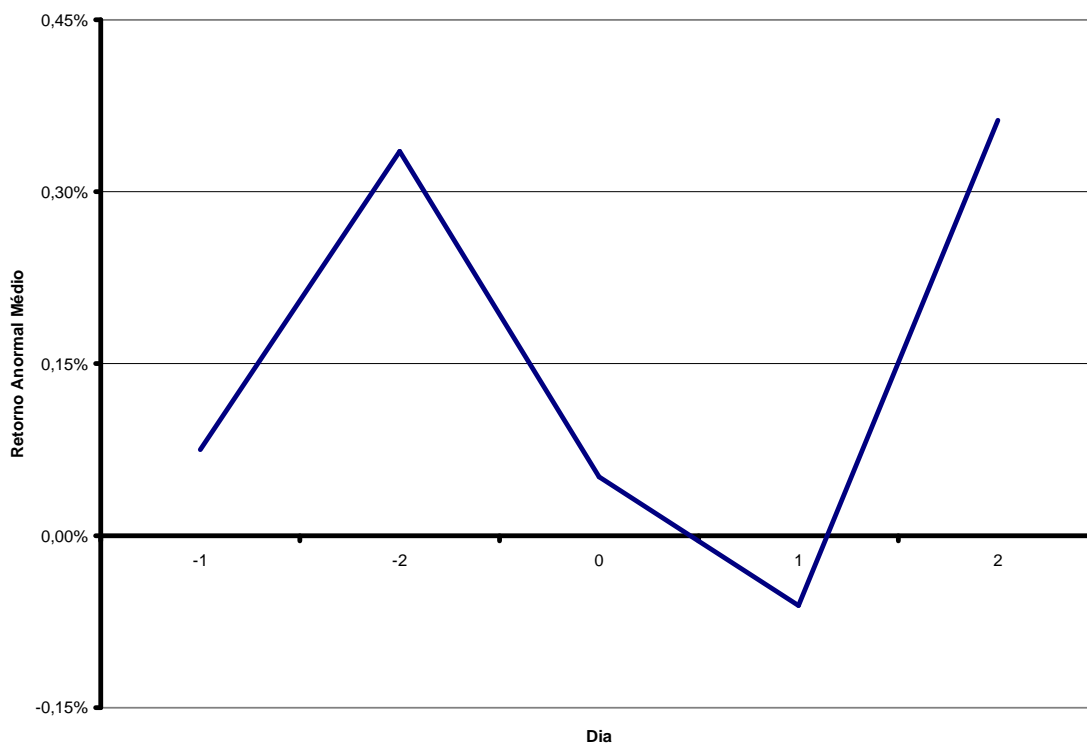
6 RESULTADOS

Nesta seção, são expostos e debatidos os resultados da pesquisa realizada. Ela está dividida em duas partes. Na primeira são exibidos os resultados do estudo do evento. Na segunda fase, o retorno anormal, identificado no estudo de evento, é utilizado como variável dependente na análise de regressão.

6.1 RESULTADOS DO ESTUDO DE EVENTO

O retorno anormal médio apresenta predominantemente valores positivos durante a janela observada. No período logo anterior ao evento, as ações tiveram um retorno anormal positivo de 0,07% (no dia -2) e 0,34% (no dia -1) em média. Na data do evento, as ações apresentaram um retorno anormal médio de 0,05%, o qual foi reduzido para -0,06% no dia 1, e subiu novamente para 0,36% no dia 2. A curva referente à média dos retornos anormais diários, durante a janela de cinco dias do evento, é demonstrada na figura 5.

Figura 5 – Retorno anormal médio por dia durante a janela do evento



Fonte: elaborado pelo autor

Nos dias -2 e -1, o maior retorno anormal ocorreu na ação da Net, no dia 0, na do Banestes e no dia 1, no Bradesco. O mínimo foi obtido pela Redecard 2 no dia -2, na data 0 e 1, pela Bombril e no dia 2, pela Vivo. Abaixo, na tabela 1, é apresentada a lista completa dos retornos anormais calculados durante a janela do evento.

Tabela 1 – Retornos anormais durante a janela do evento

Empresa	-2	-1	0	1	2
B2W	0,17%	-2,63%	1,13%	-0,33%	6,97%
BANCO DO BRASIL	-1,24%	1,53%	-3,17%	0,44%	1,05%
BANESTES	-0,55%	4,31%	5,11%	-0,35%	3,17%
BMFBOVESPA	0,28%	1,92%	5,01%	-2,36%	-1,24%
BOMBRIL	1,80%	0,40%	-3,74%	-5,22%	-0,72%
BOMBRIL 2	-1,19%	2,28%	-0,03%	-2,04%	1,93%
BR MALLS	2,79%	-5,27%	3,66%	-1,71%	-2,08%
BRADESCO	-0,14%	-0,51%	-0,06%	4,27%	-0,29%
BRASIL FOODS	-3,25%	0,93%	-2,98%	-0,75%	2,14%
CIELO	-0,02%	1,16%	-0,08%	1,82%	-1,49%
DTCOM	1,72%	2,87%	3,71%	0,30%	5,82%
EMBRAER	0,34%	0,91%	0,41%	-3,16%	-0,76%
GOL	-1,82%	-2,36%	-0,84%	-2,34%	-1,35%
IND. ROMI	-0,26%	1,19%	1,58%	-1,95%	-2,20%
MAGNESITA	-0,70%	-0,38%	-1,05%	0,66%	0,73%
NATURA	1,35%	-1,38%	-1,01%	-0,67%	0,42%
NET	5,20%	6,67%	-0,92%	2,21%	2,37%
NET 2	0,75%	-1,99%	1,96%	1,41%	1,65%
PÃO DE AÇÚCAR	-0,48%	0,36%	0,09%	0,69%	-0,58%
POSITIVO	-1,37%	-0,11%	-1,72%	-2,50%	-2,20%
REDECARD	-0,67%	-1,04%	-0,53%	-2,16%	-2,54%
REDECARD 2	-3,33%	-3,50%	-2,79%	0,44%	-0,77%
SANEPAR	-0,57%	0,75%	0,90%	1,17%	1,78%
SOUZA CRUZ	1,39%	2,09%	-0,99%	-0,25%	0,28%
SOUZA CRUZ 2	0,01%	0,20%	-0,92%	3,07%	-0,49%
TAM	0,65%	4,46%	1,45%	-0,04%	-1,11%
TECNISA	-1,49%	0,86%	-2,74%	1,49%	-1,76%
VIVER INC.	-0,86%	-1,73%	2,09%	1,18%	5,23%
VIVER INC. 2	-0,28%	-1,17%	-1,33%	2,70%	-0,05%
VIVO	4,37%	-1,17%	-0,65%	2,21%	-3,04%

O desvio-padrão não apresentou grande variação durante a janela do evento, o mesmo ocorreu com a amplitude, os valores mínimos e os máximos verificados. O menor desvio-padrão foi de 0,0183 no dia -2 e o maior foi 0,0248 no dia 2. O menor retorno anormal encontrado foi da empresa BR MALLS (-5,27%), no dia -1 e o maior, da B2W (6,97%) no dia 2. A tabela 2 indica os valores da média, mínimo, máximo e desvio-padrão do retorno anormal durante a janela do evento.

Tabela 2 – Estatísticas descritivas do retorno anormal

Dia	-1	-2	0	1	2
Média	0,0749%	0,3353%	0,0512%	-0,0609%	0,3622%
Mínimo	-3,3325%	-5,2782%	-3,7410%	-5,2235%	-3,0309%
Máximo	5,2033%	6,6728%	5,1155%	4,2660%	6,9669%
Desvio-Padrão	0,0183889	0,0247209	0,0229438	0,0209790	0,0248845

Os retornos anormais acumulados durante a janela do evento para cada empresa foram então calculados. Os resultados são apresentados na tabela 3.

Tabela 3 – Retorno anormal acumulado para cada evento

Empresa	Retorno Anormal Acumulado (CAR)	teste
B2W	0,0530386	0,6627
BANCO DO BRASIL	-0,0139785	-0,3238
BANESTES	0,1169633	1,9791
BMFBOVESPA	0,0362195	0,5608
BOMBRIL	-0,0748225	-1,1474
BOMBRIL 2	0,0094953	0,2244
BR MALLS	-0,0292789	-0,3598
BRADESCO	0,0325081	0,7166
BRASIL FOODS	-0,0391584	-0,7403
CIELO	0,0401159	0,4842
DTCOM	0,0138225	3,0991
EMBRAER	0,1442626	-0,6206
GOL	-0,0226617	-5,9405
IND. ROMI	-0,0870287	-0,4220
MAGNESITA	-0,0164118	-0,4177
NATURA	-0,0075216	-0,5187
NET	-0,0129924	2,3610
NET 2	0,1553929	1,0562
PÃO DE AÇÚCAR	0,0377796	0,0287
POSITIVO	0,0003434	-3,7903
REDECARD	-0,0790433	-3,4227
REDECARD 2	-0,0693690	-2,5556
SANEPAR	-0,0995514	2,0724
SOUZA CRUZ	0,0293433	0,9503
SOUZA CRUZ 2	0,0186747	0,5317
TAM	0,0541607	1,1494
TECNISA	-0,0363840	-0,8987
VIVER INC.	0,0591593	0,9688
VIVER INC. 2	-0,0013996	-0,0386
VIVO	0,0171907	0,2620

O maior retorno anormal acumulado ocorreu na Net (0,1553929), no evento de 10/12/09 (Net 2). Já o valor mínimo dos retornos anormais acumulados foi de -0,0995514, obtido pela ação da Redecard em seu segundo evento (Redecard 2). Destaca-se o equilíbrio

entre valores positivos e negativos. Dos retornos anormais acumulados, 53% (16) apresentam valores positivos e 47% (14), negativos. Apresentaram, individualmente, valores de retornos anormais acumulados significativos ao nível de 5%: Banestes, Dtcom, Gol, Net, Positivo, Redecard, Redecard 2 e Sanepar, o que representa 27% dos eventos analisados. O teste estatístico realizado apontou para a não significância estatística dos retornos anormais tratados como um grupo, o p-valor encontrado foi de 0,51. Ou seja, com base nos resultados encontrados, não se identifica estatisticamente um efeito da troca de diretores da área de marketing e comercial no preço das ações das empresas listadas na BOVESPA.

Os resultados obtidos nesta fase da pesquisa são semelhantes aos obtidos por Boyd, Chandy e Cunha Jr. (2010). Segundo esses autores, os retornos anormais não foram significativos em seu estudo ($p=0,49$) em razão da grande variação na reação do investidor a substituição de diretores de marketing, 46% das ações apresentaram alta e 54% queda, de maneira semelhante ao que ocorreu com as ações estudadas nessa dissertação.

6.2 ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS DAS VARIÁVEIS DE REGRESSÃO

Na fase posterior do estudo foram analisadas algumas características de cada evento em relação à empresa, ao setor de atuação e ao evento em si. Com relação às características dos executivos escolhidos para ocuparem o cargo de diretor de marketing nas empresas da amostra, verifica-se que 53% já possuíam experiência nessa função e 70% já havia trabalhado na firma.

Em 43,3% dos casos o evento envolveu a indicação de um executivo de marketing, enquanto que em 56,7% o cargo levava o nome de diretor comercial. A vasta maioria das empresas (90%) já possuía em seus organogramas essa função quando o evento ocorreu.

Com relação às características das companhias, apenas sete casos foram considerados como pertencendo a setores de alta-tecnologia segundo os padrões do BLS: BMF&BOVESPA (transações de ações e commodities); Embraer (manufatura ou montagem de aviões); Romi (manufatura de equipamentos industriais); Net (e Net2) e Vivo (Telecomunicações); Positivo (manufatura de computadores).

As frequências da presença ou não das características analisadas através de variáveis *dummy*: experiência na função e na empresa, indústria de alta tecnologia, cargo criado recentemente e o executivo atuar na área de marketing, são apresentadas na tabela 4.

Tabela 4 – Frequência das variáveis dicotômicas

Variável		Frequência	%
Experiência de Função	Sim	14	46,7%
	Não	16	53,3%
Experiência na Empresa	Sim	21	70,0%
	Não	9	30,0%
Indústria de Alta Tecnologia	Sim	7	23,3%
	Não	23	76,7%
Cargo recém Criado	Sim	3	10,0%
	Não	27	90,0%
Executivo de Marketing	Sim	13	43,3%
	Não	17	56,7%

Verifica-se uma grande variação em relação ao tamanho das empresas que compõe a amostra. A menor delas, a Dcom, possuía 49 funcionários na época do evento. Já a Brasil Foods possuía 2.318 vezes mais empregados que a Dcom, num total de 113.614. A mesma empresa foi identificada como possuindo o maior escopo de acordo com a classificação adotada. A companhia atua em seis segmentos de mercado diferentes: lácteos, margarinas, massas, carnes bovinas, suínas e de frango.

A razão *market-to-book* das empresas avaliadas resultou em uma média de 4,83, sendo os maior valores encontrados, respectivamente em Redecard, Redecard 2, Cielo e B2W, todas no período próximo ao evento possuíam valor de mercado mais de 10 vezes superior ao valor contábil. Essa última empresa atualmente possui índice *market-to-book* bastante inferior tanto em função do aumento do patrimônio líquido como também da queda no preço de suas ações, classificada, pela revista Exame, como a de pior desempenho entre as que compõe o Ibovespa em 2011. As medidas descritivas para essas variáveis encontram-se na tabela 5.

Tabela 5 – Estatísticas descritivas das variáveis independentes

Variável	Mínimo	Máximo	Média	Desvio-Padrão
<i>Market-to-book</i>	-2,70	25,20	4,83	7,23
Desempenho	-1,17%	75,37%	25,30%	18,80%
Escopo	1,0	6,0	1,9	1,3
Tamanho	49	113614	18266	31514

6.3 ANÁLISE BIVARIADA

A colinearidade é a expressão da relação (associação) entre duas variáveis independentes e pode ser medida através do coeficiente de correlação, de acordo com Hair *et al.* (2009). Quando o coeficiente de correlação é igual a um, a colinearidade é completa. Um coeficiente igual a zero indica que há falta de colinearidade. Quando o coeficiente de correlação possui o valor de um negativo, a colinearidade é perfeitamente reversa. A colinearidade pode ter um impacto decisivo no modelo de regressão, conforme Hair *et al.* (2009). Quando ela aumenta, a variância única, explicada por cada variável independente, diminui e o percentual da previsão compartilhada aumenta. Assim, quando variáveis com alta multicolinearidade (correlação de uma variável independente, com um conjunto de variáveis) são acrescentadas, a previsão geral aumenta mais vagarosamente. Por isso, realizou-se a análise da correlação de cada variável independente com as demais.

Nesta pesquisa, apenas dois casos apresentaram correlações significativas. A variável experiência na função mostrou-se estar inversamente relacionada à experiência na empresa. Outra correlação encontrada foi a da variável tamanho da empresa e seu escopo. Essa mesma relação foi observada no estudo de Boyd, Chandy e Cunha Jr. (2010) e deve ser novamente avaliada pelo fator de inflação da variância (FIV), tendo em vista que a presença de altas correlações ou multicolinearidade não necessariamente leve a estimadores ruins ou problemas no modelo (GUJARATI, 2006). A relação completa das correlações entre as variáveis independentes encontra-se na tabela 6.

Tabela 6 – Correlações das variáveis independentes

Variável		EF	EE	E	T	D	MB	AT	C	M
Exp. na Função (EF)	Pearson	1,000	-0,408	0,045	0,066	-0,063	-0,123	0,116	0,134	-0,009
	Sig. (2-t)		0,025	0,813	0,728	0,742	0,518	0,542	0,481	0,962
Exp. na Empresa (EE)	Pearson	-0,408	1,000	0,329	0,264	0,255	-0,180	0,017	-0,024	0,132
	Sig. (2-t)	0,025		0,076	0,159	0,175	0,342	0,928	0,899	0,486
Escopo (E)	Pearson	0,045	0,329	1,000	0,666	-0,007	-0,134	0,303	-0,052	0,196
	Sig. (2-t)	0,813	0,076		0,000	0,969	0,480	0,104	0,785	0,300
Tamanho (T)	Pearson	0,066	0,264	0,666	1,000	-0,086	-0,176	-0,134	-0,156	0,098
	Sig. (2-t)	0,728	0,159	0,000		0,650	0,352	0,481	0,410	0,606
Desempenho (D)	Pearson	-0,063	0,255	-0,007	-0,086	1,000	-0,185	0,001	-0,199	-0,002
	Sig. (2-)	0,742	0,175	0,969	0,650		0,328	0,997	0,291	0,992
Market-to-book (MB)	Pearson	-0,123	-0,180	-0,134	-0,176	-0,185	1,000	-0,242	-0,138	0,315
	Sig. (2-t)	0,518	0,342	0,480	0,352	0,328		0,198	0,465	0,090
Alta tecnologia (AT)	Pearson	0,116	0,017	0,303	-0,134	0,001	-0,242	1,000	0,342	0,313
	Sig. (2-t)	0,542	0,928	0,104	0,481	0,997	0,198		0,065	0,092
Cargo Criado (C)	Pearson	0,134	-0,024	-0,052	-0,156	-0,199	-0,138	0,342	1,000	-0,067
	Sig. (2-t)	0,481	0,899	0,785	0,410	0,291	0,465	0,065		0,724
Marketing (M)	Pearson	-0,009	0,132	0,196	0,098	-0,002	0,315	0,313	-0,067	1,000
	Sig. (2-t)	0,962	0,486	0,300	0,606	0,992	0,090	0,092	0,724	

6.4 ANÁLISE DE REGRESSÃO MÚLTIPLA

A análise de regressão é utilizada para analisar a relação entre a variável dependente (o retorno anormal acumulado) e as variáveis independentes. De acordo com Hair *et al.* (2009), o pesquisador normalmente tem algumas variáveis independentes que podem ser escolhidas para inclusão na equação de regressão. Em algumas situações, o conjunto dessas variáveis pode ser especificado exatamente e o modelo é usado em uma abordagem confirmatória. Em outras, o pesquisador pode usar a técnica de estimação para escolher algumas variáveis independentes com métodos de busca seqüencial ou combinatorial. Cada uma dessas abordagens pode auxiliar o pesquisador a encontrar o modelo de regressão mais adequado.

6.4.1 Abordagem confirmatória

Na primeira fase da análise multivariada, procurou-se testar as hipóteses previamente estabelecidas nesta dissertação. Desta forma, foi utilizada uma abordagem confirmatória, onde o pesquisador especifica completamente o conjunto de variáveis incluídas no modelo. Foram

testados dois modelos. Primeiramente com as variáveis de controle e posteriormente apenas com as variáveis presentes nas hipóteses do estudo.

A regressão do modelo incluindo como variáveis independentes a experiência na função, a experiência na empresa, alta tecnologia, escopo, tamanho e as variáveis de controle, a relação *market-to-book*, a recém criação do cargo e o cargo pertencer a área de marketing, apresentou um coeficiente de determinação (R^2) de 0,191 e um R^2 ajustado de -0,173. A estatística F apresenta o valor de 0,524 e indica que o modelo não possui significância estatística (0,84). Já o teste Durbin-Watson, o qual estuda as correlações dos termos de erro (MALHOTRA, 2006), apontou que não há evidência de autocorrelação entre os resíduos. Esses resultados encontram-se na tabela 6.

Tabela 6 – Resultados do modelo 1

	Item	Valor
Resultados do modelo	R ²	0,191
	R ² ajustado	-0,173
	Durbin-Watson	2,076
Anova	F	0,524
	Sig.	0,840

Verifica-se que neste modelo nenhuma das variáveis independentes, incluindo as de controle, apresentaram significância estatística, como demonstrado pela tabela 7. Tendo em vista os resultados encontrados, em especial a diferença entre R^2 e R^2 ajustado, buscou-se a redução das variáveis do modelo com a exclusão das variáveis de controle.

Tabela 7 – Desempenho das variáveis independentes do modelo 1

	Coeficientes não padronizados		Coeficientes padronizados	t	Sig.	Colinearidade	
	B	Erro padrão	B			Tolerância	FIV
Constante	-0,045	0,071		-0,625	0,539		
Exp. na Função	0,016	0,029	0,134	0,571	0,574	0,736	1,358
Exp. na Empresa	0,042	0,034	0,312	1,209	0,241	0,609	1,642
Escopo	0,002	0,013	0,041	0,152	0,881	0,547	1,830
Tamanho	0,000	0,010	-0,030	-0,095	0,925	0,403	2,481
Desempenho	-0,005	0,024	-0,057	-0,206	0,839	0,536	1,866
<i>Market-to-book</i>	0,012	0,015	0,200	0,754	0,460	0,574	1,743
Alta Tecnologia	0,056	0,041	0,388	1,383	0,182	0,515	1,942
Criado o Cargo	-0,044	0,048	-0,217	-0,922	0,362	0,731	1,368
Marketing	-0,015	0,035	-0,121	-0,423	0,677	0,495	2,018

Os resultados da regressão do modelo sem as variáveis de controle, apenas com a experiência na função, a experiência na empresa, alta tecnologia, escopo e tamanho são descritos na tabela 8. Esse modelo apresentou R^2 de 0,130, inferior ao do modelo anterior e R^2 ajustado de -0,096, esse superior aos resultados do modelo com as variáveis de controle. Entretanto, a estatística F encontrada foi de 0,575, apontando novamente para a não significância do modelo.

Tabela 8 – Resultados do modelo 2

	Item	Valor
Resultados do modelo	R^2	0,130
	R^2 ajustado	-0,096
	Durbin-Watson	2,100
Anova	F	0,575
	Sig.	0,746

Da mesma forma, as variáveis independentes não apresentaram significância estatística nesse modelo, tendo em vista as informações expostas na tabela 9.

Tabela 9 – Desempenho das variáveis independentes do modelo 2

	Coeficientes não padronizados		Coeficientes padronizados			Colinearidade	
	B	Erro padrão	B	t	Sig.	Tolerância	FIV
Constante	-0,024	0,061		-0,394	0,697		
Exp na Função	0,009	0,027	0,075	0,340	0,737	0,773	1,294
Exp na Empresa	0,031	0,032	0,233	0,965	0,345	0,650	1,538
Alta tecnologia	0,031	0,030	0,211	1,013	0,321	0,595	1,681
Escopo	0,006	0,012	0,121	0,478	0,637	0,562	1,778
Tamanho	-0,002	0,009	-0,060	-0,233	0,818	0,733	1,365
Desempenho	-0,003	0,020	-0,036	-0,160	0,874	0,871	1,148

6.4.2 Abordagem de busca sequencial

Em uma segunda etapa da análise multivariada, buscou-se averiguar se poderia existir alguma outra relação entre a variável dependente e as independentes, distinta ao que fora especificado nos modelos confirmatórios através de uma abordagem de busca sequencial. Tal abordagem fornece um método objetivo para selecionar as variáveis que maximizam a previsão do modelo, ao mesmo tempo em que busca encontrar um número parcimonioso de

variáveis preditivas (HAIR *et al.*, 2009). Assim, procurou-se encontrar dentre todas as variáveis utilizadas no estudo alguma combinação que se mostrasse associada à variável dependente.

Outra relação testada nessa fase do estudo foi a de moderação entre as variáveis. No estudo original, Boyd, Chandy e Cunha Jr. (2010) utilizam um dos fatores da liberdade administrativa em relação a características da firma como a variável principal e as demais como moderadoras, com resultados significativos.

O efeito moderador ocorre quando uma outra variável faz com que a relação entre um par de variáveis dependente-independente mude. O mais comum é chamado de quase moderador, onde o coeficiente angular da relação de uma variável independente muda ao longo de valores da variável moderadora (HAIR *et al.*, 2009). Baron e Kenny (1986) completam afirmando que, em termos gerais, um moderador é uma variável qualitativa ou quantitativa que afeta a direção ou força da relação entre uma variável independente ou preditora e uma variável dependente.

Mais especificamente, de acordo Baron e Kenny (1986), um moderador é uma terceira variável que afeta a correlação de ordem zero entre duas outras variáveis. Um efeito moderador básico, pode ser representado como a interação entre uma variável focal independente que especifica as condições apropriadas para sua operação (BARON; KENNY, 1986).

Para a realização da busca seqüencial, utilizou-se o processo de eliminação *backward*, em que se inicia com uma equação de regressão incluindo todas as variáveis independentes e então se elimina as que não contribuem significativamente (HAIR *et al.*, 2009). Diversos modelos foram encontrados, o que melhor preencheu os critérios estatísticos e empíricos utiliza-se das características individuais do executivo - experiência na função e da experiência na empresa - como variáveis moderadoras e das características da empresa como variáveis independentes: tamanho da empresa, escopo, alta tecnologia; como variável de controle se mostrou significativa a que representa se o cargo foi recém criado.

Tabela 10 – Resultados do modelo 3

	Item	Valor
	R ²	0,581
Resultados do modelo	R ² ajustado	0,360
	Durbin-Watson	2,297
Anova	F	2,63
	Sig.	0,03

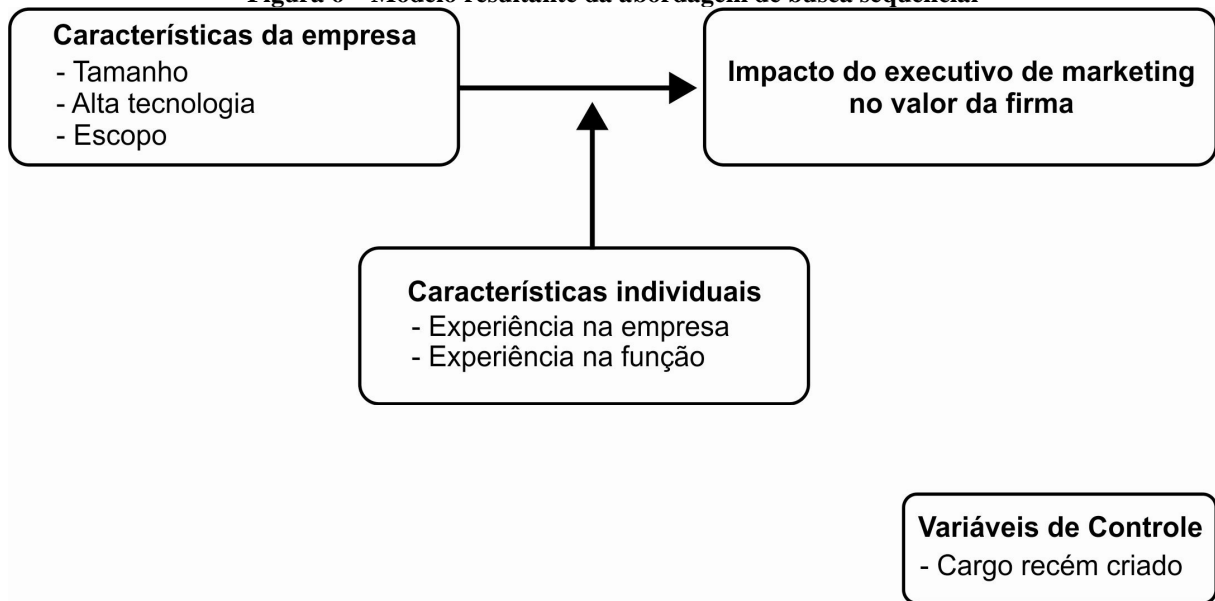
De acordo com a tabela 10, o modelo testado apresentou uma estatística F de 2,63 e é significativo ao nível de 0,05. Já o teste Durbin-Watson aponta que não há evidência de autocorrelação entre os resíduos. Com um coeficiente de determinação de 0,581 e ajustado de 0,360 identifica-se um superajuste do modelo, o qual possivelmente se deve a um número pequeno de observações em relação ao número de variáveis independentes. Não obstante, o coeficiente ajustado de determinação não respondeu a uma diminuição do número de variáveis do modelo. Na tabela (11) abaixo, é possível observar o desempenho das variáveis independentes, onde a moderação é descrita por EE para experiência na empresa e EF para experiência na função:

Tabela 11 – Desempenho das variáveis independentes do modelo 3

	Coeficientes não padronizados		Coeficientes padronizados			Colinearidade	
	B	Erro padrão	B	t	Sig.	Tolerância	FIV
Exp. na Empresa	0,063	0,025	0,472	2,538	0,020	0,638	1,567
Alta Tecnologia	0,057	0,026	0,391	2,210	0,040	0,705	1,418
Alta Tecnologia (EE)	0,031	0,016	0,479	1,944	0,067	0,363	2,754
Tamanho (EE)	0,010	0,011	0,151	0,941	0,358	0,855	1,170
Cargo Criado (EE)	-0,036	0,014	-0,584	-2,531	0,020	0,414	2,414
Exp. na Empresa(EF)	-0,015	0,013	-0,224	-1,206	0,243	0,640	1,562
Alta Tecnologia (EF)	0,028	0,014	0,441	1,968	0,064	0,439	2,276
Tamanho (EF)	0,003	0,001	0,398	2,194	0,041	0,670	1,492
Cargo Criado (EF)	-0,147	0,044	-0,759	-3,308	0,004	0,420	2,383
Escopo (EF)	-0,023	0,011	-0,373	-2,042	0,055	0,661	1,512

Destaca-se que nesse modelo (ilustrado na figura 6) obtiveram significância estatística, ao nível de 0,05, as variáveis experiência na empresa, alta tecnologia, cargo criado (EE), cargo criado (EF) e tamanho (EF). Não se observou nenhum valor de FIV próximo ao que seria considerado crítico. A estatística FIV é uma medida da variação de quanto a variância de cada coeficiente de regressão estimado aumenta devido a multicolinearidade (FÁVERO *et al.*, 2009). Hair *et al.* (2009) afirmam que valores acima de quatro podem ser considerados elevados e Fávero *et al.* (2009) dizem que na prática podem ser considerados elevados valores acima de cinco. Ou seja, não se verifica um alto grau de multicolinearidade no modelo testado.

Figura 6 – Modelo resultante da abordagem de busca seqüencial



Fonte: elaborado pelo autor

6.5 DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

O modelo inicialmente testado na análise de regressão não obteve significância estatística. As relações diretas, propostas entre as variáveis independentes e a variável dependente não se confirmaram, nem, tampouco, a relação direta entre as variáveis de controle e a variável dependente. Portanto, não se identificou um efeito direto da liberdade administrativa (pelo menos no que diz respeito às características da liberdade administrativa selecionadas para esta pesquisa) e o retorno anormal gerado pela mudança de altos executivos de marketing e comerciais nas empresas listadas na BOVESPA.

Todavia, em um segundo momento da análise dos dados dessa pesquisa, buscou-se averiguar se poderia existir alguma outra relação entre a variável dependente e as independentes, distinta ao que fora especificado nos modelos confirmatórios por meio de uma abordagem de busca seqüencial. Como sugerido pelo trabalho de Boyd, Chandy e Cunha Jr. (2010), poderia haver alguma relação de moderação entre as características da liberdade administrativa, ou seja, alguma variável que modificasse a relação entre as demais variáveis independentes e a dependente. Dessa forma, foram testadas as características individuais do executivo como variável moderadora das demais, o que resultou em um modelo estatisticamente significativo. Demonstrando que a relação entre as características da firma e

o retorno anormal obtido no evento é moderada pelas características individuais do executivo. A diferença entre os retornos anormais acumulados entre as empresas que contrataram um executivo que já havia trabalhado na empresa ou não, é mostrada na figura 7.

Figura 7 – Retorno anormal acumulado médio e experiência na empresa



Fonte: elaborado pelo autor

A análise de dados revelou que executivos provenientes de outras empresas, que não haviam atuado pela empresa que os contratou, levaram a um retorno anormal médio negativo durante a janela do evento (-1,3%). Enquanto que executivos que já haviam atuado na mesma firma, levaram a um retorno anormal médio positivo (1,6%). Isto indica que os acionistas percebem mais positivamente a indicação de executivos de marketing ou comerciais que são provenientes de dentro da empresa ou que já fizeram parte da empresa. Ao mesmo tempo em que penalizam as empresas que contratam executivos de fora.

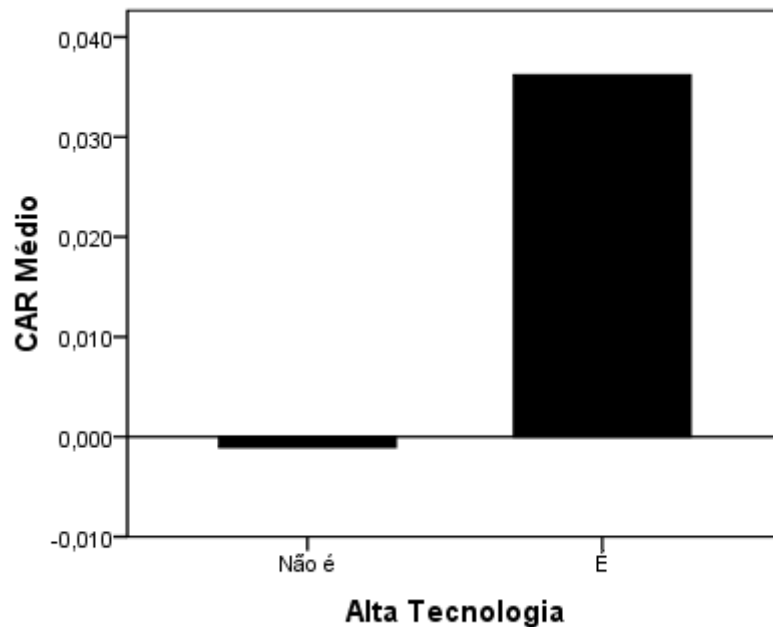
Este resultado aponta a não confirmação das hipóteses H2a e H2b. As quais indicavam que um executivo vindo de fora criaria mais valor para o acionista porque teria mais liberdade administrativa. De acordo com Peteraf e Shanley (1997), um *outsider* traz novas perspectivas e comportamentos que podem modificar rotinas e atitudes da alta administração.

Dessa forma, destaca-se que aparentemente o investidor do mercado brasileiro valoriza o executivo que já trabalhou na empresa e, portanto, pelo menos nesse quesito, não são as mudanças proporcionadas pelas novas perspectivas e comportamentos que fazem com que

exista a criação de valor. Potencialmente o que é valorizado pelo investidor da BOVESPA é o fato do executivo já conhecer previamente os processos, rotinas, cultura e outras características da organização.

Observou-se também que a mudança de executivos de marketing ou comerciais cria mais valor em empresas de alta tecnologia da BOVESPA, de acordo com a figura 8. Em empresas que não fazem parte de setores altamente tecnológicos o retorno anormal acumulado foi em média praticamente nulo. Já nas indústrias de alta tecnologia o retorno anormal acumulado médio foi de 3,6%. Esse resultado também indica que a liberdade administrativa não foi um fator decisivo nessa relação, pois seria esperado que nos setores de alta tecnologia a empresa fosse direcionada por outras áreas e não pela área de marketing.

Figura 8 – Retorno anormal acumulado médio e alta tecnologia

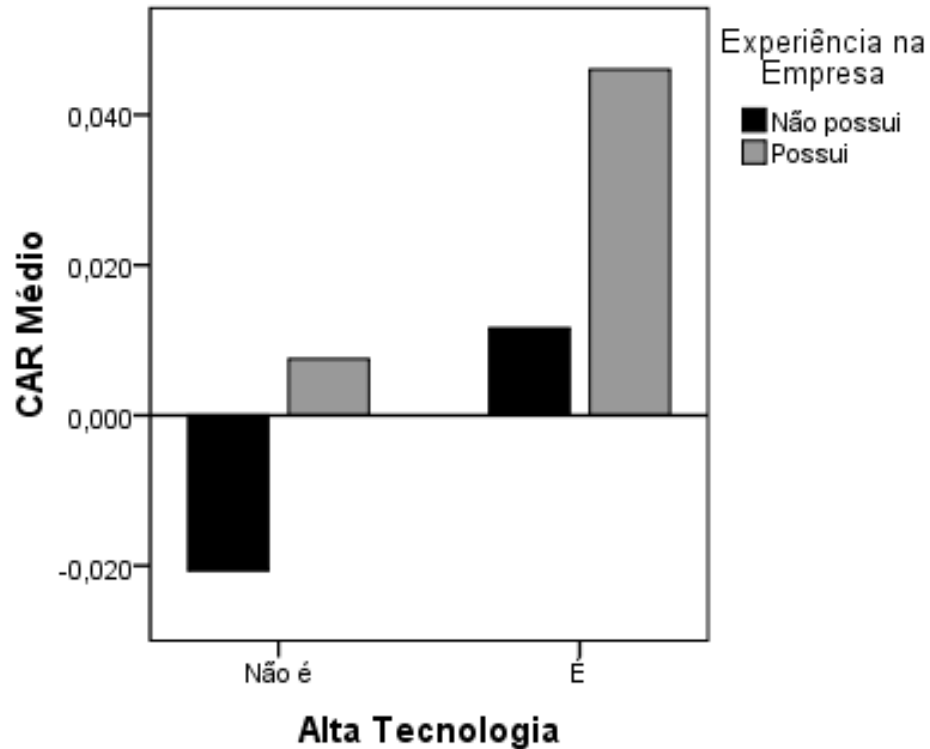


Fonte: elaborado pelo autor

O mesmo resultado parece ocorrer quando se compara a experiência na empresa e alta tecnologia com o retorno anormal (figura 9). Tanto em empresas que compõe segmentos de alta tecnologia quanto em empresas que não compõe, foi criado mais valor quando o executivo possuía experiência na empresa. O único retorno anormal acumulado médio negativo ocorreu nos eventos em que o executivo não possuía experiência na empresa e esta não era de um setor de alta-tecnologia (-0,2%). Nos setores que não são de alta tecnologia, quando o executivo possuía experiência na empresa, o retorno anormal acumulado médio foi

de 0,7%. Em setores de alta tecnologia, o retorno anormal acumulado médio foi de 1,1% quando os executivos não possuíam experiência na empresa e de 4,6% quando possuíam.

Figura 9 – Retorno anormal acumulado médio, experiência na empresa e alta tecnologia

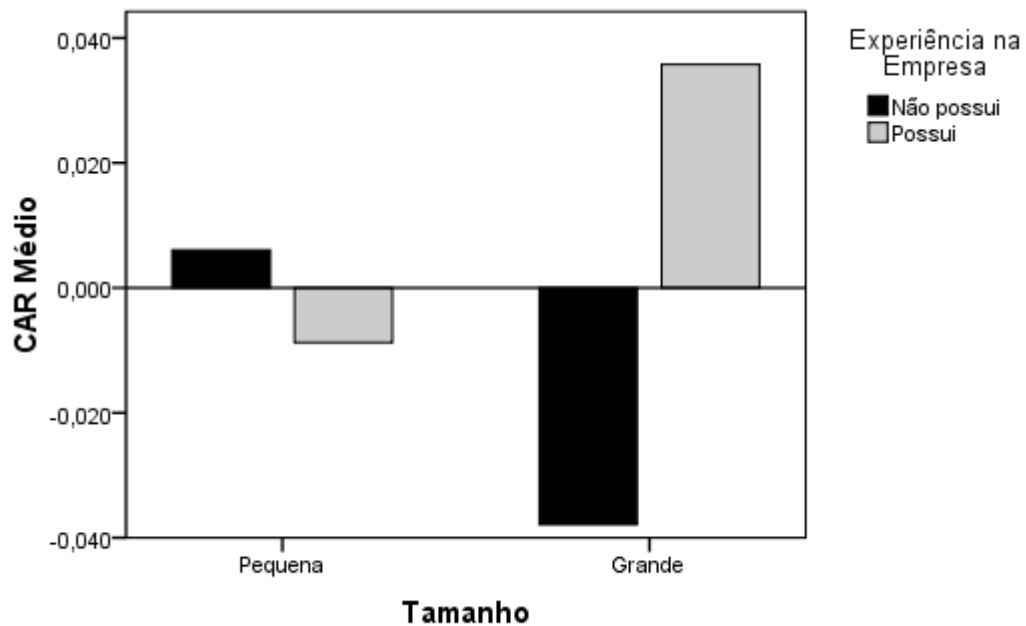


Fonte: elaborado pelo autor

De acordo com a figura 10, nas empresas menores houve diferença entre *outsiders* (0,6%) e *insiders* (-0,8%), de forma que foram, na média, mais valorizadas as firmas que contrataram executivos de fora. Enquanto que as que escolheram executivos que já haviam atuado pela organização perderam valor. O que indica que nesses casos, potencialmente, é bem vinda a nova perspectiva introduzida pelo *outsider* e a possível modificação na alta administração da empresa.

Nas grandes empresas a diferença foi mais perceptível e a relação foi contrária. O valor para o acionista foi maior quando o executivo contratado já possuía experiência na empresa (3%) em detrimento das demais (-3%). Este último resultado corrobora com o que foi discutido sobre a relação da experiência na empresa e o retorno anormal acumulado médio.

Figura 10 – Retorno anormal acumulado médio, experiência na empresa e tamanho da empresa

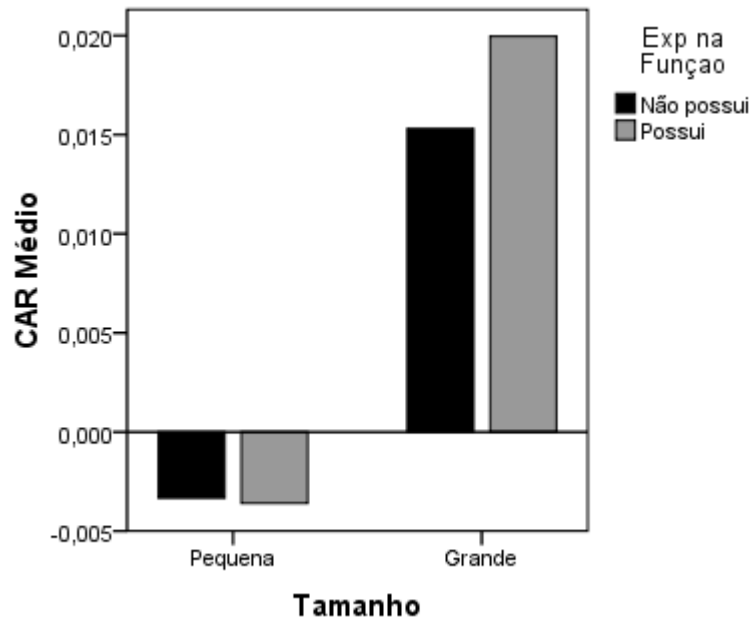


Fonte: elaborado pelo autor

A figura 11 apresenta a relação entre as variáveis tamanho da empresa e experiência na função e o retorno anormal acumulado médio.

Nas empresas de menor tamanho, houve uma pequena diferença no retorno anormal médio entre firmas que selecionaram executivos com experiência na função (-0,33%) ou sem (-0,35%). Esse resultado vai ao encontro do observado na comparação de tamanho e experiência na empresa, no sentido de que nas empresas pequenas a variação do retorno anormal acumulado médio, provocada pelas características individuais, foi relativamente menor. Isso indica que o investidor parece não ser tão sensível às características individuais do executivo de marketing ou comercial em empresas pequenas. Já nas empresas grandes, a diferença foi maior, criou-se mais valor quando o executivo escolhido já possuía experiência na função (2%) do que quando não possuía (1,5%).

Figura 11 – Retorno anormal acumulado médio, experiência na função e tamanho

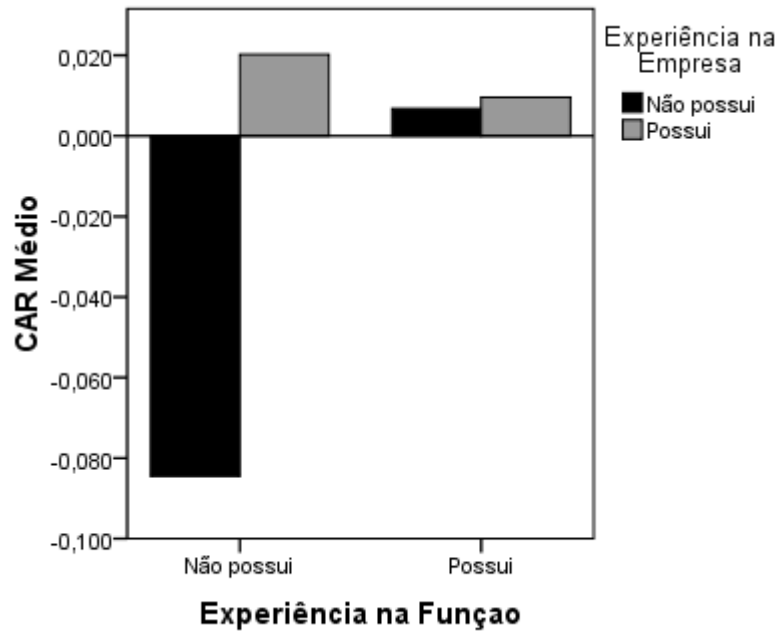


Fonte: elaborado pelo autor

A relação entre as características individuais do executivo e o retorno anormal médio do evento é mostrada na figura 12.

Quando o executivo não possuía experiência na firma, tampouco experiência na função, ocorreu perda de valor de -8,4% na média. Quando possui apenas experiência na função o retorno anormal médio foi de 2%, apenas experiência na empresa foi de 0,6% e com ambas foi de 0,9%. Isso demonstra que os investidores do mercado brasileiro parecem penalizar (pesadamente, se comparado com os outros quesitos estudados nesta dissertação) empresas que contratam, para diretores de marketing ou comerciais, indivíduos sem experiência no cargo e sem conhecimento da organização pela qual irão atuar.

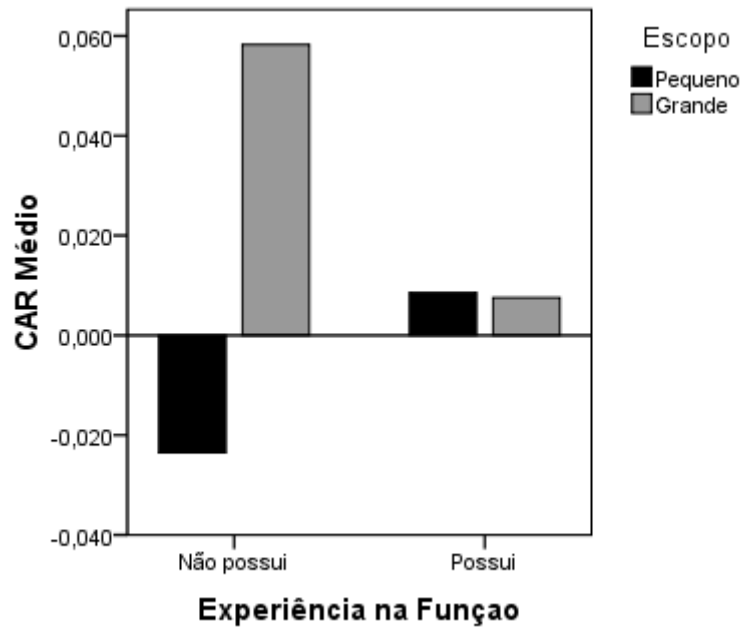
Figura 12 – Retorno anormal acumulado médio, experiência na função e experiência na empresa



Fonte: elaborado pelo autor

O executivo possuir experiência na função não levou a uma grande variações no retorno anormal acumulado médio em decorrência de escopos pequenos (0,8%) ou grandes (0,7). Por outro lado, identificou-se uma diferença maior quando o executivo não possuía experiência na função, conforme a figura 13. O retorno anormal acumulado médio em firmas de escopo pequeno quando o executivo não possuía experiência na função foi de -2,3%, nas de escopo superior à média o retorno anormal acumulado foi de 5,8%. Novamente, essa informação é contrária ao esperado pela literatura de liberdade administrativa.

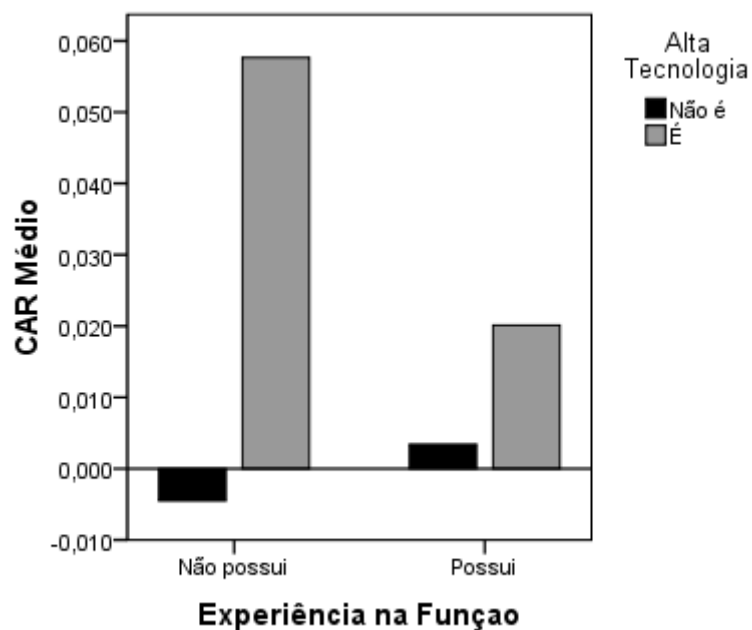
Figura 13 – Retorno anormal acumulado médio, experiência na função e escopo



Fonte: elaborado pelo autor

Esperava-se que em escopos maiores e com experiência na função o retorno fosse superior. Todavia, os dados apontaram para um retorno maior quando não há experiência na função. A mesma situação é encontrada quando se compara a experiência na função com o pertencimento a setores de alta tecnologia, o que aparece na figura 14.

Figura 14 – Retorno anormal acumulado médio, experiência na função e alta tecnologia



Fonte: elaborado pelo autor

Portanto, os resultados obtidos através da análise multivariada dos dados apontam para uma relação entre as características do executivo contratado, da empresa que o contratou e a reação do investidor a essa mudança na alta administração da companhia.

A experiência na função, por si só, não apresentou relação estatisticamente significativa com o retorno anormal acumulado. Isso pode ser atribuído talvez, ao fato de que alguns executivos da amostra, embora não houvessem trabalhado como diretores de marketing, já haviam, notadamente, ocupado cargos na alta administração em outras empresas. Essa experiência em outros cargos de direção pode atenuar a falta de experiência na função de marketing à medida que o tenha colocado diversas vezes em situações de diálogo com a área e o tenha proporcionado o desenvolvimento de competências úteis a um executivo. Além disso, pode dar ao administrador uma maior capacidade de enxergar e criar alternativas de ação, o que poderia atenuar o impacto negativo da falta de experiência na função de acordo com a literatura de liberdade administrativa (HAMBRICK *et al.*, 2004).

Por outro lado, a experiência na empresa se mostrou estatisticamente significativa como moderadora de outras variáveis e como variável independente por si só. Percebe-se nessa pesquisa, que as empresas listadas na BOVESPA, que escolhem executivos com experiência interna, dão um passo importante para a criação de valor para o acionista.

A diferença média de retorno anormal durante a janela do evento entre as empresas que escolheram um *insider* em detrimento de um *outsider* foi de 2,9%. Assim, percebe-se que os investidores do mercado brasileiro não veem, ou não reagem, à experiência na empresa, da maneira como sugerem Boyd, Chandy e Cunha Jr. (2010). Na pesquisa desses autores, a escolha de um *insider* é vista como um potencial endosso do status *quo*, enquanto que a de um *outsider* apresenta-se como uma tentativa de mudança que acaba por impactar positivamente a capitalização de mercado da empresa.

Já de acordo com os resultados encontrados nessa dissertação, o fato de o executivo ser um *insider* é visto como uma característica desejável no mercado brasileiro, possivelmente porque sua experiência passada o fornece conhecimento da organização e do setor e relacionamentos já estabelecidos com outros atores da organização. Essas duas características podem levar a um maior impacto do executivo na organização (CROSSLAND; HAMBRICK, 2011).

A relação entre tamanho e experiência na função também se mostrou significativa, apontando para a importância de o executivo possuir experiência na função em empresas de tamanho maior. A diferença observada nas empresas maiores em função da experiência na empresa foi relativamente ampla (6%). Nas empresas grandes, quando o executivo não

possuía experiência na empresa, o retorno anormal médio foi de 3% negativo, quando possuía, foi de 3% positivo. Por isso, percebe-se que nas empresas maiores, do mercado brasileiro, o executivo de marketing ser um *insider* (*outsider*) é bastante relevante para a criação (destruição) de valor para o acionista. Esse resultado corrobora com o que já foi abordado. Possivelmente os relacionamentos prévios e o conhecimento do setor de atuação sejam mais valorizados pelo investidor do mercado brasileiro, do que uma possível mudança de rumo da área de marketing, especialmente em empresas grandes.

A relevância da experiência do executivo de marketing e da área comercial é ainda mais observável na relação entre as duas características individuais e o retorno anormal acumulado médio. O mercado brasileiro parece punir as empresas que escolhem executivos sem experiência para essa função. Na média o retorno anormal observado nos casos em que o executivo não possuía experiência na função e não havia trabalhado na empresa que o contratou foi de -8,4%.

7 CONCLUSÕES

O executivo é uma figura indispensável nas organizações. Dentre outras coisas, ele serve como canal de comunicação através do qual acontece a coordenação e a administração da empresa. O executivo responsável pela área de marketing, normalmente chamado de diretor de marketing no Brasil, é o principal administrador com responsabilidade sobre as estratégias mercadológicas da organização e pode oferecer grande ajuda em questões fundamentais para a empresa, como a relação com os clientes.

Apesar de sua importância para o alcance de todo o potencial da firma, a imagem que este profissional possui atualmente não parece ser das melhores. O diretor de marketing é um dos cargos mais vulneráveis a demissões, sua rotatividade é extremamente alta em comparação a outros executivos e a insatisfação com seu desempenho também é mais comum. A importância e controversa situação do diretor de marketing motivaram sua escolha como tema desta dissertação.

No ano de 2010, Boyd, Chandy e Cunha Jr. publicaram o artigo “*When do chief marketing officers affect firm value? A customer explanation power*” no *Journal of Marketing Research*, o qual serviu de inspiração e base para a realização dessa pesquisa.

Nessa dissertação, em um primeiro momento, realizou-se um estudo de evento a fim de se observar as diferenças entre o retorno previsto, através do modelo de retornos ajustados ao mercado, e o realmente observado no momento em que as empresas listadas na BOVESPA substituíram seu principal executivo de marketing ou da área comercial. O retorno identificado não apresentou uma única tendência, por vezes foi positivo, outras, negativo.

Posteriormente, foram identificados na literatura algumas variáveis que poderiam explicar essas variações no retorno do evento. As principais variáveis encontradas dizem respeito a características do executivo que assumiu a função e da própria empresa. Em uma abordagem confirmatória, verificou-se que um modelo contendo todas essas variáveis, em uma relação direta com o retorno, não apresentou significância estatística. A partir do que fora sugerido por Boyd, Chandy e Cunha Jr. (2010), investigou-se também a possibilidade de um efeito moderador entre as variáveis, o qual se confirmou e resultou em um modelo estatisticamente significativo.

A relação encontrada entre as características do evento e o retorno anormal foi, em geral, contrária ao hipotetizado. Esse resultado não é incompatível com a teoria, apenas com o esperado no estudo e com o observado na pesquisada publicada no *Journal of Marketing*

Research. No entanto, a literatura de liberdade administrativa não é rígida quanto a qual efeito esperar.

Por exemplo, a experiência na empresa pode aumentar a liberdade administrativa à medida que fornece um maior conhecimento para o executivo sobre a própria realidade da organização, quem são os atores políticos mais importantes, como se comporta o consumidor, relacionamentos anteriores com os outros executivos, funcionários e outros atores. Ou ainda, pode reduzir a liberdade administrativa em relação a um *outsider*, ao torná-lo menos propenso a enxergar potenciais mudanças e mais acostumado aos comportamentos vigentes.

Esta dissertação mostrou que há uma relação entre as características do executivo contratado (experiência na empresa e na função), da empresa que o contratou (tamanho, escopo, setor de alta tecnologia) e a reação do investidor a essa mudança na alta administração das empresas listadas na BOVESPA. Escolher para ocupar o cargo uma pessoa que já trabalhou pela empresa cria mais valor para o acionista do que escolher um profissional de fora.

Já a experiência na função não incrementou o modelo de regressão por si só, possivelmente porque outras experiências do executivo podem auxiliá-lo a enfrentar o desafio de dirigir a área de marketing. Entretanto, utilizada como variável moderadora, se mostrou relacionada com o retorno anormal e foi possível verificar que em empresas grandes foi criado mais valor para o acionista quando o executivo já havia trabalhado na área de marketing.

A falta de experiência na função e na empresa levou a um retorno anormal negativo de 8,4% na média, para as empresas estudadas. Uma perda relativamente grande, sugerindo que a experiência do executivo, que assume o cargo de diretor de marketing ou diretor comercial, é relevante para o investidor brasileiro e ainda mais relevante é a escolha de um executivo sem pelo menos uma dessas experiências.

Assim, verifica-se que foram identificadas características das empresas listadas na BOVESPA e dos executivos escolhidos que possuem relação com a diferença entre o retorno previsto e o observado, quando houve a substituição do diretor de marketing. A identificação dessas características contribui com empresas e acionistas ao apontar aspectos que influenciam ou podem influenciar a reação do mercado à escolha de um determinado executivo. Dessa forma, nota-se que o objetivo geral desta dissertação foi alcançado. Quanto aos objetivos específicos, estes também foram atingidos, pois foram identificadas as trocas de diretores de marketing nas empresas listadas na BOVESPA, ao todo somando oitenta casos; foi estudado o efeito dessa modificação no valor para o acionista, embora não tenha sido

observado um efeito estatisticamente significativo; e, por fim, através de uma busca seqüencial na análise de regressão, foram determinados fatores que afetam o valor criado por esse evento.

7.1 LIMITAÇÕES E INDICAÇÕES PARA FUTURAS PESQUISAS

Esta dissertação de mestrado possui algumas limitações. Inicialmente o tamanho da amostra da pesquisa foi inferior ao ideal, pois de acordo com Hair *et al.* (2009), um mínimo de cinco observações por variável independente de regressão podem ser necessárias para garantir o poder estatístico da análise de regressão múltipla. Esse fato pode ter impactado no sentido de dificultar a observação de relações entre as variáveis independentes e dependente, como também influenciar os coeficientes de regressão.

A busca por informações secundárias foi prejudicada pela falta de padronização de certos dados, em especial a variável que visa a medir o escopo das empresas. No estudo de Boyd, Chandy e Cunha Jr. (2010), essa informação era padronizada de acordo com um órgão regulamentador. Já nesta dissertação, foi medida de acordo com as diretrizes do relatório anual de cada empresa. Também não foram encontradas informações claras sobre a presença ou não de consumidores poderosos nas empresas que acabaram por compor a amostra. Isso impossibilitou a utilização do modelo exatamente igual ao dos autores. Limitação e ao mesmo tempo oportunidade para se buscar relações diferentes entre as variáveis.

Além disso, a pequena amostra impossibilitou a inserção de um maior número de variáveis que poderiam auxiliar o modelo de regressão, tendo em vista que a literatura de liberdade administrativa traz muitas características com esse potencial.

Dessa forma, esse estudo se beneficiaria de uma replicação futura quando o número de eventos for superior e constitua uma amostra mais robusta, o que poderia ocorrer em dois ou três anos se a frequência desses acontecimentos se mantiver. Ou ainda, em outro mercado que já possua esse número de substituições de diretores de marketing em empresas listadas em bolsa, com liquidez.

Outra sugestão é a utilização de uma variável que distinga os executivos que, embora não tenham atuado na área de marketing, já possuam experiência em funções afins daqueles que estão atuando como executivos de primeiro escalão pela primeira vez, visto que isso pode

ter impossibilitado a identificação da variável experiência na função como relacionada diretamente com o retorno anormal.

REFERÊNCIAS

ANDERSON, D.; SWEENEY, D.; WILLIAMS, T. **Estatística aplicada à administração e economia**. Trad. Luiz Sérgio de Castro Paiva. 2 ed. São Paulo: Pioneira Thompson Learning, 2005.

BARNARD, C. **As funções do executivo**. 8 ed. traduzida. São Paulo: Atlas, 1971.

BARNEY, J. B. Firm resources and sustained competitive advantage. **Journal of Management**, v. 17, p. 99-120, 1991.

BENNETT, R. Reaching the board: factors facilitating the progression of marketing executives to senior positions in British companies. **British Journal of Management**, v. 20, p. 30–54, 2009.

BERTHON, P.; PITT, L.; EWING, M.; CARR, C. L. Potential Research Space in MIS: A Framework for Envisioning and Evaluating Research Replication, Extension, and Generation. **Information Systems Research**, v. 13, n. 4, p. 416-427, 2002.

BOYD, D. E.; CHANDY, R. K.; CUNHA JR. M. C. When do chief marketing officers affect firm value? a customer power explanation. **Journal of Marketing Research**, v. 47, p. 1162-1176, 2010.

BROWN, S. J.; WARNER, J. B. Measuring security price performance. **Journal of Financial Economics**, v. 8, p. 205-258, 1980

BRUNSTEIN, J.; BOULOS, S. A dimensão política das competências dos executivos em sua relação com os stakeholders. In: Encontro da ANPAD, 33, 2009, São Paulo.

CAVALCANTE, L. R. M. T.; BRUNI, A. L.; COSTA, F. J. M. Sustentabilidade empresarial e valor da empresa: um estudo de eventos no mercado brasileiro de ações. In: Encontro da ANPAD, 32, 2008, Rio de Janeiro.

CAMARGOS, M. A.; BARBOSA, F. V. Estudos de evento: teoria e operacionalização. **Caderno de Pesquisas em Administração**, São Paulo, v. 10, n. 3, p. 1-20, julho/setembro 2003.

CHRISTENSEN, C. M.; BOWER, J. L. Customer power, strategic investment, and the failure of leading firms. **Strategic Management Journal**, v. 17, n. 3, p. 197–218. 1996.

COMMANDER, C.; WILSON, M.; STEVENSON, J. **The evolved CMO**. 2007.

COURT, D. The evolving role of the CMO. **McKinsey Quarterly**, v. 3, p. 28–39. 2007

CROSSLAND, C.; HAMBRICK, D. C. Differences in managerial discretion across countries: how nation-level institutions affect the degree to which ceos matter. **Strategic Management Journal**, v. 32, i. 8, p. 797–819, 2011.

DAY, G; FAHEY, L. Valuing Market Strategies. **Journal of Marketing**, v.52, 45-57, July 1988.

EASLEY, R. W.; MADDEN, C. S. e DUNN, M. G. Conducting Marketing Science: The Role of Replication in the Research Process. **Journal of Business Research**, v. 48, n. 1, p. 83-92, 2000.

FÁVERO, L. *et al.* **Análise de dados: modelagem multivariada para tomada de decisões**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

FAYOL, H. **Administração industrial e geral**. 9 ed. São Paulo: Atlas, 1984.

GASKI, F.; NEVIN, J. R. The differential effects of exercised and unexercised power sources in a marketing channel. **Journal of Marketing Research**, v. 22, p. 130–142. 1985.

GELETKANYCZ, M. A.; HAMBRICK, D. C. The external ties of top executives: implications for strategic choice and performance. **Administrative Science Quarterly**, v. 42, p. 654-681, 1997.

GOLL, I.; JOHNSON, N. B.; RASHEED, A. A. Top management team demographic characteristics, business strategy, and firm performance in the US airline industry. **Management Decision**, v. 46, n.2, p.201-222, 2008

GUJARATI, N. **Econometria básica**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006.

GURGUL, H.; MAJDOSZ, P. Stock prices and resignation of members of the board: the case of the warsaw stock exchange. **Managing Global Transitions**, v. 5, n. 2, p. 179–192, 2007.

HADDEN, N.; DUCKWORTH, G. What have they got that you haven't? **Marketing**, v. 7, .p. 30-32, 2005.

HAIR, J. *et al.*, **Análise multivariada de dados**. Trad. Adonai Schlup Sant'Anna. 6 ed. Porto Alegre: Bookman, 2009.

HAMBRICK, D. C. Executives and strategy: a response by donald hambrick. **European Management Journal** . v. 20, n. 1, p. 20–34, 2002.

HAMBRICK, D. C. *et al.* Isomorphism in reverse: institutional theory as an explanation for recent increases in intraindustry heterogeneity and managerial discretion. **Research in Organizational Behavior**, v. 26, p. 307-350, 2004.

HANSENS, D. M.; RUST, R. T.; SRIVASTAVA, R. K. Marketing strategy and Wall Street: nailing down marketing's impact. **Journal of marketing**, v. 73, p. 115-118, 2009.

JARQUE, A. CEO Compensation: trends, market changes, and regulation. **Economic Quarterly**, v. 94, n. 3, p. 265–300, 2008.

KAHIL, G. B2W, pior ação do Ibovespa em 2011, pode continuar patinando. 2012. Disponível em: <<http://exame.abril.com.br/mercados/noticias/b2w-pior-acao-do-ibovespa-em-2011-pode-continuar-patinando>>, Acesso em 15 de janeiro de 2012.

LEHMANN, D. R. Linking marketing to financial performance and firm value. **Journal of marketing**, v. 68. p. 73-75, 2004.

LIM, S. C. LUSCH, R. F. Sales margin and margin capitalization rates: linking marketing activities to shareholder value. **Journal of the Academy of Marketing Science**, 2010.

LUKAS, B. A.; WHITWELL, G. J.; DOYLE, P. How can a shareholder value approach improve marketing's strategic influence? **Journal of Business Research**, v. 58, p. 414–422, 2005.

LUZ, S. G.; SILVA, R. N. S.; COELHO, P. S. A influência da divulgação do índice de sustentabilidade empresarial sobre os preços das ações no Brasil e nos Estados Unidos: Um estudo de eventos nos anos de 2005 a 2007. In: Encontro da ANPAD, 32, 2008, Rio de Janeiro.

MACHADO, M. R.; MACHADO, M. A. V. Retorno acionário e adesão ao índice de sustentabilidade empresarial da Bovespa: um estudo de eventos. In: Encontro da ANPAD, 32, 2008, Rio de Janeiro.

MACKINLAY, A. C. Event Studies in Economics and Finance. **Journal of Economic Literature**, v. 35, n. 1, p. 13-39, 1997.

MALHOTRA, N. Pesquisa de marketing: uma orientação aplicada. Porto Alegre: Bookman, 2006.

MCWILLIAMS, A.; SIEGEL, D. Event studies in management research: theoretical and empirical issues. **Academy of Management Journal**, v. 40, n. 3, p. 626–657, 1997.

MISANGYI, V. F. A test of alternative theories of managerial discretion. **Tese (doutorado)**. UNIVERSITY OF FLORIDA, 2002.

MOORMAN, C.; RUST, R. T. The role of marketing. **Journal of Marketing**, v. 63, Special Issue, p. 180–197, 1999.

NATH, P.; MAHAJAN, V. Chief marketing officers: a study of their presence in firms' top management teams. **Journal of Marketing**, v. 72, p. 65–81. 2008

NETO, G. Alta rotatividade entre profissionais de Marketing. 2009. Disponível em: <<http://www.mundodomarketing.com.br/5,10381,alta-rotatividade-entre-profissionais-de-marketing.html>>, Acesso em 15 de junho de 2011.

NETO, L. E. O.; KAYO, E. K.; BARROS, L. A. B. C. A. formação de alianças estratégicas no Brasil e a criação de valor para as empresas participantes: um estudo de evento. In: Encontro da ANPAD, 31, 2007, Rio de Janeiro.

PETERAF, M.; SHANLEY, M. Getting to know you: a theory of strategic group identity. **Strategic Management Journal**, v. 8, Summer Special Issue, p. 165–186, 1997.

ROACH, T. J. Rock, paper, scissors and the big decisions CEOs make. **Public Debate**, agosto de 2010.

RONAY, A. FTSE 100 miss out on the power of marketing, **The Marketer**, v. 28, p.34, 2006.

SILVA, J. M. A.; FAMÁ, R. Evidências de retornos anormais nos processos de IPO na Bovespa no período de 2004 a 2007: um estudo de evento. In: Encontro da ANPAD, 34, 2010, Rio de Janeiro.

SRINIVASAN, S.; HANSSENS, D. M. Marketing and firm value: metrics, methods, findings, and future directions. **Journal of Marketing Research**, v. 46, p 293–312, 2009.

SRIVASTAVA, R.; REIBSTEIN, D. J; JOSHI, Y. V. Linking Marketing Metrics to Financial Performance. **ZIBS Technical Report**. 2006.

SRIVASTAVA, R.; SHERVANI, T.; FAHEY, L. Driving shareholder value: the role of marketing in reducing vulnerability and volatility of cash flows. **Journal of Market- Focused Management**, v. 2, n.1, p. 49–64, 1997.

SRIVASTAVA, R.; SHERVANI, T.; FAHEY, L. “Market-Based Assets and Shareholder Value: A Framework for Analysis,” **Journal of Marketing**, v. 62, p. 2–18, 1998.

TANURE, B.; NETO, A. C.; MOTA, C. M. Muito estresse, (in)satisfações e infelicidades: um retrato dos altos executivos. In: Encontro de gestão de pessoas e relações de trabalho, 1, 2007, Natal.

The rise of the chief marketing officer. **Of Counsel**, v. 21, n. 8, 2002.

TONELLI, M. J.; ALCADIPANI, R. O trabalho dos executivos: a mudança que não ocorreu. In: Encontro da ANPAD, 27, 2003, Atibaia.

WEINZIMMER, L. G. *et al.* Relating marketing expertise on the top management team and strategic aggressiveness to financial performance and shareholder value. **Journal of Strategic Marketing**, v. 11, n. 2, p. 133–59. 2003.

WELCH, G. CMO tenure: slowing down the revolving door. **Blue Paper**. 2004.

ANEXO A – ANÁLISE DE RESÍDUOS DO TERCEIRO MODELO.

Neste anexo, são apresentadas e discutidas as características dos resíduos do modelo resultante da abordagem de busca seqüencial desta dissertação.

Tabela 12 – Estatísticas do resíduo padronizado do modelo 3

Residuals Statistics ^a					
	Mínimo	Máximo	Média	Desvio Padrão	N
Valor previsto	-0,095667608	0,142517492	0,007628953	0,0474444379	30
Resíduo	-0,0688062832	0,0942083448	0,0000000000	0,0403073375	30
Desvio-Padrão VP	-2,177	2,843	,000	1,000	30
Resíduo padrão	-1,382	1,892	,000	,809	30

a. variável dependente:retorno anormal
acumulado

Os testes de normalidade, em especial o teste Kolmogorov-Smirnov, apontam para a normalidade da distribuição de resíduos padronizados deste modelo. Os resíduos não padronizados e estudantizados também haviam apresentado distribuição normal.

Tabela 13 – Testes de normalidade do resíduo do modelo 3

	Kolmogorov-Smirnov			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
Resíduo Padronizado	,138	30	,148	,937	30	,074

Abaixo segue o histograma que demonstra a distribuição dos resíduos padronizados e a curva de distribuição normal, bem como os outros gráficos que permitem analisar a distribuição dos resíduos.

Figura 15 – Histograma do resíduo padronizado do modelo 3

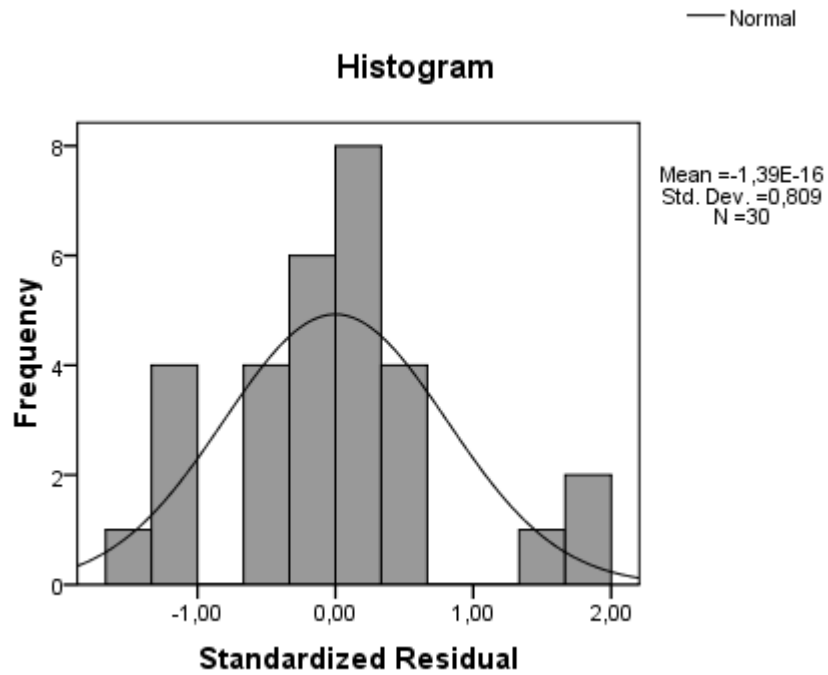


Figura 16 – Gráfico de probabilidade normal do resíduo do modelo 3

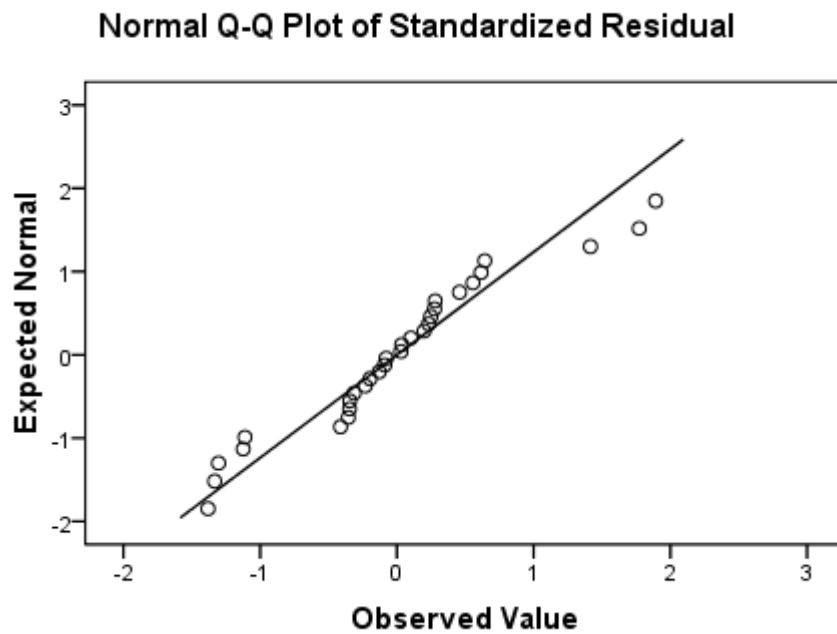
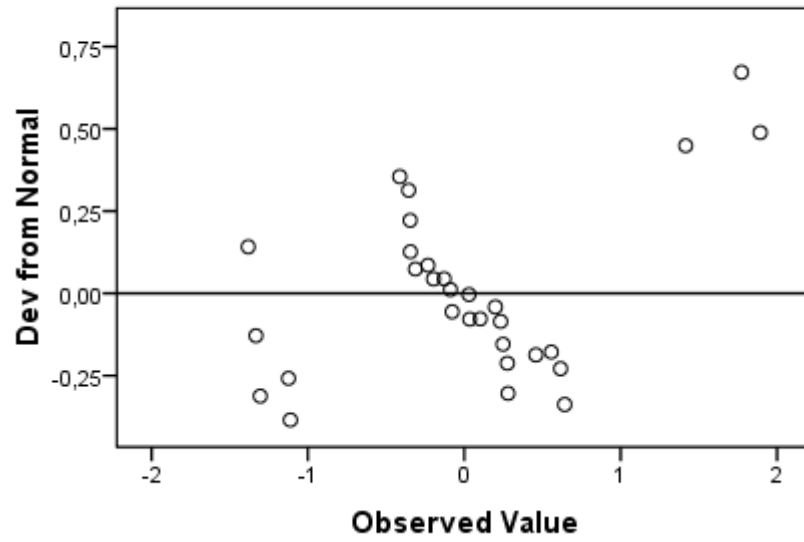


Figura 17 – Gráfico de probabilidade normal do resíduo do modelo 3

Detrended Normal Q-Q Plot of Standardized Residual



ANEXO B – ANÁLISE DA NORMALIDADE DAS VARIÁVIES DE REGRESSÃO

A variável dependente, retorno anormal acumulado, apresentou uma distribuição que se assemelha a normal, de acordo com o teste Kolmogorov-Smirnov. Abaixo seguem os resultados dos testes e gráficos de normalidade para essa variável.

Tabela 14 – Estatísticas do retorno anormal acumulado

Testes de Normalidade

	Kolmogorov-Smirnov			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
CAR	0,104	30	0,200*	0,957	30	0,260

Figura 18 – Histograma do retorno anormal acumulado

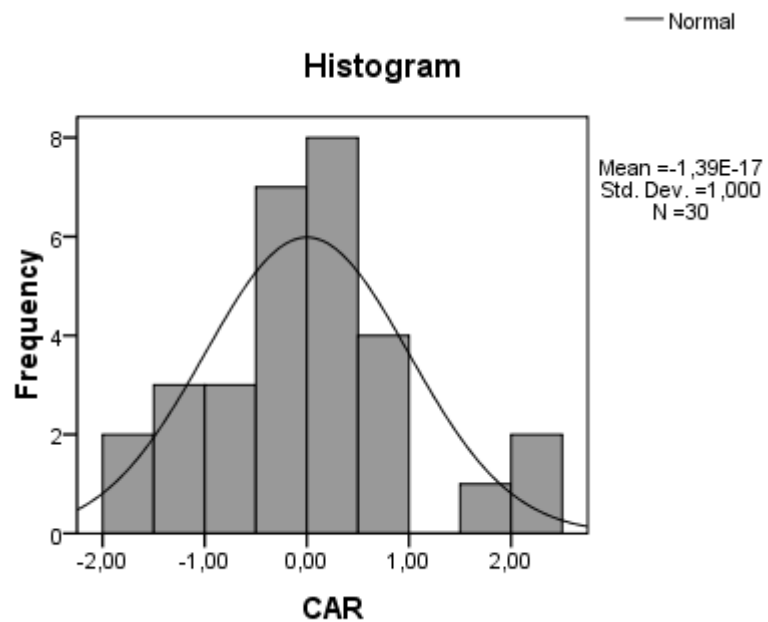


Figura 19 – Gráfico de probabilidade normal do retorno anormal acumulado

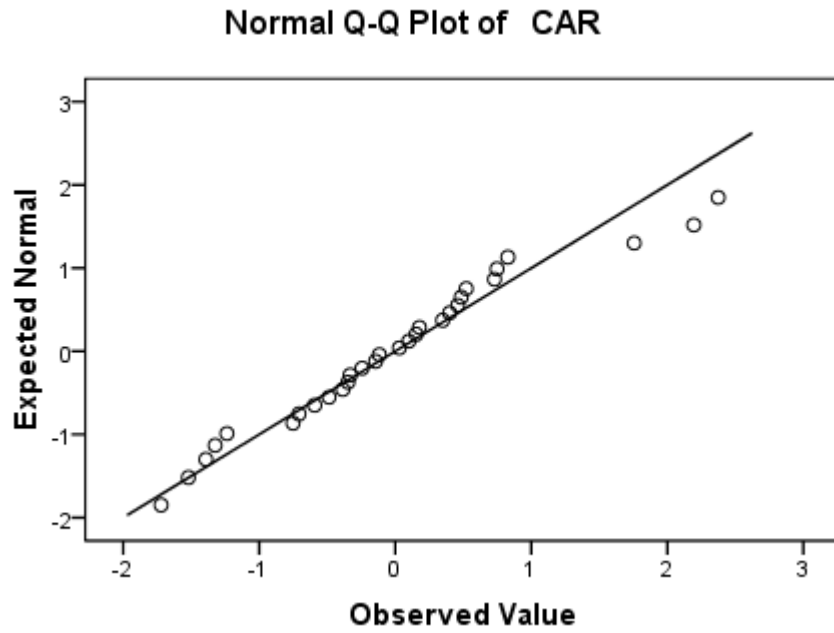
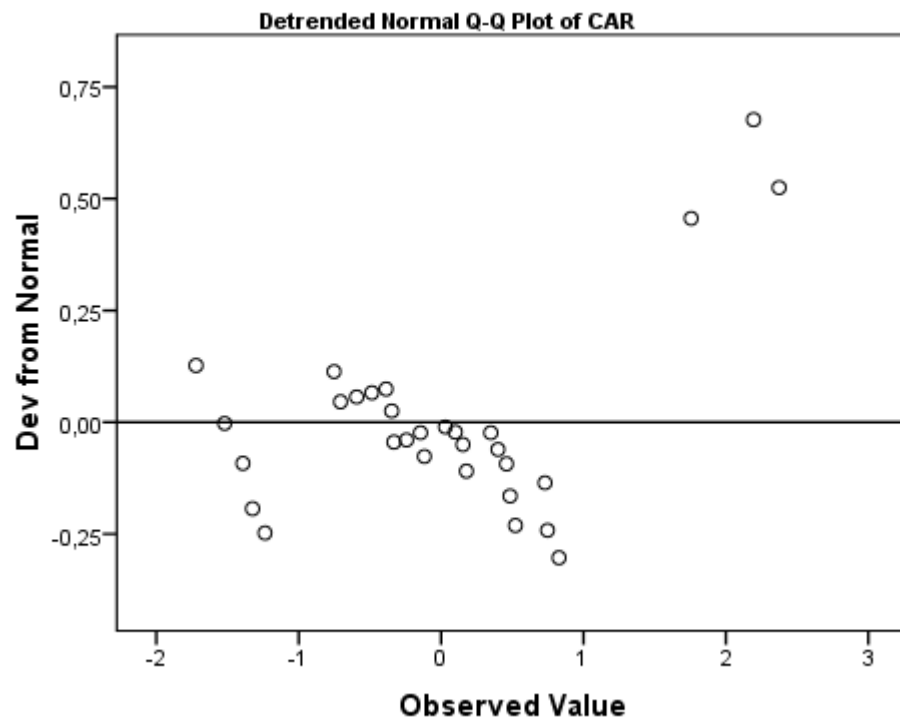


Figura 20 – Gráfico de probabilidade normal do retorno anormal acumulado



Em relação às demais variáveis independentes, verifica-se que o escopo não apresentou distribuição normal, como já foi discutido no decorrer desta dissertação, as demais variáveis apresentaram. Segue abaixo os teste de normalidade e os gráficos de distribuição. Conforme *Hair et al.* (2009), em amostras menores, como na da presente pesquisa, o histograma pode distorcer a descrição visual e impossibilitar a análise. Nesses casos o gráfico de probabilidade normal pode ser mais útil, pois compara a distribuição cumulativa de valores de dados reais com a distribuição cumulativa de uma distribuição normal. Dessa forma, ambos os gráficos de cada variável são apresentados a seguir.

Tabela 15 – Testes de normalidade das variáveis independentes

	Kolmogorov-Smirnov			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
Tamanho	0,110	30	0,200 [*]	0,968	30	0,498
Desempenho	0,105	30	0,200 [*]	0,968	30	0,485
<i>Market-to-Book</i>	0,138	30	0,149	0,909	30	0,014
Escopo	0,380	30	0,000	0,694	30	0,000

Figura 21 – Histograma da variável tamanho da empresa

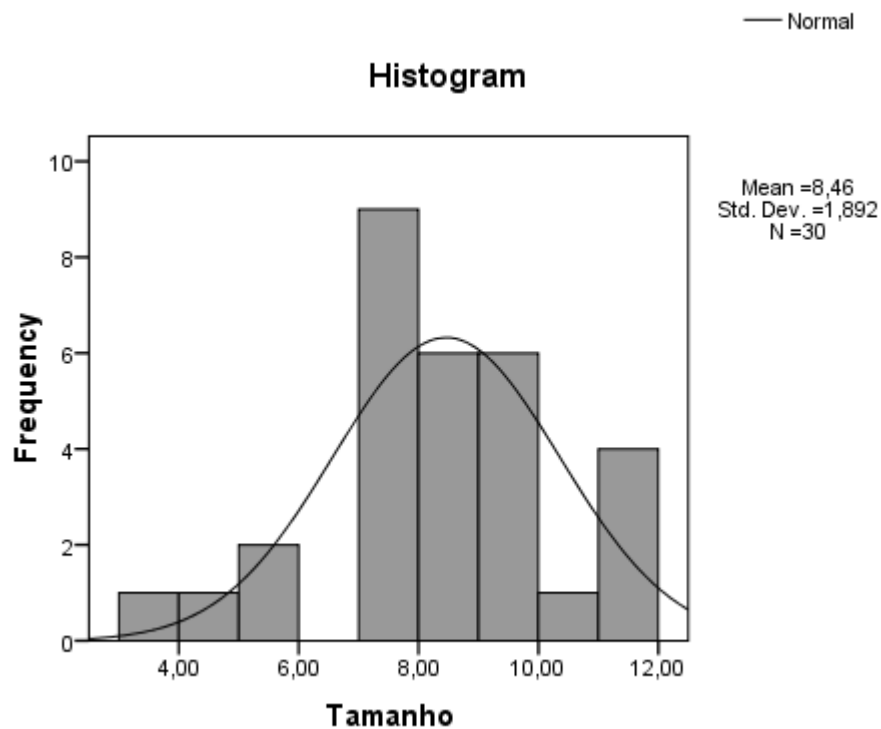


Figura 22 – Gráfico de probabilidade normal da variável tamanho da empresa

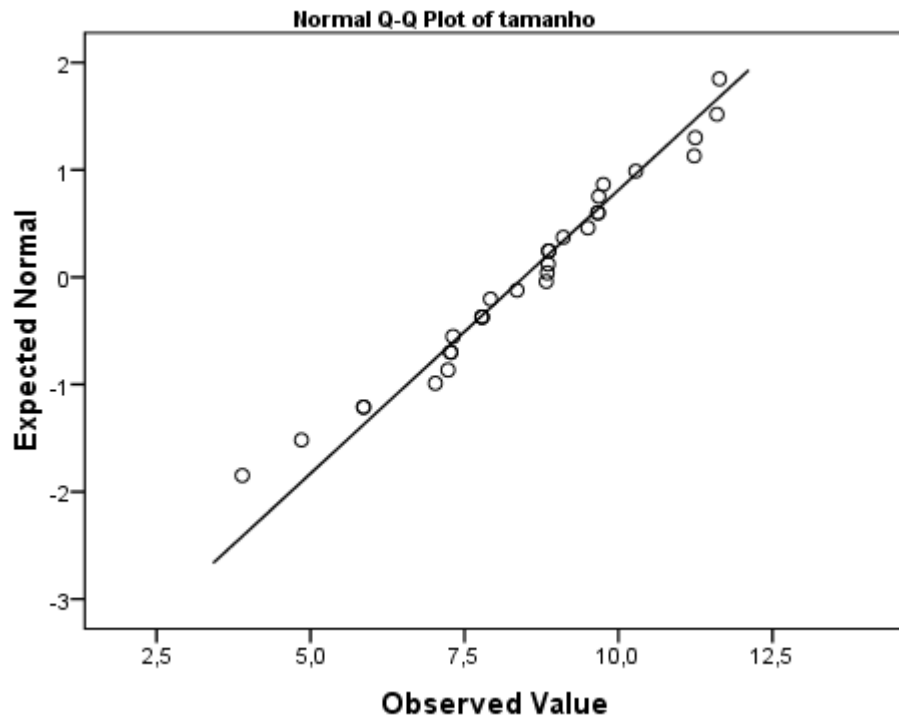


Figura 23 – Gráfico de probabilidade normal da variável tamanho da empresa

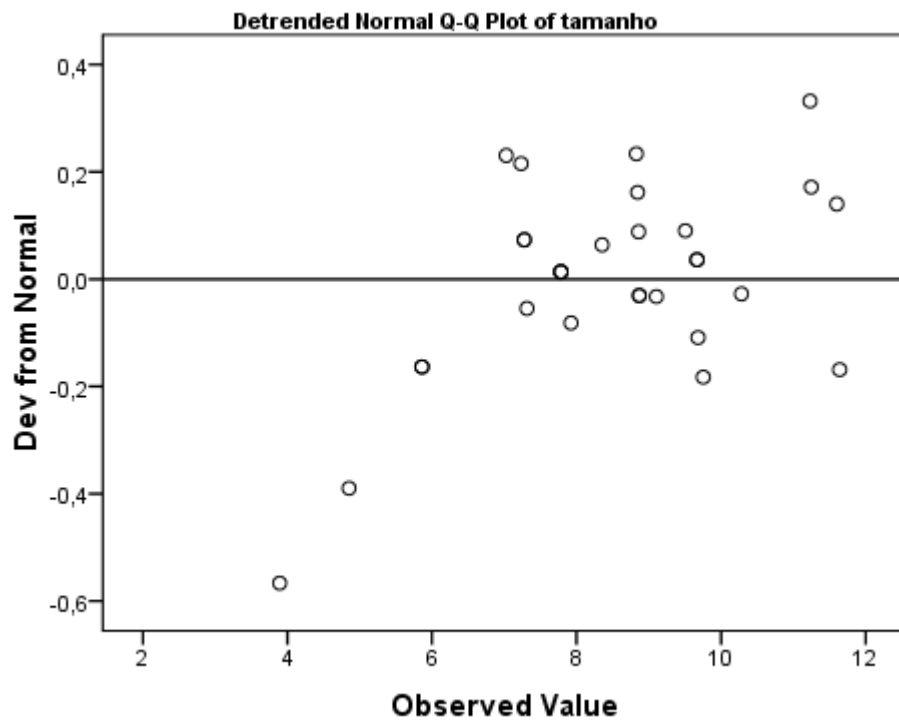


Figura 24 – Histograma da variável desempenho

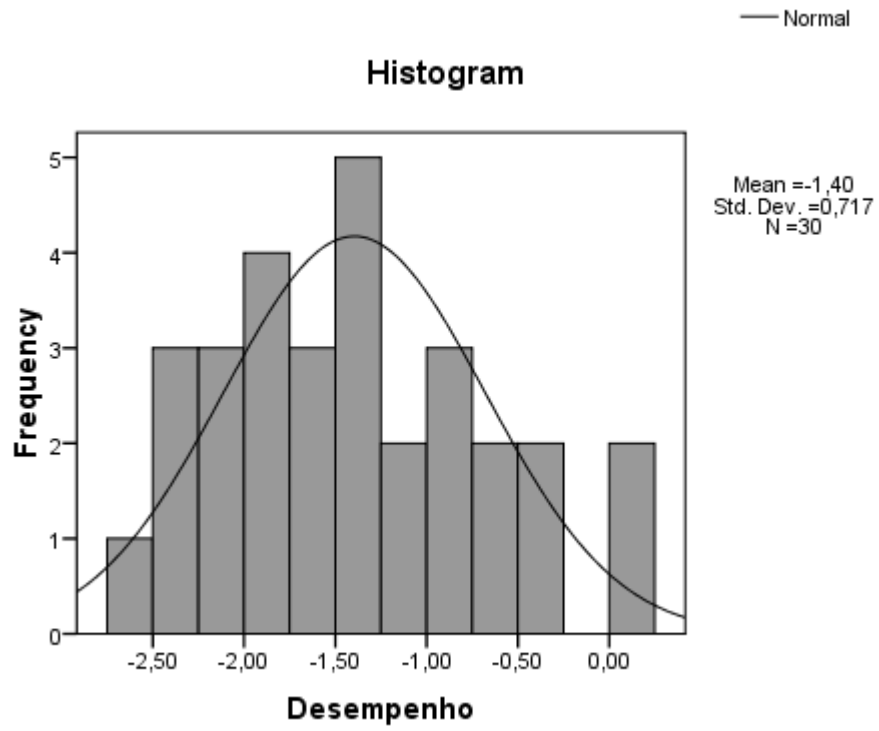


Figura 25 – Gráfico de probabilidade normal da variável desempenho

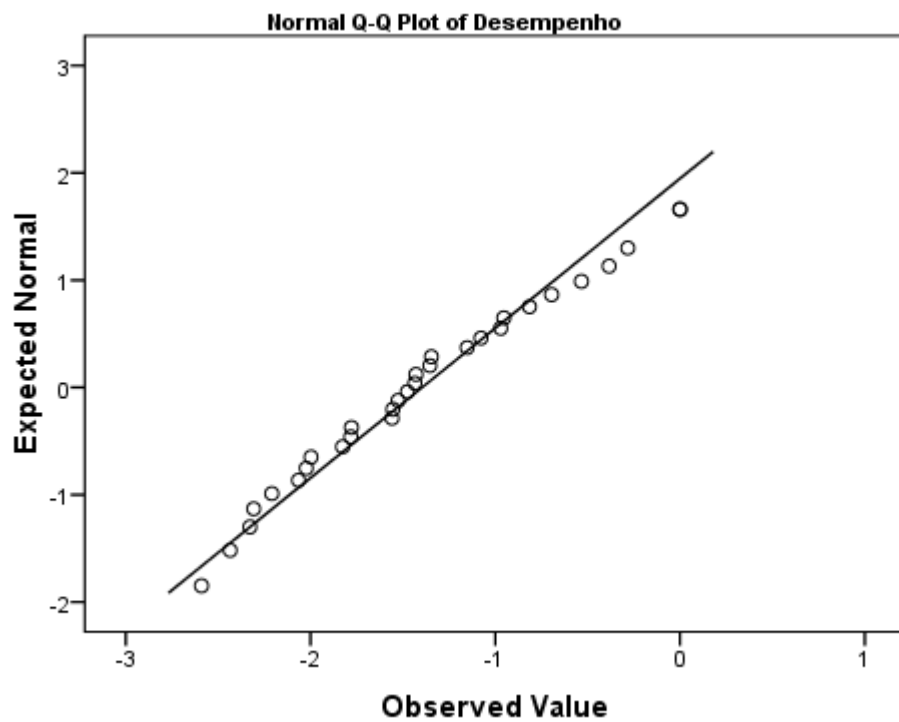


Figura 26 – Gráfico de probabilidade normal da variável desempenho

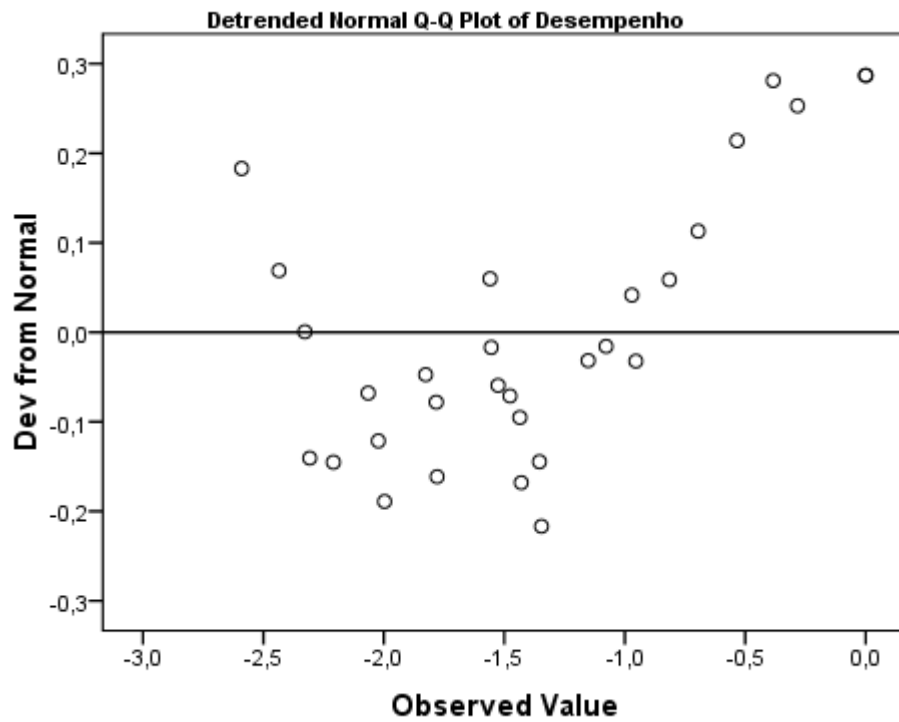


Figura 27 – Histograma da variável *market-to-book*

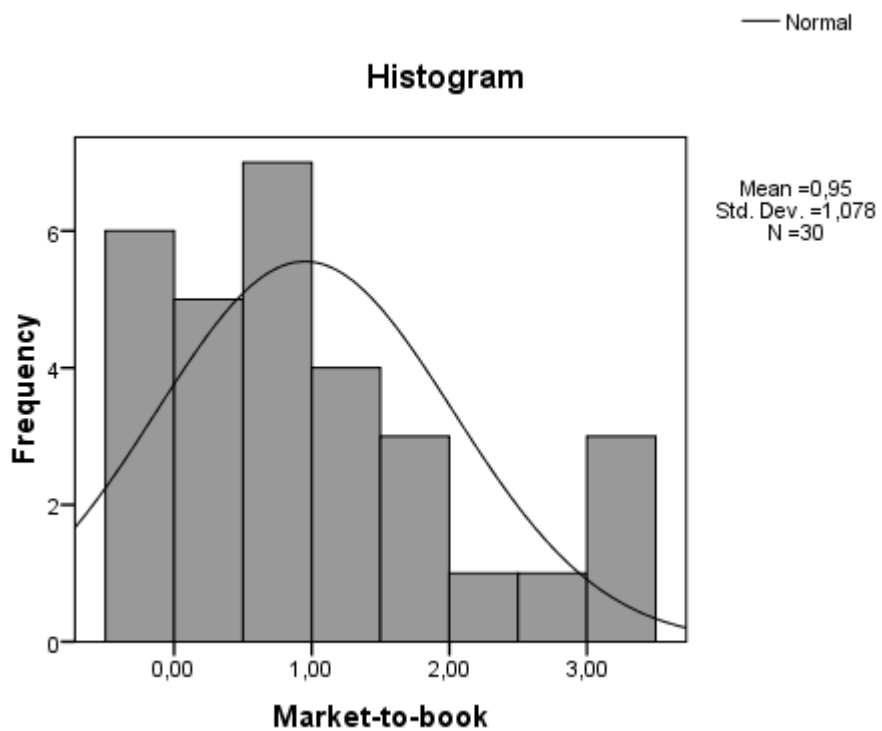


Figura 28– Gráfico de probabilidade normal da variável market-to-book

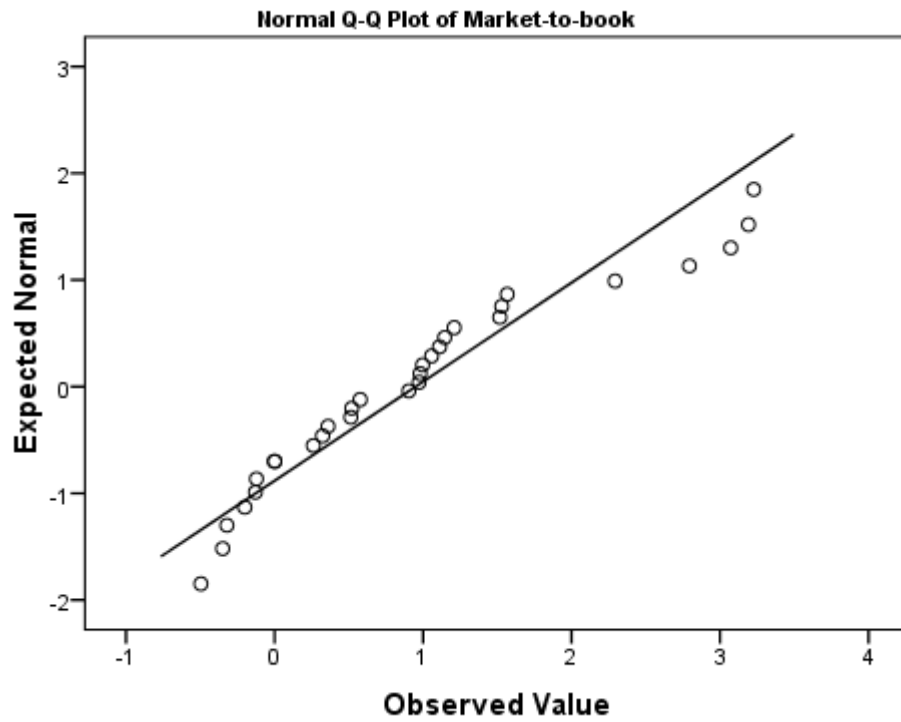


Figura 29– Gráfico de probabilidade normal da variável *market-to-book*

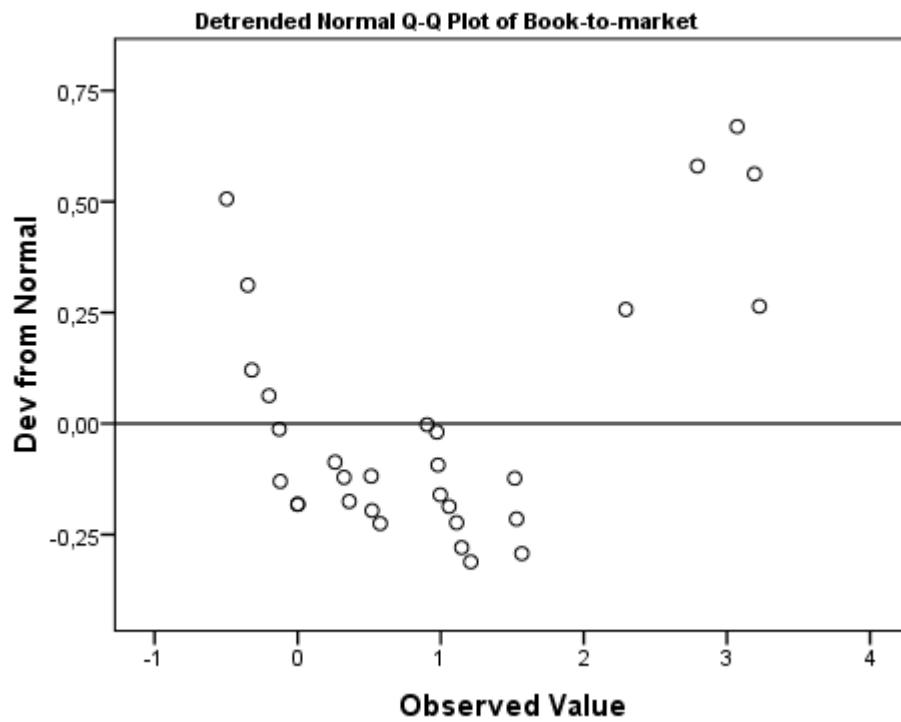


Figura 30 - Histograma da variável escopo

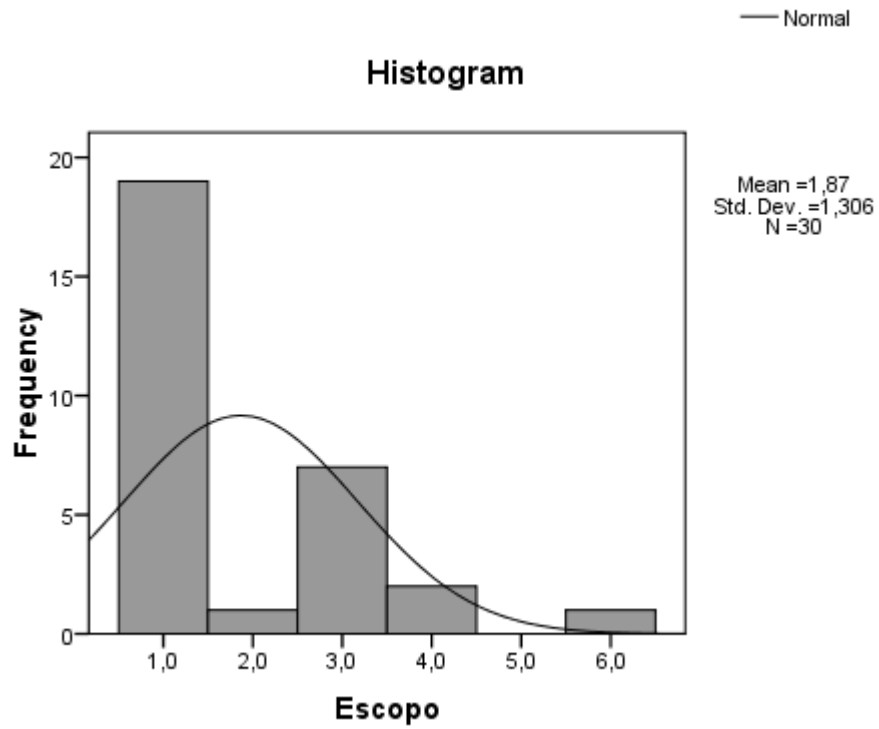


Figura 31 – Gráfico de probabilidade normal da variável escopo

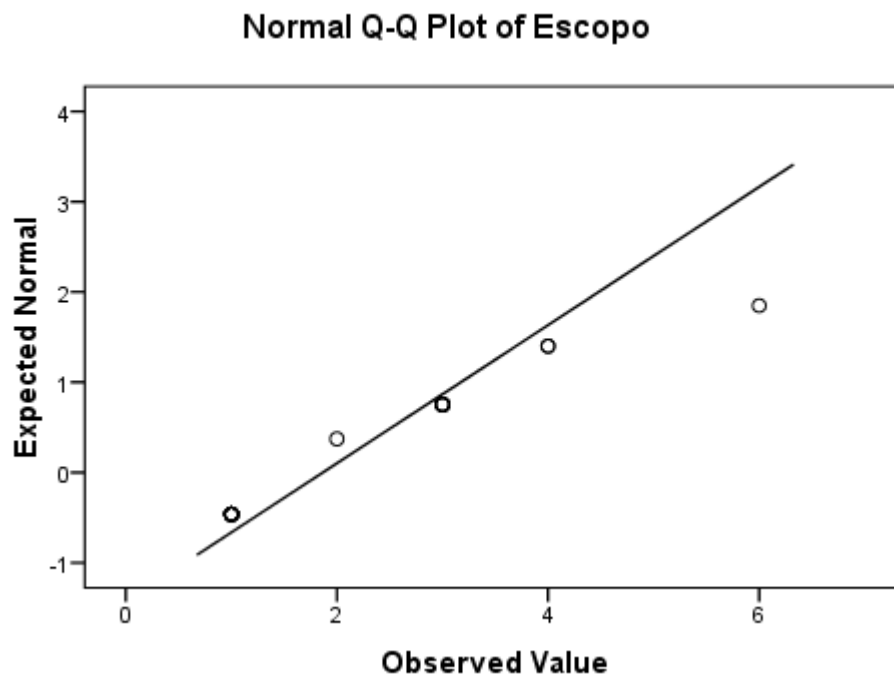


Figura 32 – Gráfico de probabilidade normal da variável escopo

