



Impacto da Capacidade Gerencial no Desempenho Financeiro das Cias Brasileiras

Impact of Managerial Ability on the Financial Performance of Brazilian Companies

Impacto de la Capacidad Gerencial en el Desempeño Financiero de las Compañías Brasileñas

 [10.5020/2318-0722.2025.31.e15021](https://doi.org/10.5020/2318-0722.2025.31.e15021)

Risolene Alves de Macena Araújo  

Doutora em Ciências Contábeis pelo Programa de Pós-Graduação – PPGCC/UFPB. Professora da Educação Superior no Curso de Ciências Contábeis da Universidade Estadual da Paraíba – UEPB. Professora Permanente do Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Federal do Pará – PPGAD/UFGA. Atualmente realiza pesquisas nas áreas de Contabilidade Financeira, Contabilidade Gerencial e Sustentabilidade Corporativa.

Adriana Rodrigues Silva  

Professora Adjunta na Escola Superior de Gestão e Tecnologia do Instituto Politécnico de Santarém. Membro integrada do Centro de Investigação em Contabilidade e Fiscalidade, Escola Superior de Gestão, IPCA, Barcelos, Portugal. Doutora em Contabilidade pela Universidade do Minho.

Jailson Manoel Silva Duarte  

Doutor em Administração pelo Programa de Pós-Graduação em Administração pela Universidade Federal da Paraíba – PPGA/UFPB. Atua como pesquisador em Finanças, Métodos Quantitativos e Contabilidade, com foco em Finanças Corporativas, Mercado de Capitais e Contabilidade para Usuários Externos.

Wenner Glaucio Lopes Lucena  

Doutor em Ciências Contábeis pelo Programa Multiinstitucional e Inter-Regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis UnB/UFPB/UFRN. Professor Associado da UFPB. Coordenador e Professor do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da UFPB. Editor da Revista Brasileira de Contabilidade. Avaliador de Curso de Graduação e Tecnológico, Presencial e a Distância do Ministério da Educação (MEC/SINAES). Embaixador da Associação de Profissionais Orientadores e Educadores em Finanças (APOEF).

Resumo

Esta pesquisa tem como objetivo analisar o efeito da capacidade gerencial (CG) no desempenho financeiro de 306 empresas brasileiras de capital aberto, no período 2010 a 2022. A estimação da CG ocorre em duas etapas. Na primeira, aplica-se a análise envoltória de dados (DEA) para obter a eficiência da empresa dentro dos setores, em um determinado período. Posteriormente, aplica-se o modelo *Tobit*, com o objetivo de verificar a parcela da eficiência total não explicada por características específicas da empresa. Na sequência, a hipótese de pesquisa foi testada por meio de uma regressão com dados em painel, com efeitos fixos e estimativas robustas. Os resultados confirmaram que a capacidade gerencial tem impacto positivo e estatisticamente significativo no retorno sobre ativos e no retorno sobre o patrimônio líquido, mas não influencia diretamente o valor de mercado das companhias, quando mensurado pelo Q de Tobin. Portanto, sugere-se que as habilidades desenvolvidas pelos gestores tendem a aumentar a riqueza para as empresas, sendo relevantes nas decisões corporativas.

Palavras-chave: Capacidade Gerencial; Desempenho Financeiro; Empresas Brasileiras.

Abstract

This research aims to analyse the effect of Managerial Capability (MC) on the financial performance of 306 Brazilian listed companies from 2010 to 2022. CG is estimated in two stages. Firstly, Data Envelopment Analysis (DEA) is applied to obtain the company's efficiency within the sectors over a given period. Then, the Tobit model is applied to check the share of total efficiency not explained by specific company characteristics. The research hypothesis was then tested using a robust fixed-effects panel regression. The results confirmed that management skills have a positive and statistically significant impact on return on assets and return on equity

but do not directly influence the market value of companies when measured by Tobin's Q. Therefore, it is suggested that the skills developed by managers tend to increase wealth for companies, being relevant in corporate decisions.

Keywords: Managerial Capacity; Financial Performance; Brazilian Companies.

Resumen

Esta investigación tiene como objetivo analizar el efecto de la Capacidad Gerencial (CG) en el desempeño financiero de 306 empresas brasileñas de capital abierto, en el período de 2010 a 2022. La estimación de la CG se realiza en dos etapas. En la primera, se aplica el método de Análisis Envolvente de Datos (DEA) para obtener la eficiencia de la empresa dentro de los sectores, en un período determinado. Posteriormente, se utiliza el modelo Tobit con el objetivo de verificar la porción de la eficiencia total no explicada por características específicas de la empresa. A continuación, la hipótesis de investigación fue probada mediante una regresión con datos de panel, con efectos fijos y robustos. Los resultados confirmaron que la capacidad gerencial tiene un impacto positivo y estadísticamente significativo en el retorno sobre activos y en el retorno sobre el patrimonio neto, pero no influye directamente en el valor de mercado de las compañías, cuando este es medido a través del Q de Tobin. Por lo tanto, se sugiere que las habilidades desarrolladas por los gestores tienden a aumentar la riqueza de las empresas, siendo relevantes en las decisiones corporativas.

Palabras clave: Capacidad Gerencial; Desempeño Financiero; Empresas Brasileñas

Gestores executivos se comportam de maneiras distintas em uma mesma situação devido às suas capacidades (habilidades) (Cui et al., 2019). Executivos talentosos são definidos como aqueles que são bem-sucedidos na utilização eficiente dos recursos corporativos (Demerjian et al., 2012). Além disso, eles são mais capazes de distinguir entre políticas prudentes e imprudentes, em comparação com gestores menos talentosos, o que os torna propensos a adotar políticas corporativas que aprimoram o desempenho da empresa (Chatjuthamard et al., 2016).

A consistência das operações empresariais e a promoção da melhoria da qualidade dos ganhos e do alto valor da empresa são reflexos de capacidades gerenciais sólidas, as quais são suportadas pela adoção de estruturas de monitoramento eficazes (Ng et al., 2015; Ting et al., 2021). Gestores de alta capacidade são reconhecidos por sua abordagem focada na inovação e no aumento da produtividade, ao contrário dos gestores de baixa capacidade, que tendem a tomar decisões ineficazes (Ting et al., 2021).

Ademais, a habilidade gerencial elevada incentiva uma análise abrangente do ambiente empresarial, visando identificar ameaças, oportunidades e vantagens competitivas (Bellner, 2014). Nesse sentido, empresas com boas capacidades de gestão têm a capacidade de gerar consistentemente fluxos de caixa por meio de suas operações, atraindo recursos financeiros e tornando-se menos vulneráveis a restrições financeiras durante períodos de crise (Andreou et al., 2017b).

Estudos anteriores investigaram a relação entre características dos gestores, como habilidade, idade, gênero, educação, nacionalidade, posição financeira e experiências de carreira com o desempenho corporativo. Essas pesquisas têm demonstrado consistentemente uma associação significativa entre essas características e o desempenho das empresas (Chuah & Foong, 2019; Lee et al., 2018; Ting et al., 2021; Suherman et al., 2023).

Por outro lado, alguns autores (Andreou et al. 2016; Sun 2016, 2017; Wang et al., 2021; Park & Byun, 2021) mencionam que pouco se tem explorado sobre a capacidade gerencial enquanto uma característica importante para o desempenho das empresas. Segundo Phan (2021), o pouco que se sabe sobre o papel da habilidade gerencial na formação do desempenho da empresa deve-se, em parte, ao fato de a habilidade gerencial ser latente por natureza e, por isso, não pode ser facilmente mensurada.

Considerando que as decisões operacionais do dia a dia (por exemplo, a decisão de assumir riscos, alocar recursos, investir ou diversificar em resposta a mudanças nas condições macroeconômicas) são profundamente determinadas pela capacidade, experiência e percepção dos gerentes da empresa, reconhece-se a existência de um espaço para o avanço das investigações sobre a capacidade gerencial, conforme indicam estudos anteriores, em diferentes contextos e tipos de empresas (Anggraini & Sholihin, 2023). Assim, estabeleceu-se a seguinte problemática: qual o efeito da capacidade gerencial no desempenho financeiro das companhias brasileiras?

Destarte, o objetivo deste estudo é analisar o efeito da capacidade gerencial no desempenho financeiro das companhias brasileiras de capital aberto no período de 2010 a 2022.

Esta pesquisa justifica-se, primeiramente, pelo ambiente instável que compõe o contexto das companhias brasileiras (Kogut & Merji, 2022), em que os CEOs desempenham um papel fundamental nas decisões corporativas. Amorim et al. (2021) citam que, a partir do segundo trimestre de 2014, o Brasil adentrava em sua mais profunda e duradoura crise econômica, a qual ficou conhecida como Crise Econômica Brasileira. Políticas econômicas equivocadas implementadas pelo governo e uma queda brusca nos preços de *commodities* foram fatores determinantes para a ocorrência dessa crise (Amorim et al., 2021).

Nesse sentido, Tran e Vo (2020) reforçam que o capital humano desempenha um papel importante para alcançar o desempenho sustentável, principalmente em mercados emergentes. Wang et al. (2021) corroboram que, no ambiente de negócios desafiador, a capacidade gerencial desempenha um papel importante para garantir que os objetivos corporativos sejam alcançados.

Quanto à metodologia, a estimação da capacidade gerencial ocorre em duas etapas. Na primeira etapa, aplica-se a análise envoltória de dados (DEA) para obter a eficiência da empresa dentro dos setores, em um determinado período. Na segunda etapa, aplica-se o modelo *Tobit* com o objetivo de verificar, por meio dos seus resíduos, a parcela da eficiência total não explicada por características específicas da empresa, considerando-se as características da eficiência dos gestores. Na sequência, a hipótese de pesquisa (H1: A capacidade gerencial está associada significativa e positivamente com o melhor desempenho na empresa) foi testada em uma regressão com dados em painel, de efeitos fixos e robustos.

A medida de capacidade gerencial, desenvolvida por Demerjian et al. (2012), captura a eficiência dos gestores em transformar recursos corporativos em receita, em relação aos seus pares do setor. Segundo Demerjian et al. (2012) e Bhutta et al. (2021), esta medida superou outras medidas designadas nas pesquisas anteriores, por ser considerada mais confiável. Trata-se de um modelo mais abrangente e simples que usa as informações das demonstrações financeiras da empresa.

Os resultados confirmaram que a capacidade gerencial tem impacto positivo e estatisticamente significativo no retorno sobre ativos e no retorno sobre o patrimônio líquido, mas não influencia diretamente o valor de mercado das companhias, quando mensurado pelo Q de Tobin. Portanto, sugere-se que as habilidades desenvolvidas pelos gestores tendem a aumentar a riqueza para as empresas, sendo indispensável nas decisões corporativas.

A expectativa é que esses achados forneçam orientações práticas para os gestores, destacando as capacidades gerenciais com maior impacto no desempenho financeiro e permitindo que as empresas identifiquem e desenvolvam as habilidades e competências gerenciais mais relevantes para alcançar resultados financeiros superiores. Para além disso, espera-se fornecer um incentivo adicional para que as empresas possam investigar o desenvolvimento de suas equipes de gestão. Isso pode incluir programas de treinamento e desenvolvimento, recrutamento e seleção de gerentes com habilidades específicas, bem como a implementação de práticas eficazes de gestão.

Além disso, os resultados da pesquisa podem fornecer informações para investidores, acionistas e outros *stakeholders* interessados no desempenho financeiro das empresas. Isso pode ajudá-los a tomar decisões informadas sobre investimentos, parcerias estratégicas e outros envolvimento com as empresas, levando em consideração a capacidade gerencial como um fator relevante.

Revisão da Literatura

A literatura econômica e de gestão existente frequentemente reconhece o importante papel dos gestores no desempenho da empresa (Cui et al., 2019; García-Sánchez & Martínez-Ferrero, 2018; Phan, 2021; Ting et al., 2021; Wang et al., 2021). Isso se deve à responsabilidade dos gestores executivos pela administração dos recursos corporativos, pela condução das operações comerciais e pela tomada de diversas decisões nas áreas de investimentos, finanças e planejamento estratégico (Cui et al., 2019; Ting et al., 2021). Em outras palavras, a eficiência da utilização dos recursos pela empresa está diretamente ligada à capacidade da equipe de alta gestão (Wang et al., 2021). Essas perspectivas da literatura destacam a importância crítica dos gestores como agentes influentes no desempenho e sucesso das empresas.

Essa visão também é apoiada por Hambrick e Mason (1984), que defendem que o desempenho das empresas é parcialmente influenciado pelas diferentes características dos gestores. Esses autores são precursores da Teoria do Alto Escalão ou Teoria dos Escalões Superiores (TES, do inglês *Upper Echelons Theory*), cuja premissa entende que os gestores de topo estruturam situações de decisão de acordo com suas visões de mundo (Finkelstein & Hambrick, 1990). Trata-se de um modelo de processamento de informação comportamental, em que os executivos agem com base em suas interpretações personalizadas (em função das experiências, valores e personalidades dos executivos) das situações estratégicas que enfrentam (Hambrick, 2007). Logo, as características específicas de quem toma decisões podem influenciar diretamente suas escolhas estratégicas e, conseqüentemente, os resultados da empresa.

Além disso, vários estudos comportamentais recentes também documentam a importância da habilidade gerencial em tomada de decisões, destacando que gestores mais capazes tendem a ser mais informados sobre seus negócios (Atawnah et al., 2024), levando a melhores julgamentos e estimativas sobre a demanda de produtos, uma melhor compreensão da tecnologia e das tendências da indústria, bem como uma gestão mais eficiente de seus funcionários (Demerjian et al., 2012). Adicionalmente, esses gestores podem acumular capital reputacional (Palvia et al., 2015), auxiliar as empresas a reduzir o impacto negativo das práticas de gerenciamento de resultados no desempenho futuro (Huang & Sun, 2017), inspirar confiança por parte das partes interessadas (Fernando et al., 2020) e fornecer sinais positivos sobre a qualidade da empresa para os investidores (Andreou et al., 2017b). Essas descobertas destacam ainda mais a importância das habilidades gerenciais na obtenção de resultados positivos e no estabelecimento de uma reputação sólida para as empresas.

Bhutta et al. (2021) corroboram que a literatura sobre habilidade gerencial lança luz sobre os diferentes aspectos da tomada de decisões corporativas que contribuem para o aumento do valor da empresa. Nessa direção,

o estudo realizado por Park et al. (2016) confirmou que gestores com maior capacidade gerencial aumentam o valor da empresa, diminuindo os efeitos negativos da elisão fiscal por meio da utilização eficiente dos recursos da empresa em várias atividades como vendas, investimento e financiamento. A explicação reside no fato de que, quando a alta administração possui a capacidade de utilizar eficientemente qualquer recurso disponível, é possível reduzir o desperdício e, finalmente, criar valor para as empresas (Wang et al., 2021).

No entanto, poucos estudos examinam o impacto direto da capacidade gerencial no desempenho da empresa, especialmente em países emergentes. Por exemplo, Demerjian et al. (2013) examinam a relação entre habilidade gerencial e qualidade dos lucros de empresas norte-americanas, constatando uma maior qualidade dos lucros nas empresas governadas por gestores mais capazes. O desempenho superior da empresa por parte de gestores capazes também é confirmado no mercado indonésio por Anom (2018). Recentemente, Chuah e Foong (2019) examinaram novamente o impacto da capacidade gerencial no desempenho das empresas no contexto malaio, confirmando que uma maior capacidade gerencial geral aumenta o valor das empresas. No contexto das empresas brasileiras, há evidências de que a maior capacidade gerencial está associada ao aumento das práticas de gerenciamento de lucros (Fagundes et al., 2024; Lunardi et al., 2022). Porém, os resultados sugerem que o conhecimento e a experiência dos mercados locais, bem como a liberdade para implementar as políticas dos gestores, são os principais fatores de agregação de valor.

Pelo exposto, espera-se que firmas com maior capacidade gerencial alinhem bem os recursos com o ambiente em que operam, resultando em maior lucratividade interna (Andreou et al., 2017b). Em um ambiente de negócios desafiador, a capacidade gerencial desempenha um papel importante na garantia do alcance dos objetivos corporativos. Fan et al. (2011) justificam que gestores com maior capacidade gerencial possuem melhor compreensão do ambiente operacional de suas empresas, o que lhes permite tomar melhores decisões de investimento e melhorar o desempenho das empresas. Deste modo, a seguinte hipótese foi estabelecida:

H1: A capacidade gerencial está associada significativa e positivamente com o melhor desempenho na empresa

Endossando os argumentos anteriores, Ting et al. (2021) descrevem que a capacidade gerencial é significativa para estabelecer, progredir e alcançar o sucesso da empresa. Considerando que esses gestores tomam iniciativas e ações inovadoras para utilizar os recursos da empresa para a sustentabilidade financeira a longo prazo, suas competências e traços de personalidade favorecem a utilização ideal desses recursos (Bhutta et al., 2021). Sobre isso, Park e Byun (2021) reforçam que, em um ambiente de mercado em constante mudança e diante da concorrência globalizada, as características gerenciais podem ser um fator importante e decisivo na determinação do valor e do desempenho da empresa.

No entanto, quantificar a capacidade gerencial não é uma tarefa fácil. Para isso, a presente pesquisa utilizou a medida desenvolvida por Demerjian et al. (2012), que compreende a eficiência dos gestores, em relação aos seus pares da indústria, na transformação de recursos corporativos em receitas. Essa medida superou outras medidas designadas nas pesquisas anteriores, sendo considerada mais confiável por ser um modelo mais abrangente e simples que usa as informações das demonstrações financeiras da empresa (Bhutta et al., 2021; Demerjian et al., 2012).

Para fins de mensuração do desempenho da empresa, a lucratividade é um índice financeiro popular usado para este fim, devido ao fato de poder refletir a capacidade de uma empresa de utilizar eficientemente seu capital e recursos humanos para fazer um retorno de um investimento (Phan, 2021). Além disso, é possível verificar o lucro potencial de uma empresa e sua capacidade de crescimento, uma vez que o objetivo final é maximizar os ganhos e a riqueza dos acionistas.

Metodologia

Nesta investigação, adotou-se uma abordagem quantitativa com a utilização de dados secundários. A pesquisa quantitativa tem como objetivo a generalização estruturada dos dados, possibilitando a compreensão da influência das variáveis em questão (Anshori & Iswati, 2009). Portanto, com o propósito de examinar o impacto da capacidade de gestão no desempenho financeiro das empresas brasileiras de capital aberto, durante o período de 2010 a 2022, o estudo coletou os dados provenientes da base de dados Economatica® e do site da Bolsa de Valores brasileira (Brasil, Bolsa, Balcão – B3).

A escolha do período a partir de 2010 foi motivada pela obrigatoriedade das Normas Internacionais de Relatórios Financeiros (IFRS, na sigla em inglês) pelas empresas de capital aberto no Brasil. Essa mudança representou um marco na contabilidade corporativa, promovendo maior comparabilidade e transparência das informações financeiras nos períodos subsequentes (Jarske et al., 2021). Além disso, o período analisado foi impactado por eventos econômicos e políticos significativos, como a recessão econômica (Oreiro, 2017), as crises econômicas e as instabilidades políticas (Barbosa, 2015), bem como os efeitos socioeconômicos da crise global desencadeada pela pandemia de Covid-19, que afetaram profundamente as organizações (Castro et al., 2020).

Quanto à composição da amostra, foram adotados os seguintes critérios de exclusão: (i) empresas financeiras e de seguros, pela regulamentação diferenciada que impacta sua estrutura, ocasionando uma alavancagem financeira

que contrasta significativamente com a dos demais setores; (ii) empresas que apresentaram patrimônio líquido negativo e/ou receita líquida negativa, porque distorcem o resultado, quanto à lucratividade, comparada ao capital próprio, e quanto à análise do seu preço de mercado, comparado ao valor contábil (*market to book*); e (iii) observações sem disponibilidade de dados, pois invalidam o cálculo da variável. A Tabela 1 detalha a quantidade de empresas excluídas em cada etapa.

Tabela 1*Composição da Amostra*

Crítérios	Quant. de Empresas (Desempenho a partir do ROA)	Quant. de Empresas (Desempenho a partir do ROE)	Quant. de Empresas (Desempenho a partir do Q de Tobin)
Todas as empresas, de ações ordinárias, listadas na B3, nos anos de 2010 a 2022	391	391	391
(-) Instituições financeiras e seguradoras	(38)	(38)	(38)
(-) Empresas com patrimônio líquido negativo e/ou receita líquida negativa	(26)	(26)	(26)
(-) Ausência de dados para mensurar as variáveis da pesquisa	(21)	(24)	(49)
Total de Empresas	306	303	278
Total de Observações	3.978	3.939	3.614

O total de empresas inicialmente incluídas nesta pesquisa foi distribuído por subsetores, conforme apresentado na Tabela 2. Esses subsetores seguem a classificação da B3, pois apresenta características mais específicas para as atividades desenvolvidas pelas empresas. Ao todo, são 38 categorias setoriais.

Tabela 2*Composição da Amostra por Setor*

Setores	
Agropecuária	Hotéis e restaurantes
Água e saneamento	Madeira e papel
Alimentos processados	Máquinas e equipamentos
Automóveis e motocicletas	Material de transporte
Bebidas	Medicamentos e outros produtos
Comércio	Mídia
Comércio – Material de transporte	Mineração
Comércio e distribuição de alimentos	Petróleo, gás e biocombustíveis
Comércio e distribuição de medicamentos	Produtos de uso pessoal e de limpeza
Computadores e equipamentos	Programas e serviços
Construção civil	Químicos
Construção e engenharia	Serviços diversos
Diversos	Serviços médico-hospitalares, análises e diagnósticos
Embalagens	Siderurgia e metalurgia
Energia elétrica	Tecidos, vestuário e calçados
Equipamentos	Telecomunicações
Exploração de imóveis	Transporte
Gás	Utilidades domésticas
Holdings diversificadas	Viagens e lazer

As características intrínsecas do setor de atuação da empresa podem influenciar a análise, devido a questões regulatórias, ao tipo de atividade, à pressão de mercado, bem como ao grau de amadurecimento de condutas sustentáveis das empresas (Araújo et al., 2022).

Modelo Econométrico

A hipótese de pesquisa foi testada em uma regressão com dados em painel, a partir da Equação 1:

$$DesemFin_{it} = \beta_0 + \beta_1 CG_{it-1} + \beta_2 SIZE_{it-1} + \beta_3 FC_{it-1} + \beta_4 LEV_{it-1} + \beta_5 CRESC_{it-1} + \beta_6 INVEST_{it-1} + \varepsilon_{it} \quad (\text{Equação 1})$$

Onde, a variável dependente do modelo é o desempenho financeiro (*DesemFin*), mensurado a partir das variáveis retorno sobre os ativos (ROA), retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) e valor da empresa (Q de Tobin). A variável de interesse é o *score* da capacidade gerencial (CG), enquanto as variáveis de controle são tamanho (SIZE), fluxo de caixa (FC), alavancagem (LEV), crescimento (CRESC), investimentos (INVEST). Por fim, ε_{it} = erro de estimação do modelo.

A Tabela 3 apresenta de forma detalhada como as variáveis da Equação 1 foram definidas e operacionalizadas, bem como as referências que fundamentaram suas escolhas.

Para isolar as tendências agregadas, incorporadas nas variáveis, foram controlados os efeitos do ano na análise das variáveis CG, SIZE, FC, CRESC e LEV. Para tanto, na análise das regressões, as variáveis explicativas foram defasadas em um ano, em relação à variável explicada (Chiou & Shu, 2019). Além disso, cabe esclarecer que o painel utilizado foi desbalanceado devido aos critérios de exclusão das empresas e ao cálculo da eficiência, que não suporta valores faltantes ou negativos sob a condição de inviabilizar a estimação desse modelo. Entretanto, a remoção de dados faltantes (*missing data*) tem sido usado em vários estudos (Heubeck & Meckl, 2022; Hoang, 2022) e não invalidam a estimação da eficiência gerencial.

Definição e Mensuração das Variáveis

Na Tabela 3 consta a medição dos três conjuntos de variáveis usados para testar empiricamente o modelo econométrico apresentado na Equação 1, especificamente: (i) variáveis dependentes; (ii) variável independente, ou seja, a capacidade gerencial; e (iii) as principais variáveis de controle relacionadas às características da firma.

Tabela 3

Variáveis da pesquisa

Tipo	Variáveis	Siglas	Definições	Sinal Esperado	Referências
Dependente	Retorno sobre ativos	ROA	Proporção do lucro operacional pelo ativo total	NA	Andreou et al. (2017b); Bhutta et al. (2021)
	Retorno sobre patrimônio líquido	ROE	Proporção do lucro líquido pelo patrimônio líquido	NA	Andreou et al. (2017b); Bhutta et al. (2021)
	Q de Tobin	QT	$q = (VMON + VMPN + DIVT) / AT$ VMON e VMPN = valor de mercado das ações ordinárias e preferenciais da empresa, respectivamente; DIVT = valor contábil da dívida total da empresa (passivos circulantes - ativos circulantes + estoques + exigível a longo prazo); AT = valor contábil ativo total da empresa	NA	Andreou et al. (2017b); Wang et al. (2021); Chuah e Foong (2019); Bhutta et al. (2021)
Independente	Capacidade gerencial	CG	Eficiência residual resultante de uma regressão Tobit proposta por Demerjian et al. (2012), que regride a pontuação de eficiência da empresa em um conjunto de variáveis específicas da indústria e da empresa (verificar a Equação 3)	+	Demerjian et al. (2012); Andreou et al. (2017b); Bhutta et al. (2021)
Controle	Tamanho da empresa	SIZE	Logaritmo natural do ativo total	+	Bhutta et al. (2021); Andreou et al. (2016)
	Fluxo de caixa	FC	Logaritmo natural do fluxo de caixa das operações dividido pelo total de ativos	+	Andreou et al. (2017b); Bhutta et al. (2021); Tsai et al. (2021)
	Alavancagem	LEV	Proporção do passivo exigível pelo ativo total	-	Bhutta et al. (2021)
	Crescimento	CRESC	Diferença entre os ativos totais no início e no final do ano, deflacionados pelos ativos totais no início do ano	+	Andreou et al. (2017b); Bhutta et al. (2021)
	Investimentos	INVEST	Proporção de despesas de capital (CAPX) por ativos totais	+	Park e Byun (2021); Bhutta et al. (2021)

Nesta pesquisa, o desempenho financeiro – variável dependente – é medido por três *proxies* diferentes de lucratividade, a saber: retorno sobre os ativos (ROA), retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) e valor de mercado (Q de Tobin). De acordo com Demerjian et al. (2012), Andreou et al. (2017a) e Phan (2021), o ROA representa uma variável de desempenho que pode ser influenciado positivamente em função da alta capacidade gerencial do CEO.

O mesmo acontece com o ROE, segundo Andreou et al. (2017b) e Bhutta et al. (2021). Quanto ao valor de mercado corporativo (Q de Tobin), Wang et al. (2021) afirmam que esta medida reflete a capacidade da equipe do alto escalão responder a eventos extremos, melhorar a utilização de recursos e implementar estratégias.

A mensuração da variável de interesse (capacidade gerencial) é derivada do método proposto por Demerjian et al. (2012), que captura a capacidade dos gestores da empresa de produzir mais receita usando os mesmos, ou até menos, recursos que seus pares do mesmo setor. No entanto, foi realizada uma pequena adaptação no modelo original, retirando o *input* “arrendamentos operacionais líquidos”. Isso porque, de acordo com o Pronunciamento Técnico CPC 06 (R2), esse tipo de arrendamento passa a ser ativado no balanço patrimonial do arrendatário, igualmente como acontece com o arrendamento financeiro. Portanto, deixou de ser considerado despesa de aluguel, exceto nas seguintes situações: arrendamentos de curto prazo (até 12 meses, desde que não haja opção de compra) e os arrendamentos de baixo valor. Nesses casos, em particular, o valor será reconhecido como despesa do período.

Os autores supracitados usam análise envoltória de dados (DEA) para modelar a eficiência da empresa, seguindo um procedimento de duas etapas para quantificar a capacidade gerencial. A primeira etapa requer a estimativa das pontuações da eficiência da empresa definidas como a razão de saídas sobre as entradas, usando o seguinte problema de otimização:

$$\text{Max } \theta = (\cdot (\omega_1 CPV_{it} + \omega_2 DesOper_{it} + \omega_3 Imo_{it} + \omega_4 P\&D_{it} + \omega_5 Goodwill_{it} + \omega_6 OuAI_{it}))^{-1} \quad (\text{Equação 2})$$

Onde, as vendas (Vendas) geradas por cada empresa (o *output*) estão condicionadas aos seguintes insumos: custo dos produtos vendidos (CPV) do início do período; despesas com vendas, gerais e administrativas (DesOper) do início do período; ativo imobilizado (Imo) do final do período; despesa com P&D (P&D); *goodwill* adquirido (*goodwill*); e outros ativos intangíveis (OuAI). Todas essas entradas contribuem para a geração de receita e são afetadas pela capacidade gerencial, pois cada entrada está sujeita ao critério gerencial.

Conforme teorizado por Demerjian et al. (2012), as pontuações de eficiência da empresa são afetadas por fatores específicos da empresa e pela capacidade de gerenciamento. Portanto, o segundo passo visa expurgar o efeito das principais características específicas das empresas, que podem ajudar ou prejudicar a capacidade gerencial. Para isso, as pontuações de eficiência obtidas pela DEA são regredidas pelas seguintes variáveis: tamanho da firma, representado pelo logaritmo natural dos ativos totais (LnAT); participação de mercado (*MarketShare*), medida pelo percentual da receita de vendas da firma *i* em relação ao total da indústria no ano *t*; fluxo de caixa livre (FCL), descrito por uma variável *dummy* que assume o valor 1 para empresas com um fluxo de caixa livre positivo e 0 caso contrário; idade da empresa (LnIda), indicada pelo logaritmo natural do número de anos de fundação; concentração do segmento de negócios (ConcNeg), obtida pela razão entre as vendas de segmentos de negócios individuais e as vendas totais, somadas em todos os segmentos de negócios para o ano *t*; e o indicador de moeda estrangeira (AME), que corresponde a uma variável *dummy* que assume valor 1 para empresas que realizaram ajustes de variação cambial no período e 0, caso contrário. Para tanto, Demerjian et al. (2012) estimam o seguinte modelo de regressão *Tobit* por setor:

Essa equação é executada controlando os efeitos fixos do setor e do ano. O resíduo dessa regressão é a medida de capacidade gerencial. Basicamente, esta é a parcela da eficiência total não explicada por características específicas da empresa e, portanto, pode ser atribuída ao gestor (Andreou et al., 2017b; Bhutta et al., 2021; Jiraporn et al., 2016). Outro canal pelo qual os gestores capazes melhoram o desempenho operacional das empresas é manter e utilizar as reservas de caixa com sabedoria, principalmente quando as empresas têm mais oportunidades de crescimento e investimentos multissegmentados (Siao & Chou, 2013).

Com relação às variáveis de controle, a presente pesquisa se baseou principalmente nos argumentos apresentados por Andreou et al. (2017b) e Bhutta et al. (2021), a saber: o tamanho (SIZE) sinaliza a qualidade e o poder da empresa, de modo que as empresas maiores tendem a ter um acesso mais fácil ao crédito e a condições de financiamento mais favoráveis, o que lhes permite realizar mais investimentos. O fluxo de caixa é um canal essencial de financiamento corporativo, que influencia diretamente as decisões de investimento das empresas, especialmente em mercados com imperfeições no acesso ao financiamento externo (Yi, 2023). Assim, espera-se que os gestores de empresas com maior disponibilidade de caixa sejam capazes de realizar projetos com valor presente líquido positivo de forma mais eficaz (Demerjian et al., 2012).

A alavancagem (LEV) é o valor contábil da dívida dividido pelo valor contábil dos ativos totais, podendo representar possíveis distorções de investimento e de impedimentos ao financiamento em caso de superendividamento. De acordo com Bhutta et al. (2021), as chances de inadimplência e mais encargos financeiros fixos levam empresas altamente alavancadas a um baixo desempenho. Assim, gestores de empresas altamente alavancadas tendem a buscar um desempenho operacional sólido para assegurar o cumprimento de suas obrigações financeiras. A necessidade de gerar fluxo de caixa suficiente para cobrir os pagamentos da dívida pode incentivar uma gestão mais eficiente, impulsionando a produtividade e o desempenho da empresa (Arhinful & Radmehr, 2023).

Além disso, a taxa de crescimento de ativos (CRESC) é inserida no estudo porque presume-se que gestores capazes e de renome utilizariam melhor os recursos disponíveis no ambiente desafiador e alcançariam um crescimento sustentável, resultando numa maior rentabilidade interna (Andreou et al., 2017a). Isso é particularmente importante

na presença de oportunidades de crescimento, uma vez que pode facilitar uma continuidade de investimentos, especialmente se essas empresas enfrentarem dificuldades em obter financiamento externo (Andreou et al., 2017a; Bhutta et al., 2021).

Por fim, a variável investimento (INVEST) integrou a pesquisa por esperar que executivos capazes possam adotar investimentos que maximizem o valor líquido presente de uma empresa, impactando positivamente o crescimento, a sustentabilidade, o desempenho futuro e o valor da empresa (Park & Byun, 2021).

Análise e Discussão dos Resultados

Nesta seção, serão abordados e discutidos os resultados apurados na presente pesquisa, obtidos por meio da estatística descritiva e de regressões, com o objetivo de testar a hipótese proposta e analisar o efeito da capacidade gerencial no desempenho financeiro das companhias brasileiras. Ressalta-se que o desempenho financeiro foi capturado a partir de três métricas distintas: ROA, ROE e Q de Tobin.

Análise Descritiva das Variáveis

Com base nas informações apresentadas na Tabela 4, observa-se que a alavancagem (LEV) apresenta a maior média (57,88) e o terceiro maior desvio-padrão (19,83) entre as variáveis da pesquisa. Por outro lado, o fluxo de caixa (FC) indica a menor média (-2,36) e um desvio-padrão de 0,83. Com isso, verifica-se que geralmente as empresas financiam suas atividades – sobretudo com capital de terceiros – e que não há disponibilidade de caixa. Tais evidências contrastam com os achados de Bhutta et al. (2021), os quais encontraram um caixa médio de 0,05 e uma alavancagem média de 0,69, entre as empresas listadas na Bolsa de Valores do Paquistão. Além disso, divergem dos resultados de Andreou et al. (2017a), cujas médias de alavancagem e fluxo de caixa das companhias são 0,26 e 0,21, respectivamente.

Tabela 4

Análise Descritiva das Variáveis

Variáveis	Nº de Observações	Mínimo	Máximo	Média	Mediana	Desvio-Padrão
ROA	2565	-123,96	107,67	3,49	3,74	9,81
ROE	2502	-286,33	231,55	6,91	9,33	32,11
Q de Tobin	2208	-0,40	7,93	1,05	0,83	0,80
CG	2565	-0,66	0,72	0,00	-0,02	0,23
SIZE	2565	9,56	20,71	15,06	15,07	1,76
FC	2321	-7,37	0,17	-2,36	-2,24	0,83
LEV	2565	5,01	184,73	57,88	58,60	19,83
CRESC	2565	-0,76	13.539,11	8,24	0,02	290,24
INVEST	2565	-2,85	0,73	0,05	0,04	0,10

Nota: ROA – retorno sobre os ativos; ROE – retorno sobre o patrimônio líquido; Q de Tobin – valor da empresa; CG – capacidade gerencial; SIZE – tamanho da empresa; FC – fluxo de caixa; LEV – alavancagem; CRESC – crescimento; INVEST – investimentos.

Percebe-se, também, que o retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) e o crescimento das empresas (CRESC) possuem os maiores desvio-padrão, registrando 32,11 e 290,24, respectivamente. Isso implica dizer que, essas variáveis evidenciam uma distribuição com maior grau de dispersão dos dados, ocasionando um maior distanciamento da mediana em relação à média, que, neste caso, foi de 6,91 e 8,24. Frequentemente, isso ocorre por conta da heterogeneidade das empresas em análise. Esse resultado se distanciou daquele verificado por Bhutta et al. (2021), visto que estes autores identificaram um ROE negativo de -0,0531 e um CRESC de 0,75. No estudo de Andreou et al. (2017a), a média dessas duas variáveis foram 0,190 e 0,128, ou seja, embora positivas, ambas com valores bem aquém do resultado identificado no contexto brasileiro.

Análises dos Resultados Econômicos

Este estudo utiliza dados em painel que possuem características invariantes no tempo. Portanto, as empresas são mais propensas a experimentar a heterogeneidade não observada. O painel mais indicado para a análise dos dados da pesquisa são determinados após os testes de *Chow* e *Hausman*. De acordo com Magalhães e Andrade (2009), a aplicação do teste de *Chow* permite testar se parte ou a totalidade dos parâmetros do modelo de regressão difere entre dois conjuntos de observações, mediante a não rejeição ou a rejeição da hipótese nula. O teste apresentou

Prob>F = 0,0000, evidenciando que o modelo de efeitos fixos é mais adequado. O mesmo resultado se obteve com o teste de *Hausman*, com resultado Prob>F = 0,0000. Sendo assim, conclui-se que o melhor modelo também é o de efeito fixo.

Além disso, verificou-se, por meio dos testes de *Wooldridge* e *Wald*, que existiam problemas de autocorrelação e heteroscedasticidade, respectivamente. Para corrigir esses dois problemas, realizou-se o teste de Driscoll e Kraay (1998), para os erros padrões dos coeficientes estimados por efeitos fixos, sendo esses erros robustos à heteroscedasticidade e à correlação temporal e espacial (Missio, 2012). Na Tabela 5, consta o modelo de regressão com dados em painel, de efeitos fixos com robustez, cuja variável dependente foi mensurada pelo ROA, ROE e Q de Tobin.

Tabela 5

Resultado da Regressão em Painel de Efeitos Fixos dos Dados de 2010 a 2022

Variáveis	Dados em Painel de Efeitos Fixo – Robusto		
DesemFin	Dependente – ROA	Dependente – ROE	Dependente - Q de Tobin
β_0	13,297 (0,081)	5,0432 (0,858)	2,8846* (0,056)
CG	3,4437** (0,038)	12,0946** (0,034)	0,0983 (0,554)
SIZE	0,8408 (0,196)	3,8454* (0,087)	-0,0874 (0,351)
FC	4,0437*** (0,000)	10,2850*** (0,000)	0,1494*** (0,000)
LEV	-0,1978*** (0,000)	-0,5041*** (0,002)	-0,0028* (0,067)
CRESC	-0,0002** (0,010)	-0,0001 (0,669)	0,1097*** (0,002)
INVEST	-8,4155 (0,286)	3,6673 (0,859)	0,6604 (0,130)
Setor	SIM	SIM	SIM
Observações:	2321	2273	2003
R ²	0,2285	0,1097	0,0575

$$DesemFin_{it} = \beta_0 + \beta_1 CG_{it-1} + \beta_2 SIZE_{it-1} + \beta_3 FC_{it-1} + \beta_4 LEV_{it-1} + \beta_5 CRESC_{it-1} + \beta_6 INVEST_{it-1} + \beta_6 Setor + \varepsilon_{it}$$

Nota: i) DesemFin – desempenho financeiro; ROA – retorno sobre os ativos; ROE – retorno sobre o patrimônio líquido; Q de Tobin – valor da empresa; CG – capacidade gerencial; SIZE – tamanho da empresa; FC – fluxo de caixa; LEV – alavancagem; CRESC – crescimento; INVEST – Investimentos; Setor ii) *, ** e *** significância estatística a 10%, 5% e 1%, respectivamente.

De acordo com as informações descritas na Tabela 5, a capacidade gerencial (CG) exerce um impacto positivo e significativo, ao nível de 5%, sobre o retorno sobre ativos (ROA) e o retorno sobre o patrimônio líquido (ROE). No entanto, essa influência não se estende ao valor de mercado das empresas (Q de Tobin), conforme os coeficientes encontrados: 3,4437 para ROA e 12,0946 para ROE. Esses resultados apoiam a hipótese de que uma maior capacidade gerencial melhora o desempenho financeiro da empresa, principalmente em indicadores contábeis, corroborando os achados de estudos anteriores (Andreou et al., 2017a; Bhutta et al., 2021; Chuah & Foong, 2019; Lee et al., 2018; Yung & Chen, 2018). Esses estudos indicaram que a alta capacidade gerencial tem um efeito positivo no desempenho básico das empresas, principalmente devido ao acesso e à gestão eficiente dos recursos disponíveis.

Entretanto, os resultados não indicam que a capacidade gerencial influencie o valor de mercado, representado pelo Q de Tobin. Esse indicador reflete a avaliação do mercado sobre a empresa, e é possível que o mercado não incorpore imediatamente ou de maneira evidente a capacidade gerencial na precificação das ações. O valor de mercado pode ser afetado por fatores externos e variáveis macroeconômicas, o que pode diluir o impacto da capacidade gerencial. Isso sugere que, enquanto a capacidade gerencial pode ter um efeito positivo sobre os indicadores contábeis (ROA e ROE), seu impacto sobre o valor de mercado da empresa pode ser mascarado por essas variáveis externas, como argumentado por Bhutta et al. (2021). Esses achados não corroboram os resultados de Atawnah et al. (2024), que observaram uma relação positiva entre a capacidade gerencial e o valor da empresa, afirmando que um aumento de um desvio-padrão estava associado a um aumento de 5,7% no valor da empresa em relação ao nível médio.

Em termos de variáveis de controle, a capacidade das empresas de gerar mais fluxos de caixa (FC) amplia em 404,37% o retorno sobre os ativos (ROA), em 1028,50% o retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) e em 14,94% o valor de mercado (Q de Tobin). Esse resultado corrobora os achados de Siao e Chou (2013), que defendem que os

gestores capacitados contribuem para o melhor desempenho operacional das empresas ao manterem e utilizarem as reservas de caixa com sabedoria. Além disso, Tsai et al. (2021) identificaram que, as empresas com CEOs habilitados poderiam melhorar as suas restrições financeiras e o valor das reservas de caixa. Assim, as empresas que detêm mais caixa dispõem de recursos suficientes para agarrar oportunidades em períodos de restrição financeira, o que pode resultar em um maior valor da empresa.

No entanto, nota-se que a alavancagem (LEV) gerou uma perda de 19,78% sobre o ROA. Esse declínio também é visualizado nas variáveis ROE e Q de Tobin, as quais apresentaram um percentual negativo de 50,41% e 0,28, respectivamente. Trata-se de uma perspectiva que converge com Bhutta et al. (2021), os quais identificaram uma influência negativa da alavancagem sobre o desempenho das empresas. Para Park e Byun (2021), a alavancagem demonstra ter um impacto negativo no valor da empresa, devido ao aumento dos custos dos juros correspondentes aos custos correntes – que são negativos para o desempenho futuro –, além de aumentar o risco financeiro.

Também foi identificada uma relação positiva entre as variáveis Q de Tobin e CRESC, na pesquisa realizada por Bhutta et al. (2021). Nesse caso, o crescimento possibilitou um aumento de 10,97% no valor da empresa, semelhante às empresas do Paquistão. Ademais, contrariando esses autores, foi identificada uma relação negativa entre as variáveis ROA e CRESC, demonstrando que o crescimento ocasiona uma diminuição de 0,02% no retorno sobre os ativos das empresas. O crescimento só não afetou o ROE, como era o esperado. Segundo o argumento de Andreou et al. (2017a), os gestores mais capacitados utilizam melhor os recursos disponíveis nas empresas, mesmo quando estas se encontram em um ambiente desafiador; logo, tendem a apresentar uma maior rentabilidade.

Outro aspecto que chama atenção diz respeito à variável investimentos (INVEST), que não apresentou poder preditivo do ROA, contrastando o resultado obtido por Bhutta et al. (2021). Esses autores afirmam que os investimentos em bens de capital estariam associados a perdas no Paquistão. Ressalta-se que, as empresas intensivas em investimento precisam ser analisadas de perto, dado que investem primeiro para ter o retorno depois – podendo esse retorno não vir a se concretizar. Ausência de significância também foi verificada na relação com o ROE e Q de Tobin, porém, nesses dois casos, o resultado foi identificado no contexto das empresas do Paquistão, segundo consulta ao trabalho de Bhutta et al. (2021). Todavia, a perspectiva descrita por Park e Byun (2021) aborda a adoção de investimentos, por parte dos executivos capacitados, para maximizar a empresa, impactando positivamente o crescimento, a sustentabilidade, o desempenho futuro e o valor da empresa.

Quando observado o tamanho (SIZE), identifica-se que esta variável aumenta em 384,54% o retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) das companhias brasileiras; resultado semelhante ao de Bhutta et al. (2021), porém, em menor proporção. Para esses autores, quanto maior a empresa, mais fáceis e vantajosas são as condições de financiamento, o que facilita a realização de mais investimentos. Por outro lado, o ROA e Q de Tobin não indicaram significância estatística, como era esperado. Portanto, o tamanho da empresa não influenciou nem o retorno sobre o ativo nem o valor da empresa.

Pelo exposto, conclui-se que a hipótese de pesquisa (H1: A capacidade gerencial está associada significativa e positivamente com o melhor desempenho na empresa) é rejeitada parcialmente, pois a capacidade gerencial (CG) impacta, ao nível de 5%, diretamente o retorno sobre os ativos (ROA) e o retorno sobre o patrimônio líquido (ROE); no entanto, o mesmo não acontece com o valor de mercado das empresas (Q de Tobin). Neste último caso, observou-se uma contradição em relação à afirmação de Wang et al. (2021), segundo a qual o Q de Tobin é uma medida capaz de refletir a capacidade da equipe de alto escalão em melhorar a utilização de recursos e implementar estratégias na empresa, conduzindo a um melhor desempenho financeiro. Todavia, o resultado das variáveis ROA e ROE se enquadra na vertente de Phan (2021) e Bhutta et al. (2021), que identificaram que essas variáveis são influenciadas pela capacidade gerencial do CEO.

Discussão dos resultados

Os resultados deste estudo sobre a relação entre capacidade gerencial e desempenho financeiro das empresas brasileiras apresentam tanto convergências quanto divergências, em relação a outros contextos econômicos e culturais, conforme apontado na literatura. Em mercados desenvolvidos, como os Estados Unidos e países da Europa Ocidental, há evidências consistentes de que a capacidade gerencial impacta positivamente, tanto os indicadores contábeis (ROA e ROE) quanto os de mercado (Q de Tobin), como demonstrado por Demerjian et al. (2012) e Andreou et al. (2017). No Brasil, no entanto, os achados indicam que a capacidade gerencial melhora a rentabilidade das empresas, mas não exerce influência significativa sobre sua precificação pelo mercado. Esse fenômeno pode ser explicado por fatores estruturais, como menor transparência informacional, volatilidade econômica e a baixa eficiência dos mercados de capitais em absorver e refletir rapidamente as competências gerenciais na avaliação das empresas.

Ao considerar economias emergentes, observa-se um cenário mais heterogêneo. Em países como Malásia e Indonésia, estudos como os de Chuah e Foong (2019) e Anom (2018) identificaram que a capacidade gerencial afeta tanto o desempenho contábil quanto a percepção de mercado. Já Bhutta et al. (2021), ao analisarem o Paquistão, verificaram um padrão semelhante ao do Brasil, onde a capacidade gerencial melhora os resultados operacionais, mas limita seu reflexo no valor de mercado. Esse comportamento sugere que, em economias emergentes, fatores

institucionais como maior intervenção estatal e dificuldades de acesso ao financiamento externo podem reduzir a capacidade do mercado de incorporar plenamente as habilidades gerenciais na precificação das empresas.

Além dos fatores econômicos, há variações culturais relevantes na percepção e valorização da capacidade gerencial. Em economias de cultura coletivista, como China e Coreia do Sul, a estrutura de propriedade concentrada e os laços entre empresas e governo tendem a influenciar mais fortemente a performance empresarial do que a competência gerencial individual (Wang et al., 2021). Por outro lado, mercados desenvolvidos, onde predominam culturas mais individualistas e meritocráticas, impõem maior pressão para que os gestores demonstrem eficiência na alocação de recursos e na criação de valor para os acionistas (Phan, 2021). Essa diferença pode ajudar a explicar o motivo de, em alguns países, o impacto da capacidade gerencial ser percebido com maior clareza nos indicadores financeiros das empresas.

Essas diferenças reforçam a importância de considerar os contextos econômico e institucional, ao interpretar os impactos da capacidade gerencial no desempenho financeiro. Do ponto de vista teórico, os resultados corroboram a Teoria dos Escalões Superiores (Hambrick & Mason, 1984), ao demonstrar que a eficiência gerencial influencia diretamente a lucratividade das empresas.

Em termos práticos, os resultados destacam a necessidade de fortalecer os mecanismos de transparência no Brasil, de modo que o mercado passe a reconhecer mais amplamente o valor da capacidade gerencial na precificação das empresas. Além disso, fornecem subsídios para que gestores e investidores considerem não apenas as métricas tradicionais de desempenho, mas também o papel estratégico da liderança na criação de valor a longo prazo. Assim, esses *insights* são particularmente relevantes para empresas que buscam aprimorar suas práticas de gestão, bem como para formuladores de políticas interessados em melhorar a eficiência e a competitividade do mercado de capitais brasileiro.

Considerações Finais

A literatura postula que os executivos corporativos têm influência significativa sobre a decisão estratégica de uma empresa (Hambrick & Mason, 1984). Coerente com essa visão, estudos internacionais sugerem que a capacidade gerencial do CEO representa a habilidade mais valiosa de um CEO em afetar o desempenho da empresa (Bhutta et al., 2021; Kor & Mesko, 2013; Rajgopal et al., 2006). Sob tal perspectiva, este artigo investigou o efeito da capacidade gerencial no desempenho financeiro das companhias brasileiras, no período de 2010 a 2022.

O resultado obtido ao testar a hipótese (H1: A capacidade gerencial está associada significativa e positivamente com o melhor desempenho na empresa) mostra que a capacidade gerencial dos CEOs impacta na lucratividade das companhias brasileiras, no que se refere ao retorno sobre os ativos (ROA) e ao retorno sobre o patrimônio líquido (ROE). No entanto, esse efeito não se estende para o valor de mercado das empresas (Q de Tobin). Diante disso, nota-se uma elevada eficiência desses executivos em gerar lucros a partir de seus ativos, bem como em relação ao capital dos acionistas. Portanto, concebe-se a ideia de que as habilidades desenvolvidas pelos gestores implicam em um aumento de riqueza para as empresas, sendo indispensável nas decisões corporativas.

No entanto, ao analisar o indicador de mercado (Q de Tobin), percebe-se que não podemos inferir que este é influenciado pela capacidade gerencial, embora seja considerada uma medida capaz de captar as oportunidades de crescimento da empresa, visto que ela considera a relação existente entre o valor de mercado das empresas e o custo de reposição do capital. É possível que a ausência de significância estatística esteja associada à dificuldade de mensurar o valor de reposição dos ativos e, por consequência, os resultados podem não ser os mais fiéis, necessitando-se de uma maior investigação por outras métricas.

Outros aspectos verificados são: (i) os investimentos em bens de capital realizados pelas companhias brasileiras não conduziram a um maior desempenho financeiro; (ii) o crescimento das empresas mostrou-se relevante para a determinação do valor de mercado das companhias, embora a situação inversa tenha ocorrido na relação com o retorno sobre os ativos; (iii) a alavancagem reduz a lucratividade das empresas, possivelmente pelos elevados custos nos financiamentos de longo prazo, fato recorrente no Brasil; (iv) o fluxo de caixa proporcionou uma ampliação nos resultados financeiros, provavelmente pela possibilidade de realizar investimentos que maximizam os resultados das empresas; e, por fim, (v) o tamanho da empresa só repercutiu positivamente no retorno sobre o patrimônio líquido, haja vista, que os acionistas costumam observar, com bons olhos, empresas que detêm uma boa estrutura patrimonial, sendo o total de ativos um indicativo de como a empresa tem organizado suas operações.

Os achados sugerem que empresas devem investir no aprimoramento das habilidades gerenciais por meio de treinamentos, mentorias e processos seletivos que priorizem competências estratégicas. Além disso, os resultados indicam que gestores mais capacitados conseguem alocar recursos de forma mais eficiente, impulsionando a lucratividade da empresa mesmo em cenários adversos. Isso reforça a importância de mecanismos de monitoramento que valorizem a tomada de decisão qualificada. Dessa forma, este estudo contribui para a gestão empresarial ao destacar o impacto concreto das habilidades gerenciais no desempenho financeiro, fornecendo *insights* práticos para executivos, conselhos administrativos e investidores interessados na criação de valor a longo prazo.

Este estudo também contribui para a literatura ao investigar a relação entre capacidade gerencial e desempenho financeiro no contexto brasileiro, um mercado emergente com desafios econômicos e institucionais distintos. A pesquisa avança ao adaptar a metodologia de Demerjian et al. (2012) para medir a eficiência gerencial, demonstrando que

essa capacidade impacta positivamente os indicadores contábeis (ROA e ROE), mas não influencia diretamente o valor de mercado (Q de Tobin), desafiando pressupostos da literatura sobre a precificação de mercado. Além disso, reforça-se a Teoria dos Escalões Superiores, ao evidenciar que as habilidades dos gestores afetam a performance empresarial, e destacam-se as implicações para práticas de recrutamento e desenvolvimento de lideranças. Com isso, proporciona-se uma base sólida para pesquisas futuras, oferecendo-se *insights* para empresas e formuladores de políticas que buscam otimizar o desempenho organizacional em um ambiente de negócios dinâmico e desafiador. É importante reconhecer que esses resultados são dinâmicos e podem evoluir ao longo do tempo, reforçando a importância da continuidade da pesquisa nesse campo em constante mutação.

Ressalta-se que algumas limitações ocorreram no desenvolvimento do estudo. Primeiramente, a pesquisa foca exclusivamente no desempenho das empresas no mercado brasileiro, o que restringe a quantidade de observações disponíveis e o período de análise (2010 a 2022), devido à necessidade de considerar o período pós-adoção das Normas Internacionais de Contabilidade. Além disso, não foi realizada uma análise empírica específica sobre o impacto da capacidade gerencial no desempenho empresarial. Em segundo lugar, a *proxy* utilizada para medir a capacidade gerencial pode apresentar limitações decorrentes de possíveis erros de mensuração nas variáveis contábeis empregadas – como *inputs* e *outputs* – na estimação da eficiência das empresas. Adicionalmente, a variável Q de Tobin, utilizada como *proxy* para o valor da empresa, pode não refletir com precisão o valor de reposição dos ativos, conforme originalmente proposto por James Tobin (1969), uma vez que sua estimativa é baseada no valor contábil da dívida, em vez do valor de mercado. Futuras pesquisas podem explorar métricas alternativas para mensurar a capacidade gerencial, considerando as características do CEO, como idade, formação acadêmica e experiência no setor. Além disso, um ponto relevante a ser investigado é a influência da capacidade gerencial nas estratégias de investimento das empresas, analisando como CEOs mais capacitados tomam decisões sobre alocação de capital, inovação e P&D. Avaliar o impacto do contexto macroeconômico, especialmente durante crises econômicas – sobre a capacidade dos executivos de gerar valor e a resiliência das empresas em mercados emergentes – também seria uma área importante para futuras investigações. Por fim, é essencial explorar como fatores – tais como crescimento da empresa, alavancagem e fluxo de caixa – interagem com as habilidades gerenciais na maximização dos resultados.

Referências

- Amorim, D. P. de L., Camargos, M. A. de, & Pinto, B. F. (2021). Análise do capital de giro das empresas listadas na b3 frente à crise econômica brasileira. *Revista Evidenciação Contábil & Finanças*, 9(3), 49-70. <https://doi.org/10.22478/ufpb.2318-1001.2021v9n3.55834>
- Andreou, P. C., Philip, D., & Robejsek, P. (2016). Bank liquidity creation and risk-taking: Does managerial ability matter? *Journal of Business Finance & Accounting*, 43, 226–259. <https://doi.org/10.1111/jbfa.12169>
- Andreou, P. C., Karasamani, I., Louca, C., & Ehrlich, D. (2017a). The impact of managerial ability on crisis-period corporate investment. *Journal of Business Research*, 79, 107–122. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2017.05.022>
- Andreou, P. C., Louca, C., & Petrou, A. P. (2017b). CEO age and stock price crash risk. *Review of Finance*, 21(3), 1287–1325. <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0148296317301765>
- Anggraini, P. G., & Sholihin, M. (2023). What do we know about managerial ability? A systematic literature review. *Management Review Quarterly*, 73(1), 1–30. <https://doi.org/10.1007/s11301-021-00229-6>
- Anom, A. N. M. (2018). The effect of managerial ability on firm performance with earning management as intervening variable. *Russian Journal of Agricultural and Socio-Economic Sciences*, 80(8), 149–155.
- Anshori, M., & Iswati, S. (2009). *Quantitative Research Methodology*. Surabaya.
- Araújo, R. A. de M., Correia, T. de S., & Câmara, R. P. de B. (2022). Influência da Inovação Ambiental na Sustentabilidade Corporativa em Companhias Latino-Americanas. *Organizações & Sociedade*, 29(101), 297–322. <https://doi.org/10.1590/1984-92302022v29n0013PT>
- Arhinful, R., & Radmehr, M. (2023). The effect of financial leverage on financial performance: Evidence from non-financial institutions listed on the Tokyo stock market. *Journal of Capital Markets Studies*, 7(1), 53–71. <https://doi.org/10.1108/JCMS-10-2022-0038>
- Atawnah, N., Eshraghi, A., Baghdadi, G. A., & Bhatti, I. (2024). Managerial ability and firm value: A new perspective. *Research in International Business and Finance*, 67, 1-17. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2023.102133>

- Bellner, B. W. (2014). *Dynamic managerial capabilities and competitive advantage: an empirical analysis of managers from the finance and insurance and real estate sectors*. [Doctoral Dissertation]. Heriot-Watt University.
- Bhutta, A. I., Sheikh, M. F., Munir, A., Naz, A., & Saif, I. (2021). Managerial ability and firm performance: Evidence from an emerging market. *Cogent Business & Management*, 8(1), 1-22. <https://doi.org/10.1080/23311975.2021.1879449>
- Castro, B. L. G. de, Oliveira, J. B. B. de, Morais, L. Q., & Gai, M. J. P. (2020). COVID-19 e organizações: Estratégias de enfrentamento para redução de impactos. *Revista Psicologia Organizações e Trabalho*, 20(3), 1059–1063. <https://doi.org/10.17652/rpot/2020.3.20821>
- Chang, Y. Y., Dasgupta, S., & Hilary, G. (2010). CEO ability, pay, and firm performance. *Management Science*, 56(10), 1633–1652. <https://doi.org/10.1287/mnsc.1100.1205>
- Chatjuthamard, P., Jiraporn, P., Tong, S., & Singh, M. (2016). Managerial talent and corporate social responsibility (CSR): How do talented managers view corporate social responsibility? *International Review of Finance*, 16(2), 265–276. <https://doi.org/10.1111/irfi.12067>
- Chiou, C.-L., & Shu, P.-G. (2019). How does foreign pressure affect a firm's corporate social performance? Evidence from listed firms in Taiwan. *Journal of Multinational Financial Management*, 51, 1–22. <https://doi.org/10.1016/j.mulfin.2019.04.006>
- Chuah, S.-F., & Foong, S.-S. (2019). Managerial ability and firm performance in Malaysia: Do familiness and foreignness of the CEOs matter? *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies*, 22(3), 1-31. <https://doi.org/10.1142/S0219091519500176>
- Corrêa, R. O., Bueno, E. V., Kato, H. T., & Silva, L. M. de O. (2019). Dynamic managerial capabilities: Scale development and validation. *Managerial and Decision Economics*, 40(1), 3–15. <https://doi.org/10.1002/mde.2974>
- Cui, H., Chen, C., Zhang, Y., & Zhu, X. (2019). Managerial ability and stock price crash risk. *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 26(5), 532–554. <https://doi.org/10.1080/16081625.2019.1636662>
- Demerjian, P., Lev, B., & McVay, S. (2012). Quantifying managerial ability: A new measure and validity tests. *Management Science*, 58(7), 1229–1248. <https://doi.org/10.1287/mnsc.1110.1487>
- Demerjian, P. R., Lev, B., Lewis, M. F., & McVay, S. E. (2013). Managerial ability and earnings quality. *The Accounting Review*, 88(2), 463–498. <https://doi.org/10.2308/accr-50318>
- Driscoll, J. C., & Kraay, A. C. (1998). Consistent Covariance Matrix Estimation with Spatially Dependent Panel Data. *Review of Economics and Statistics*, 80(4), 549-560. <https://doi.org/10.1162/003465398557825>
- Fagundes, F. M., Brugni, T. V., & Nossa, S. N. (2024). Habilidade gerencial e qualidade da informação contábil no Brasil. *Revista Catarinense da Ciência Contábil*, 23, 1-14. <https://doi.org/10.16930/2237-766220243421>
- Fan, J. P., Wei, K. J., & Xu, X. (2011). Corporate finance and governance in emerging markets: A selective review and an agenda for future research. *Journal of Corporate Finance*, 17(2), 207–214. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2010.12.001>
- Fernando, G. D., Jain, S. S., & Tripathy, A. (2020). This cloud has a silver lining: Gender diversity, managerial ability, and firm performance. *Journal of Business Research*, 117, 484–496. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2020.05.042>
- Finkelstein, S., & Hambrick, D. C. (1990). Top-management-team tenure and organizational outcomes: The moderating role of managerial discretion. *Administrative Science Quarterly*, 35(3), 484–503. <https://doi.org/10.2307/2393314>
- García-Sánchez, I.-M., & Martínez-Ferrero, J. (2018). Chief executive officer ability, corporate social responsibility, and financial performance: The moderating role of the environment. *Business Strategy and the Environment*, 28(4), 542–555. <https://doi.org/10.1002/bse.2263>
- Hambrick, D. C. (2007). Upper echelons theory: An update. *Academy of Management Review*, 32(2), 334–343. <https://doi.org/10.5465/amr.2007.24345254>

- Hambrick, D. C., & Mason, P. A. (1984). Upper echelons: The organization as a reflection of its top managers. *Academy of Management Review*, 9(2), 193–206. <https://doi.org/10.5465/amr.1984.4277628>
- Heubeck, T., & Meckl, R. (2022). Antecedents to cognitive business model evaluation: A dynamic managerial capabilities perspective. *Review of Managerial Science*, 16(8), 2441–2466. <https://doi.org/10.1007/s11846-021-00503-7>
- Hoang, K. (2022). How does corporate R&D investment respond to climate policy uncertainty? Evidence from heavy emitter firms in the United States. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 29(4), 936–949. <https://doi.org/10.1002/csr.2246>
- Huang, X. S., & Sun, L. (2017). Managerial ability and real earnings management. *Advances in Accounting*, 39, 91–104. <https://doi.org/10.1016/j.adiac.2017.08.003>
- Jarske, F., Matos, R. B. de, Rocha, L. F., Reina, D. R. M., Reina, D., & Lemes, S. (2021). Normas Internacionais de Contabilidade: Tendências e Perspectivas. *Administração de Empresas em Revista*, 3(25), 01–29. <http://www.poncedaher.net.br/egen/sites/default/files/Normas%20Internacionais%20de%20Contabilidade%20Tend%C3%AAncias%20ePerspectivas.pdf>
- Jiraporn, P., Leelalai, V., & Tong, S. (2016). The effect of managerial ability on dividend policy: How do talented managers view dividend payouts? *Applied Economics Letters*, 23(12), 857–862. <https://doi.org/10.1080/13504851.2015.1114572>
- Kogut, C. S., & Mejri, K. (2022). Female entrepreneurship in emerging markets: Challenges of running a business in turbulent contexts and times. *International Journal of Gender and Entrepreneurship*, 14(1), 95–116. <https://doi.org/10.1108/IJGE-03-2021-0052>
- Kor, Y. Y., & Mesko, A. (2013). Dynamic managerial capabilities: Configuration and orchestration of top executives' capabilities and the firm's dominant logic. *Strategic Management Journal*, 34(2), 233–244. <https://doi.org/10.1002/smj.2000>
- Lee, W. S., Sun, K.-A., & Moon, J. (2018). Application of upper echelon theory for corporate social responsibility dimensions: Evidence from the restaurant industry. *Journal of Quality Assurance in Hospitality & Tourism*, 19(3), 387–414. <https://doi.org/10.1080/1528008X.2017.1421492>
- Lunardi, M. A., Ferrari, A., & Klann, R. C. (2022). Habilidade gerencial e gerenciamento de resultados contábeis. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 19(51), 53–72. <https://doi.org/10.5007/2175-8069.2022.e79278>
- Magalhães, S. R., & Andrade, E. A. (2009). Testes à igualdade dos parâmetros de um modelo de regressão: uma aplicação especial das variáveis binárias (dummy). *Revista E-Xacta*, 2(3), 1–4.
- Missio, F. J. (2012, 22 a 24 de agosto). Câmbio Real e Crescimento: Novas Evidências Empíricas. [Apresentação de trabalho]. 5º Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira Keynesiana, São Paulo.
- Ng, S., Pahlevi, C., & Habbe, A. H. (2015). Managerial ability and monitoring structure as a mechanism for improving the quality of earnings and the value of the firms listed in Indonesia stock exchange. *Scientific Research Journal*, 3, 25–39.
- Oreiro, J. L. (2017). A grande recessão brasileira: Diagnóstico e uma agenda de política econômica. *Estudos Avançados*, 31(89), 75–88. <https://doi.org/10.1590/s0103-40142017.31890009>
- Palvia, A., Vähämaa, E., & Vähämaa, S. (2015). Are female CEOs and chairwomen more conservative and risk averse? Evidence from the banking industry during the financial crisis. *Journal of Business Ethics*, 131, 577–594. <https://doi.org/10.1007/s10551-014-2288-3>
- Park, J., Ko, C. Y., Jung, H., & Lee, Y.-S. (2016). Managerial ability and tax avoidance: Evidence from Korea. *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 23(4), 449–477. <https://doi.org/10.1080/16081625.2015.1017590>
- Park, W., & Byun, C. (2021). Effect of sme's managerial ability and executive compensation on firm value. *Sustainability*, 13(21), 1–16. <https://doi.org/10.3390/su132111828>

- Phan, N. H. (2021). Managerial ability, managerial incentives and firm performance: Empirical evidence from Vietnam. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8(4), 193–200. <https://doi.org/10.13106/jafeb.2021.vol8.no4.0193>
- Siao, W.-S., & Chou, T.-K. (2013). *Does managerial ability improve value of cash holdings?* <https://doi.org/10.1016/j.adiaac.2016.02.002>
- Sun, L. (2016). Managerial ability and goodwill impairment. *Advances in Accounting*, 32, 42–51. <https://doi.org/10.1016/j.adiaac.2016.02.002>
- Sun, L. (2017). Managerial ability and chemical releases. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, 8, 281–306. <https://doi.org/10.1108/SAMPJ-09-2016-0062>
- Ting, I. W. K., Tebourbi, I., Lu, W.-M., & Kweh, Q. L. (2021). The effects of managerial ability on firm performance and the mediating role of capital structure: Evidence from Taiwan. *Financial Innovation*, 7(1), 1–23. <https://doi.org/10.1186/s40854-021-00320-7>
- Tran, N. P., & Vo, D. H. (2020). Human capital efficiency and firm performance across sectors in an emerging market. *Cogent Business & Management*, 7(1), 1-15. <https://doi.org/10.1080/23311975.2020.1738832>
- Wang, W.-K., Lu, W.-M., Kweh, Q. L., & Lee, J.-J. (2021). Management characteristics and corporate performance of Chinese chemical companies: The moderating effect of managerial ability. *International Transactions in Operational Research*, 28(2), 976–995. <https://doi.org/10.1111/itor.12575>
- Yi, E. (2023). Corporate governance, information disclosure and investment-cash flow sensitivity. *Finance Research Letters*, 55, 1-8. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2023.103942>
- Yung, K., & Chen, C. (2018). Managerial ability and firm risk-taking behavior. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 51(4), 1005–1032. <https://doi.org/10.1007/s11156-017-0695-0>

Como citar:

Araújo, R. A. M., Silva, A. R., Duarte, J. M. S., & Lucena, W. G. L. (2025). Impacto da Capacidade Gerencial no Desempenho Financeiro das Cias Brasileiras. *Revista Ciências Administrativas*, 31, 1-15. <http://doi.org/10.5020/2318-0722.2025.31.e15021>

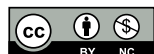
Endereço para correspondência:

Risolene Alves de Macena Araújo
E-mail: risolenee@hotmail.com

Adriana Rodrigues Silva
E-mail: adrianarsilva.ars@gmail.com

Jailson Manoel Silva Duarte
E-mail: jailsonduarte@hotmail.com

Wenner Glaucio Lopes Lucena
E-mail: wdlucena@yahoo.com.br



Submetido em: 06/05/2024
Aprovado em: 27/05/2025