

ÁREA TEMÁTICA: FINANÇAS

**IMPACTO DA MUDANÇA DE CEO NOS PREÇOS DAS AÇÕES DOS PRINCIPAIS
BANCOS BRASILEIROS**



36° ENANGRAD

Resumo

Este artigo investiga o impacto da mudança de CEO nos preços das ações ordinárias dos principais bancos brasileiros, com base na Teoria do Mercado Eficiente (TME) em sua forma semi-forte. Foram analisados quatro bancos brasileiros, denominados A, B, C e D, observando-se os retornos acumulados, volatilidade e a correlação com o Ibovespa e o setor bancário, complementados pela percepção do mercado quanto ao perfil do novo CEO. Os Bancos B e D apresentaram inicialmente uma reação positiva e a estabilização da volatilidade, alinhando-se à TME semi-forte ao incorporar rapidamente a percepção de continuidade estratégica e a confiança na nova gestão. O Banco A apresentou, inicialmente, alta volatilidade, mas no longo prazo o mercado consolidou sua confiança na continuidade da nova gestão, alinhando-se parcialmente à TME semi-forte. Já o Banco C registrou alta volatilidade prolongada e queda acentuada do preço da ação no longo prazo, sugerindo que as expectativas do mercado não foram plenamente atendidas e resultando em baixa aderência à TME semi-forte. Apesar de a TME oferecer uma estrutura robusta para interpretar reações de mercado, ainda que seja considerado o perfil do novo CEO, é relevante investigar outros fatores que possam impactar a confiança dos investidores em situações de mudança de CEO.

Palavras-chave: Mudança de CEO; Impacto nos Preços das Ações; Setor Bancário Brasileiro; Teoria do Mercado Eficiente Semi-Forte

Abstract

This paper investigates the impact of CEO change on the prices of common stocks of major Brazilian banks, based on the Efficient Market Theory (EMT) in its semi-strong form. Four Brazilian banks, named A, B, C and D, were analyzed, observing the cumulative returns, volatility and correlation with the Ibovespa and the banking sector, complemented by the market perception of the profile of the new CEO. Banks B and D initially showed a positive reaction and stabilization of volatility, aligning them with the semi-strong EMT by quickly incorporating the perception of strategic continuity and confidence in the new management. Bank A initially showed high volatility, but in the long term, the market consolidated its confidence in the continuity of the new management, partially aligning itself with the semi-strong EMT. Bank C, on the other hand, registered prolonged high volatility and a sharp decline of the price in the long term, suggesting that market expectations were not fully met, resulting in low adherence to the semi-strong EMT. Although EMT offers a robust framework for interpreting market reactions, even when considering the profile of the new CEO, it is relevant to investigate other factors that may impact investor confidence in situations of CEO change.

Key-words: CEO Change; Impact on Stock Prices; Brazilian Banking Sector; Semi-Strong Efficient Market Theory

1. Introdução

A Teoria do Mercado Eficiente (TME), formulada por Eugene Fama em 1970, é amplamente reconhecida como uma das bases mais influentes no campo das finanças modernas. Segundo Oliveira (2003), mercado eficiente é aquele que reflete totalmente as informações existentes em relação aos valores de um ativo financeiro, permitindo que os agentes identifiquem opções que levem a uma alocação eficiente de capital. No contexto da TME, Fama apresentou três formas de eficiência de mercado: fraca, semi-forte e forte.

Segundo Bodie, Kane e Marcus (2009) e Elton *et al.* (2012), na forma fraca, todas as informações contidas nas séries históricas de preços estão embutidas no preço atual. A forma semi-forte considera que todas as informações públicas disponíveis estão embutidas no preço atual, já que lida com a rapidez com que os preços das ações se ajustam a novas informações públicas. A forma forte, por sua vez, considera que todas as informações, públicas e privadas, estão embutidas no preço atual.

Entretanto, diversos críticos da TME argumentam que, embora a teoria considere que os preços das ações se ajustem rapidamente a novas informações, existem evidências de que os mercados nem sempre são tão eficientes. Malkiel (2003) destaca que, embora a análise de informações disponíveis não devesse resultar, em termos teóricos, em retornos anormais, calculados pela diferença entre os retornos observados e os retornos esperados, há aqueles que acreditam que certas ineficiências de mercado possam ser exploradas. Além disso, o autor menciona que, em alguns casos, o comportamento irracional dos investidores, com base nas finanças comportamentais, pode causar desvios dos preços em relação ao seu valor justo, sugerindo que as reações do mercado podem ser, em determinadas situações, imprevisíveis.

Fama (1997) reconhece que, embora a TME seja um modelo teórico robusto, o surgimento de anomalias de retorno de longo prazo tem desafiado a ideia de eficiência perfeita. O autor observa que as reações de curto prazo podem ser seguidas por correções de longo prazo, sugerindo que, em alguns casos, os mercados podem reagir de maneira exagerada ou subestimada, a certas informações.

Moraes *et al.* (2024) destacam que a TME continua a ser um referencial teórico fundamental para a compreensão dos comportamentos dos preços das ações em resposta a eventos corporativos. Eles ressaltam que a eficiência do mercado é crucial para assegurar que as informações sejam refletidas de maneira imediata nos preços das ações, garantindo, assim, a transparência e a previsibilidade necessárias para a confiança dos investidores. De acordo com Oliveira (2003), o mercado brasileiro, marcado por incertezas econômicas, é um exemplo de como as condições estruturais podem afetar a eficiência do mercado, especialmente em eventos corporativos significativos, como as mudanças de liderança.

Assim sendo, este artigo visa responder a seguinte pergunta de pesquisa: a troca de CEO afeta os retornos e o risco (volatilidade) das ações no curto, médio ou longo prazo de quatro dos principais bancos brasileiros, demonstrando a aderência ou não

à forma semi-forte da TME? De forma complementar, busca-se entender os impactos da troca considerando o perfil dos novos CEOs.

2. Fundamentação Teórica

2.1 Teoria do Mercado Eficiente (TME)

A TME, proposta por Eugene Fama em 1970, é pilar central na literatura financeira moderna. De acordo com Bodie, Kane e Marcus (2009) e Elton *et al.* (2012), a forma fraca da TME considera que os preços dos ativos refletem todas as informações contidas nos preços passados. Isso implica que os movimentos de preços históricos não permitem prever os preços futuros e que estratégias baseadas na análise fundamentalista (avaliação do valor da empresa com base em seus fundamentos financeiros, tais como balanço patrimonial, lucros e perspectivas de crescimento) não são eficazes para obter retornos anormais.

Já a forma semi-forte propõe que os preços dos ativos se ajustem quase que imediatamente às novas informações públicas. Isso significa que os preços refletem não apenas as informações passadas, mas também todas as informações disponíveis publicamente em determinado momento, tais como relatórios financeiros, notícias e anúncios de eventos corporativos. Os autores argumentam que, em um mercado eficiente semi-forte, é improvável obter retornos anormais através da análise fundamentalista, visto que todas as informações disponíveis já estão precificadas nos ativos (*ibid.*).

A forma forte afirma que os preços dos ativos refletem todas as informações, públicas e privadas. Isso sugere que, nem mesmo investidores com acesso a informações privilegiadas, poderiam consistentemente obter retornos acima da média (*ibid.*).

Embora amplamente aceita pelas teorias financeiras tradicionais, a TME tem recebido críticas ao longo dos anos, especialmente no que diz respeito às anomalias observadas em alguns mercados.

Malkiel (2003) aponta que, embora a TME preveja que os preços das ações se ajustem rapidamente às novas informações, há evidências de que os mercados nem sempre são tão eficientes. O autor argumenta que existem anomalias de mercado que não podem ser facilmente explicadas pela TME. Um exemplo disso são as bolhas especulativas, nas quais os preços dos ativos se desviam drasticamente de seus valores intrínsecos devido ao comportamento irracional dos investidores. Isso sugere que, em certos contextos, o mercado pode não refletir, com precisão, todas as informações disponíveis.

Oliveira (2003), por sua vez, argumenta que a alocação de capital em mercados de ativos implica que agentes econômicos não seguem o modelo ideal de “racionalidade plena”, mas uma “forma fraca”, adequada para decisões em condições de incerteza.

Essas críticas à TME são especialmente relevantes no contexto de eventos corporativos. Malkiel (2003) destaca que, durante eventos de grande impacto, o comportamento dos investidores pode se desviar do padrão esperado pela TME, podendo resultar em flutuações inesperadas nos preços das ações. Os eventos

corporativos podem desencadear uma onda de especulações e incertezas no mercado, e o ajuste dos preços das ações pode não ser tão imediato ou eficiente quanto sugerido pela TME.

Além disso, a TME enfrenta desafios em mercados emergentes, como o Brasil, onde as condições econômicas e políticas podem influenciar as reações do mercado de maneira imprevisível. Fama (1997) aponta que os retornos de longo prazo nesses mercados muitas vezes apresentam volatilidade mais alta e respostas mais lentas às informações públicas, sugerindo que a eficiência de mercado, nesses contextos, seja limitada.

Porém, apesar das críticas, a TME continua a ser uma estrutura teórica essencial para a compreensão dos mercados financeiros e seus comportamentos em resposta a novas informações. Estudos recentes, como o de Moraes *et al.* (2024), continuam a explorar as nuances da TME, avaliando a sua aplicabilidade em diferentes contextos de mercado.

2.2 Setor Bancário no Brasil

O setor bancário brasileiro é uma das bases fundamentais da economia nacional, sendo responsável pela intermediação financeira, pelo crédito e pela movimentação de capital em todas as esferas produtivas do país. Desde a década de 1990, o setor vem passando por profundas transformações, com a liberalização do mercado, que resultou na privatização de diversas instituições financeiras estatais e na maior participação de bancos internacionais no cenário nacional, as fusões e aquisições resultando em conglomerados, bem como a necessidade de práticas robustas de governança corporativa (Camargo, 2009).

Segundo Marcolino e Silva (2022), a importância da liderança no setor bancário se tornou cada vez mais evidente à medida que os bancos enfrentam desafios cada vez mais complexos. Esta liderança não está associada somente à gestão operacional, mas também à estratégia corporativa que garanta a sustentabilidade financeira no longo prazo. O CEO de um grande banco desempenha papel crucial na criação de confiança tanto entre funcionários e parceiros, quanto entre investidores e acionistas. Qualquer mudança na alta administração, especialmente a troca de CEO, pode desencadear incertezas no mercado e afetar diretamente o valor das ações do banco.

Nos últimos anos, a digitalização e a necessidade de adaptação às novas tecnologias financeiras, têm sido fatores chave para que o CEO seja capaz de equilibrar modernização com eficiência operacional. O CEO que não consegue atender a essas expectativas correm o risco de perder a confiança do mercado, o que pode resultar na queda no valor das ações e perda de competitividade (Pan; Wang; Weisbach, 2015).

Dessa forma, o setor bancário brasileiro apresenta um ambiente altamente dinâmico e desafiador, no qual as mudanças de liderança têm impacto significativo. Essas mudanças não apenas sinalizam possíveis ajustes na estratégia corporativa, mas também afetam diretamente a valorização do banco no mercado de ações, com reflexos imediatos na confiança dos investidores e na percepção de longo prazo sobre o desempenho da instituição (Matos; Colauto, 2020).

2.3 Impacto da Mudança de CEO nos Preços das Ações

A mudança de CEO é um evento significativo que pode impactar diretamente os preços das ações de uma empresa, especialmente em setores sensíveis, como o bancário. Diversos trabalhos, como os de Pan, Wang e Weisbach (2015), Orekhova *et al.* (2019), Matos e Colauto (2020), Marcolino e Silva (2022) e Carvalho (2025), fornecem evidências empíricas sobre as reações do mercado às mudanças de CEO.

Carvalho (2025) apresenta diversos estudos que investigam a reação do mercado a mudanças de CEO, que pode ser positiva ou negativa, dependendo da forma que é conduzida a sucessão e o perfil do substituto.

Marcolino e Silva (2022) apontam que a reputação e a origem do CEO têm papel crucial no impacto imediato sobre os preços das ações. Os CEO oriundos de instituições renomadas ou com histórico sólido de gestão costumam gerar uma resposta mais positiva do mercado, ao passo que aqueles menos conhecidos ou sem um histórico claro podem causar maior volatilidade dos preços no curto prazo. Esse aspecto é particularmente relevante no contexto brasileiro, onde a transparência e a comunicação eficaz com os investidores são essenciais para minimizar as incertezas associadas a essas transições. No entanto, mesmo os CEO com forte reputação podem enfrentar desafios quando operam em ambientes com governança corporativa frágil, uma vez que a falta de práticas robustas pode prejudicar a confiança no longo prazo.

Pan, Wang e Weisbach (2015) argumentam que o mercado ajusta os preços das ações com base na expectativa sobre a habilidade do novo CEO, com um período inicial de maior volatilidade, até que o seu desempenho seja devidamente avaliado. A incerteza gerada pela mudança pode ser exacerbada em mercados emergentes, como o brasileiro, onde fatores, como a governança corporativa, têm influência crítica sobre as expectativas dos investidores.

Orekhova, Kupin e Kupera (2019) destacam que a confiança ou desconfiança do mercado na nova liderança é refletida rapidamente no valor das ações, podendo haver flutuações significativas logo após o anúncio da troca.

Matos e Colauto (2020) apontam que o impacto da troca de CEO depende não somente das suas características, mas também de fatores contextuais, como o histórico de desempenho da empresa e as condições econômicas e políticas do país. Carvalho (2025) testou se haveria retornos anormais nas ações da Petrobras decorrentes da troca de CEO após novas eleições, tomando como base o estudo realizado por Guimarães e da Silva (2020) *apud* Carvalho (2025), que avaliou o impacto das eleições brasileiras, entre 1994 e 2014, na troca de CEO das empresas estatais brasileiras.

No contexto do mercado brasileiro, a governança corporativa tem papel central em como os investidores reagem a mudanças de CEO. Empresas que adotam boas práticas de governança corporativa, com transparência e comunicação clara com seus acionistas, tendem a sofrer menos volatilidade durante a troca de CEO. Isso se dá porque práticas sólidas de governança mitigam a incerteza e reforçam a confiança dos investidores, como apontam Moraes *et al.* (2024). Por outro lado, empresas com governança corporativa fraca ou inconsistências na comunicação

enfrentam maior volatilidade e desconfiança do mercado, o que pode intensificar os impactos negativos da mudança de liderança (Orekhova; Kudin; Kupera, 2019).

No Brasil, apesar da governança nas empresas ter passado por ajustes consideráveis nas últimas décadas, buscando melhorar a transparência e proteger os acionistas, ainda há variações na qualidade dessas práticas entre as empresas, como sugerem Moraes *et al.* (2024), que afetam a confiança dos investidores e a forma como o mercado responde a uma mudança de CEO.

A estrutura de mercado no Brasil também influencia a reação do mercado à troca de CEO. Em um ambiente onde há menos liquidez e maior concentração de investidores institucionais, a percepção dos principais *players* sobre a governança e a competência da nova liderança pode impactar os movimentos no preço das ações. Dessa forma, a governança corporativa sólida se torna uma ferramenta fundamental para mitigar os efeitos negativos da troca de CEO, garantindo uma transição mais suave e preservando o valor de mercado da companhia (Matos; Colauto, 2020).

Portanto, mesmo que a reputação e a origem do novo líder sejam fatores importantes, a capacidade da empresa de gerenciar a transição por meio de práticas de governança eficazes podem atenuar os efeitos de volatilidade do preço das ações no curto e longo prazo. Empresas que investem em uma comunicação clara e transparente com seus investidores, e na manutenção de padrões elevados de governança, estão melhor preparadas para enfrentar os desafios das mudanças de liderança, especialmente em mercados emergentes como o brasileiro (Orekhova; Kudin; Kupera, 2019).

Diante do exposto, são identificadas três suposições a serem avaliadas neste trabalho. A Suposição 1 assume que as informações são imediatamente capturadas, com aderência à TME semi-forte. A Suposição 2 assume que as informações são capturadas no longo prazo, com aderência parcial à TME semi-forte. Finalmente, a Suposição 3 assume que as informações não são capturadas no longo prazo, sem aderência à TME semi-forte.

3. Metodologia

Esta pesquisa se caracteriza por sua natureza quantitativa, descritiva e utiliza a análise documental como principal estratégia de coleta de dados.

Foram analisados os quatro principais bancos que possuem ações ordinárias listadas na B3. A escolha pelas ações ordinárias se deve a duas condições: 1) ao fato de que as ações ordinárias concedem direito de voto aos acionistas, sendo as mesmas detidas pelo acionista controlador; e 2) de modo a homogeneizar a análise, uma vez que um dos bancos analisados só possui ações ordinárias.

Como forma de preservação da identidade dos CEO e dos bancos, foi analisada a troca do executivo de forma anônima e denominados os bancos como A, B, C e D. O critério de seleção dos CEO analisados considerou o nome mais recente no cargo em cada instituição, desde que o CEO anterior estivesse há pelo menos um ano na posição antes da troca para o novo CEO. A análise quantitativa foi complementada pela impressão que o mercado teve em relação ao novo CEO.

Os dados foram coletados referentes a dois períodos específicos:

a) 12 meses antes do anúncio da troca de CEO (período pré-anúncio), sendo que os dados referentes ao pré-anúncio não possuem impacto na troca do novo CEO sobre o retorno das ações, visto que o antecessor assumiu o cargo há pelo menos um ano do anúncio do novo CEO; e

b) 12 meses após o anúncio da troca de CEO (período pós-anúncio), que foram divididos em imediato (uma semana após o anúncio da troca), curtíssimo prazo (um mês após o anúncio da troca), curto prazo (três meses após o anúncio da troca), médio prazo (seis meses após o anúncio da troca) e longo prazo (doze meses após o anúncio da troca), sendo estes períodos cumulativos.

Esta estratificação foi adotada para capturar tanto o desempenho anterior ao anúncio do novo CEO, quanto os impactos imediato e sustentado pelo mercado após este anúncio.

A base de dados utilizada para a análise dos dados e relatórios financeiros públicos dos bancos selecionados foi a Yahoo Finance¹. Foram coletadas as datas dos anúncios de trocas de CEO e os preços diários das ações ordinárias destes bancos.

O roteiro para a análise dos documentos e a coleta e tratamento dos dados está descrito a seguir.

1. Identificação e Seleção dos Documentos: foram identificados e selecionados os comunicados à imprensa, relatórios anuais e documentos públicos que anunciam a troca de CEO, para cada banco analisado.

2. Coleta de Dados: considerando o dia do anúncio da troca de CEO, foram coletados os preços diários das ações ordinárias dos bancos selecionados para os períodos definidos nos itens a) e b) desta seção.

3. Organização dos Dados: os dados coletados foram organizados em planilhas eletrônicas, segregando-os por banco e por período.

4. Tratamento dos Dados: os dados coletados foram tratados para garantir sua integridade e adequação para análise. Além disso, os retornos diários, apresentados de forma percentual, foram calculados seguindo a equação abaixo.

$$R_d = \frac{P_d - P_{d-1}}{P_{d-1}}$$

onde:

R_d = retorno no fechamento do dia d

P_d = preço no fechamento do dia d

P_{d-1} = preço no fechamento do dia d-1

5. Análise dos Dados: foram utilizados métodos estatísticos descritivos para identificar padrões e tendências, conforme descrito nos tópicos a seguir.

1. <https://finance.yahoo.com/>

5.a) Análise Descritiva: foram utilizados o retorno acumulado e a volatilidade (calculada a partir do desvio padrão dos retornos diários) das ações ordinárias nos diferentes períodos, de modo a identificar como o mercado reage e como essas reações se comportam ao longo do tempo.

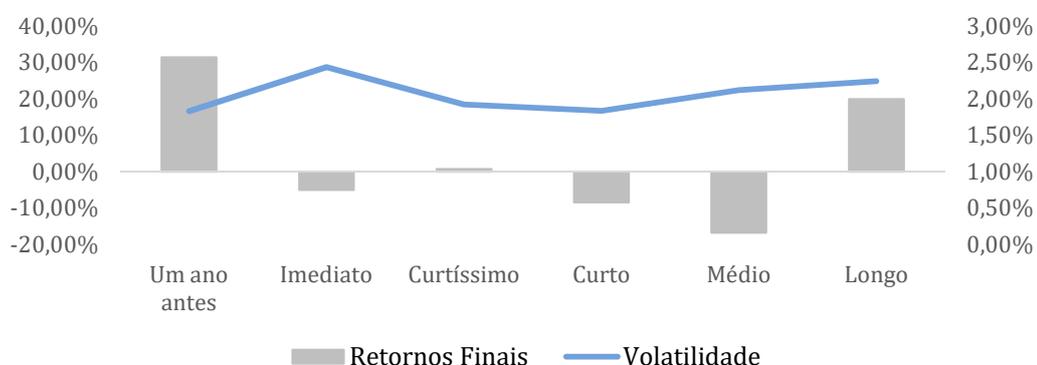
5.b) Comparações: foram realizadas duas comparações dos retornos das ações ordinárias: b1) com o Índice Bovespa, de modo a comparar o impacto da mudança do CEO ao comportamento da B3; e b2) com o setor bancário, cuja *proxy* adotada foi a média simples dos retornos das ações ordinárias dos quatro bancos em cada período analisado. Esta *proxy* foi escolhida, dado que o Índice Financeiro da B3 é composto por diferentes tipos de organizações, como seguradoras e administradoras de investimentos, além de bancos. Essa composição poderia introduzir ruídos nos dados e impactar a comparação estritamente com o setor bancário. Cabe ressaltar que os bancos não foram comparados entre si, pois os períodos de análise da troca dos CEO são diferentes para cada banco.

4. Análise e Discussão dos Resultados

A análise foi conduzida à luz da TME, na sua forma semi-forte, examinando como o mercado ajustou os preços das ações ordinárias em resposta ao anúncio da troca de CEO em cada banco. A análise foi complementada pela percepção do mercado com relação à origem, reputação e o histórico do novo CEO, cujas referências bibliográficas relacionadas não são apresentadas para garantir o anonimato dos bancos e dos novos CEO. A percepção do mercado com relação ao novo CEO está alinhada à citação de Shiller (1981, p. 297) *apud* Lima (2003, p. 537), de que “preços das ações são grandemente influenciados pela moda e/ou ondas de otimismo e pessimismo, tal como descrito pela psicologia convencional dos mercados”.

São apresentados, para os Bancos A a D, os Gráficos 1 a 4 dos retornos acumulados versus a volatilidade e as Tabelas 1 a 4 com a correlação dos retornos acumulados com o Ibovespa e com a média do setor bancário, para cada um dos períodos analisados. Na sequência, é feita a discussão dos resultados para cada banco e de forma conjunta.

Gráfico 1 – Retornos Acumulados versus Volatilidade do Banco A



Fonte: Elaboração própria através de dados obtidos pelo Yahoo Finance (2025)

Tabela 1 – Correlação do Banco A com Ibovespa e Setor Bancário

Período / Correlação	Ibovespa	Setor Bancário
Um ano antes	0,83	0,74
Imediato	0,95	0,92
Curtíssimo	0,91	0,80
Curto	0,78	0,79
Médio	0,80	0,81
Longo	0,81	0,83

Fonte: Elaboração própria através de dados obtidos pelo Yahoo Finance (2025)

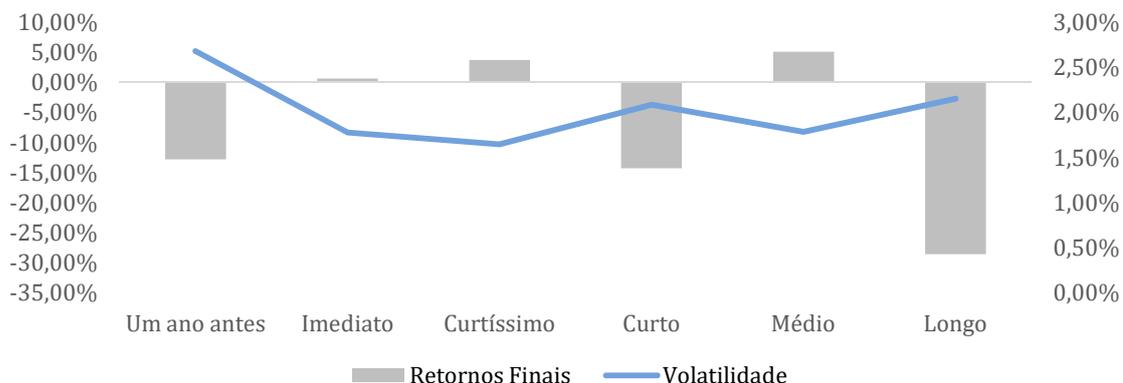
No **Banco A**, o novo CEO teve uma trajetória consolidada na instituição, com décadas de experiência em áreas estratégicas, cuja nomeação gerou expectativas de continuidade. A escolha parece ter sido vista pelo mercado como parte da cultura interna do banco, que tende a promover líderes de dentro da própria estrutura, buscando trazer uma percepção de estabilidade para o mercado.

Os resultados indicam que, antes da troca do CEO, o preço das ações ordinárias do Banco A apresentou um crescimento consistente, seguido por uma estabilidade inicial logo após a transição de CEO. No entanto, essa estabilidade foi temporária: cerca de dois meses após a troca houve uma desestabilização significativa no preço das ações, registrando quedas acentuadas em alguns momentos. No longo prazo, observou-se uma recuperação, sugerindo uma restauração gradual da confiança do mercado. As correlações com o Ibovespa e com o setor bancário aumentaram imediatamente após o anúncio, o que pode indicar que o preço das ações ordinárias do banco foi influenciado pelas condições de mercado e pelo setor bancário de maneira mais acentuada nesse período.

Além disso, o retorno acumulado apresentou uma reação negativa no período imediato, seguida por uma leve recuperação e uma nova queda em prazos mais curtos, até, finalmente, apresentar um retorno positivo no longo prazo. A elevação da volatilidade no período imediato após o anúncio, especialmente em relação ao Ibovespa e à média do setor bancário, sugere um ambiente de incertezas em torno do novo CEO. Em conjunto, esses dados indicam que a resposta inicial do mercado foi cautelosa, marcada por alta volatilidade, que persistiu nos curtíssimo, curto e médio prazo, com uma percepção mais positiva do novo executivo apenas no longo prazo.

Esse comportamento sugere que o mercado teve uma reação inicial de incerteza, mas que ao longo do tempo assimilou a percepção de continuidade estratégica. Essa reação reflete uma **aderência parcial com a TME em sua forma semi-forte (Suposição 2)**, indicando que o mercado levou algum tempo para ajustar os preços de forma estável, visto que a familiaridade com o novo CEO só foi incorporada pelo mercado de forma positiva no longo prazo. Esse resultado está em linha com Fama (1997), que indicou que as reações de curto prazo podem ser seguidas por correções de longo prazo, visto que os mercados podem reagir de maneira exagerada ou subestimada a certas informações, notadamente em mercados emergentes, como o Brasil.

Gráfico 2 – Retornos Acumulados versus Volatilidade do Banco B



Fonte: Elaboração própria através de dados obtidos pelo Yahoo Finance (2025)

Tabela 2 – Correlação do Banco B com Ibovespa e Setor Bancário

Período / Correlação	Ibovespa	Setor Bancário
Um ano antes	0,83	0,82
Imediato	0,96	0,91
Curtíssimo	0,77	0,89
Curto	0,83	0,87
Médio	0,78	0,88
Longo	0,67	0,82

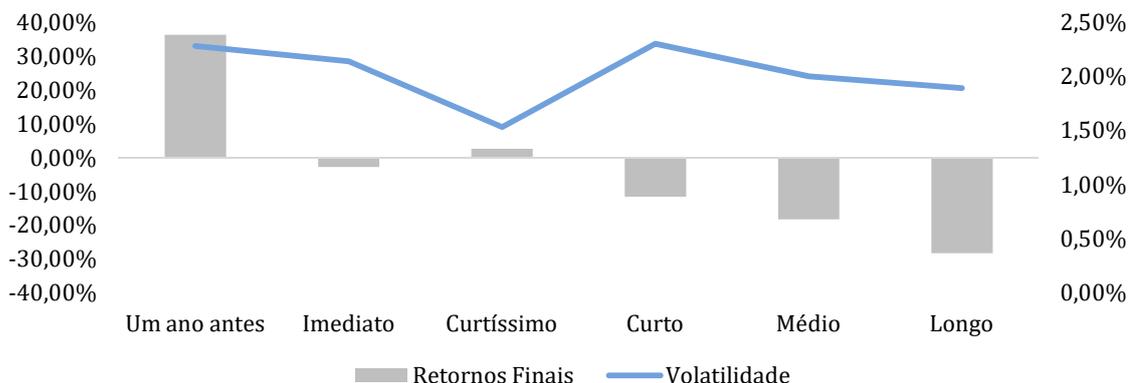
Fonte: Elaboração própria através de dados obtidos pelo Yahoo Finance (2025)

Para o **Banco B**, a escolha de um executivo jovem, mas com uma longa carreira no banco, pode indicar uma tentativa de renovar a liderança e enfrentar os desafios do setor bancário, principalmente no campo da digitalização e da competição com *fintechs*. Essa transição, embora tenha levantado questionamentos sobre o futuro estratégico, não causou grande volatilidade nas ações no período imediato.

Os resultados mostram que, antes da mudança do CEO, as ações do Banco B enfrentavam oscilações. Após o anúncio, houve uma estabilidade temporária durante o primeiro mês, seguida por novas oscilações, levando o preço da ação ordinária no longo prazo a estar entre os mais baixos do período analisado. A correlação com o Ibovespa aumentou imediatamente, sugerindo um alinhamento inicial com o mercado, mas diminuiu no longo prazo, possivelmente indicando que o banco passou a seguir uma trajetória mais independente. Em termos de retorno acumulado, houve uma leve alta no período imediato, mas o desempenho de longo prazo foi negativo, sugerindo que o mercado manteve certo ceticismo em relação ao novo CEO. A volatilidade, que inicialmente caiu após o anúncio da troca, aumentou no longo prazo, o que pode indicar uma incerteza persistente quanto à capacidade do novo CEO impulsionar o banco de forma consistente.

Portanto, a resposta inicialmente positiva com relação ao retorno acumulado e a diminuição da volatilidade se comparado ao período pré-anúncio, demonstra uma aceitação imediata do mercado, em **aderência à TME semi-forte (Suposição 1)**.

Gráfico 3 – Retornos Acumulados versus Volatilidade do Banco C



Fonte: Elaboração própria através de dados obtidos pelo Yahoo Finance (2025)

Tabela 3 – Correlação do Banco C com Ibovespa e Setor Bancário

Período / Correlação	Ibovespa	Setor Bancário
Um ano antes	0,68	0,86
Imediato	0,72	0,92
Curtíssimo	0,52	0,74
Curto	0,62	0,79
Médio	0,56	0,79
Longo	0,54	0,80

Fonte: Elaboração própria através de dados obtidos pelo Yahoo Finance (2025)

No **Banco C**, o novo CEO, já familiar ao setor e à instituição, gerou uma sensação de continuidade estratégica. A confiança no novo executivo foi reforçada pela sua experiência tanto no setor bancário quanto no próprio banco, com o mercado antecipando que sua gestão poderia acelerar a transformação digital e aumentar a eficiência operacional, pontos considerados essenciais pelos investidores.

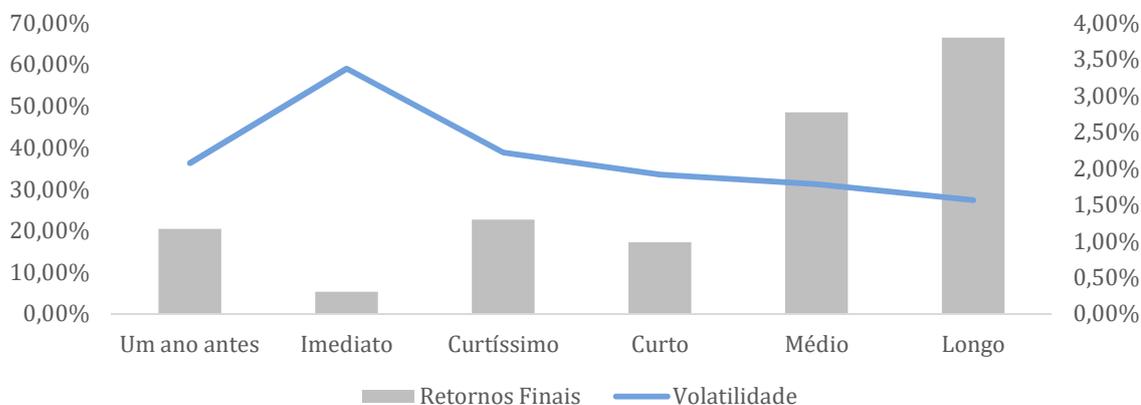
Contudo, os resultados mostram que a reação do mercado foi marcada por oscilações significativas no preço das ações ordinárias. Antes do anúncio do novo CEO, o banco apresentava uma tendência de alta, seguida de um período de instabilidade. Logo após o anúncio, o preço das ações ordinárias manteve-se estável no primeiro mês, mas começou a cair persistentemente nos períodos subsequentes, sem recuperação no longo prazo, o que pode indicar que a confiança do mercado no novo CEO foi insuficiente.

As correlações com o Ibovespa e com o setor bancário aumentaram no período imediato, possivelmente indicando uma maior dependência das condições de mercado, mas essa correlação caiu no longo prazo, sugerindo que o banco seguiu uma trajetória menos alinhada com o mercado. Os retornos acumulados também mostraram um cenário de receptividade mista: enquanto um ano antes da troca o banco apresentou um retorno acumulado expressivo, após o anúncio, observou-se

um retorno acumulado negativo de forma progressiva até o longo prazo, o que pressupõe uma confiança reduzida do mercado no novo executivo. Em termos de volatilidade, o Banco C exibiu valores elevados em comparação ao Ibovespa e ao setor bancário, especialmente nos curto e médio prazo, refletindo um possível cenário de incerteza contínua quanto ao desempenho do novo CEO.

Em contraste com os Bancos A e B, o Banco C apresentou **baixa aderência à TME na sua forma semi-forte (Suposição 3)**, ao apresentar uma alta volatilidade prolongada após o anúncio do novo CEO, o que sugere que o mercado não ajustou os preços das ações ordinárias de forma imediata e sustentada. As incertezas em relação ao novo CEO podem ter comprometido uma resposta eficiente do mercado, refletindo uma cautela prolongada e uma necessidade de mais informações para consolidar a confiança dos investidores.

Gráfico 4 – Retornos Acumulados versus Volatilidade do Banco D



Fonte: Elaboração própria através de dados obtidos pelo Yahoo Finance (2025)

Tabela 4 – Correlação do Banco D com Ibovespa e Setor Bancário

Período / Correlação	Ibovespa	Setor Bancário
Um ano antes	0,04	0,44
Imediato	0,46	0,64
Curtíssimo	0,16	0,39
Curto	0,12	0,38
Médio	0,19	0,44
Longo	0,06	0,40

Fonte: Elaboração própria através de dados obtidos pelo Yahoo Finance (2025)

Para o **Banco D**, a mudança do CEO foi vista, inicialmente, com expectativas mistas, mas trouxe confiança pela extensa experiência do novo líder em diversas áreas da instituição, especialmente em varejo e seguros. Essa escolha reforçou a continuidade da estratégia focada em inovação e eficiência. Com isso, as ações do banco mantiveram-se relativamente estáveis no curto prazo, com o mercado recebendo a notícia de forma tranquila e sem grandes variações.

A análise das correlações aponta para uma baixa aderência ao Ibovespa e ao setor bancário, com valores extremamente reduzidos de correlação no período pré-

anúncio e que continuaram a cair após o efeito imediato do anúncio, notadamente com relação ao Ibovespa, o que pode indicar que o banco manteve uma trajetória descolada do mercado.

Em termos de retorno acumulado, o Banco D teve resultados positivos em praticamente todos os períodos após a mudança de CEO, com destaque para o longo prazo, consideravelmente superior ao Ibovespa e à média do setor, o que pressupõe uma resposta bastante positiva e sustentada ao novo CEO. Já a volatilidade foi elevada no período imediato, possivelmente indicando uma reação inicial mais cautelosa do mercado, mas essa volatilidade diminuiu de forma consistente nos períodos subsequentes, alcançando o menor nível no longo prazo. Esse padrão de volatilidade em declínio, aliado aos retornos acumulados positivos, sugere que o mercado pode ter consolidado a confiança no novo CEO ao longo do tempo, refletindo uma visão positiva e de estabilidade para o futuro do Banco D sob a nova gestão.

Assim, o Banco D evidenciou um **forte alinhamento com a TME semi-forte (Suposição 1)**, com uma rápida aceitação do novo CEO e retorno positivo no longo prazo. A correlação inicial elevada com o setor bancário também sugere que o mercado incorporou o novo executivo de maneira quase imediata, refletindo a percepção de continuidade e estabilidade.

Considerando uma visão conjunta dos quatro bancos analisados, segundo Marcolino e Silva (2022), a continuidade na gestão, principalmente quando o novo CEO é um executivo já conhecido pelo mercado, tende a ser bem recebida, diminuindo a volatilidade no médio e longo prazo. Esse conceito aplica-se aos casos dos Bancos A, B e D. Porém, no caso do Banco C, apesar da experiência do novo CEO, o mercado respondeu com cautela face à volatilidade prolongada, sugerindo que a percepção de continuidade não foi suficiente para garantir a confiança dos investidores.

De acordo com Pan, Wang e Weisbach (2015), uma gestão eficaz é refletida na capacidade de uma organização de se comportar de maneira autônoma em relação às flutuações do mercado. Esse conceito é bem exemplificado pelo Banco D, que apresentou uma correlação baixa com o Ibovespa no longo prazo, indicando que o banco manteve uma trajetória descolada do mercado.

Os Bancos A e B demonstraram certa autonomia em relação ao Ibovespa, embora com algumas diferenças. No caso do Banco B, essa moderação pode ser explicada pela escolha de um CEO jovem, porém com longa trajetória na instituição, que trouxe uma percepção de continuidade aliada à inovação estratégica. O Banco A, que teve um CEO promovido internamente, inicialmente enfrentou uma alta volatilidade que se estabilizou apenas no longo prazo, indicando que o mercado levou um tempo para ajustar sua confiança na nova gestão.

Já o Banco C apresentou uma baixa correlação combinada com alta volatilidade, o que indica uma trajetória mais incerta e sugere uma falta de confiança na estabilidade estratégica da nova gestão.

Finalmente, cabe destacar que a análise realizada aponta a importância do nível de governança corporativa e de transparência adotados no comportamento das ações. Entretanto, fatores como mudanças no ambiente econômico, instabilidades

políticas e as características do mercado financeiro brasileiro, não foram considerados na análise.

5. Conclusão e Contribuições

Este artigo buscou analisar o impacto da mudança de CEO nos preços das ações ordinárias de quatro dos principais bancos brasileiros, observando a reação do mercado a esse evento corporativo, à luz da Teoria do Mercado Eficiente (TME) na sua forma semi-forte.

Os resultados indicaram que, no caso dos Bancos B e D, os preços das ações reagiram de maneira consistente com a forma semi-forte da TME, enquanto que para o Banco A foi parcial e para o Banco C houve baixa aderência.

No Banco B, a escolha de um CEO jovem com longa trajetória na instituição, foi rapidamente aceita pelo mercado, refletindo uma combinação de inovação e continuidade, com estabilidade de preços e baixa volatilidade. No Banco D, o novo CEO tinha experiência em diversas áreas da instituição e teve aceitação positiva e imediata e uma elevação de correlação com o setor bancário no período inicial, indicando que o mercado rapidamente ajustou-se à percepção de estabilidade e crescimento futuro sob a nova gestão.

No Banco A, a promoção de um CEO interno e experiente gerou inicialmente uma alta volatilidade, mas foi seguida por uma recuperação gradual no longo prazo. Esse comportamento sugere que, embora o mercado tenha levado mais tempo para consolidar a confiança na nova gestão, acabou assimilando a percepção de continuidade estratégica.

Em contraste, após o anúncio da troca do CEO, já conhecido ao setor e à instituição, o Banco C experimentou uma alta volatilidade prolongada, acompanhada de quedas significativas do retorno acumulado no longo prazo, o que sugere que o mercado não ajustou os preços das ações de forma imediata e no longo prazo.

Apesar de a TME fornecer uma base teórica sólida para interpretar as reações de mercado, é interessante analisar outros aspectos que possam impactar os resultados observados neste trabalho, tais como a solidez das práticas de governança e o nível de transparência das informações (Pan; Wang; Weisbach, 2015; Orekhova; Kudin; Kupera, 2019; Marcolino e Silva, 2022; Moraes *et al.*, 2024) e fatores macroeconômicos e políticos (Carvalho, 2025). Além disso, a amostra deste trabalho pode ser ampliada para permitir a comparação com bancos brasileiros de menor porte. Finalmente, com base no que foi apresentado por Batista, Maia e Romero (2018) e Carvalho (2025), é fundamental testar se há anomalias na forma semi-forte da TME, a partir da existência de retornos anormais decorrentes da troca do CEO. Esses pontos deverão ser considerados em estudos futuros.

Referências Bibliográficas

BATISTA, A. R. A.; MAIA, U.; ROMERO, A. Mercado acionário sob o impeachment presidencial brasileiro de 2016: um teste na forma semiforte da hipótese do mercado eficiente. *R. Cont. Fin. – USP, São Paulo*, v. 29, n. 78, p. 405-417, 2018.

BODIE, Z.; KANE, A.; MARCUS, A. J. *Fundamentos de Investimentos*. 3. ed. Porto Alegre: McGraw-Hill, 2009.

CAMARGO, P. *Liberalização econômica e o setor bancário: transformações e perspectivas*. São Paulo: Editora UNESP, 2009.

CARVALHO, I. Fatores políticos ou fundamentos: o que mais afeta os retornos das ações? *ReAC – Revista de Administração e Contabilidade da Faculdade Anísio Teixeira*, v. 17, p. 1-12, 2025.

ELTON, E. J.; GRUBER, M. J. BROWN, S. J. GOETZMANN, S. W. *Moderna teoria de carteiras e análise de investimentos*. Rio de Janeiro: Campus Elsevier, 2012.

FAMA, E. F. Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. *Journal of Finance*, v. 25, n. 2, p. 383-417, 1970.

_____. Market efficiency, long-term returns, and behavioral finance. *Journal of Financial Economics*, v. 49, n. 3, p. 283-306, 1997.

LIMA, L. A. O. Auge e declínio da hipótese dos mercados eficientes. *Revista de Economia Política*, v. 23, n. 4, p. 531-546, 2003.

MALKIEL, B. G. The efficient market hypothesis and its critics. *Journal of Economic Perspectives*, v. 17, n. 1, p. 59-82, 2003.

MARCOLINO, M.; SILVA, J. Origem e fama do CEO no desempenho das ações da empresa. *Revista de Administração Contemporânea*, v. 26, n. 4, p. 1-15, 2022.

MATOS, P.; COLAUTO, R. Turnover de CEOs e retorno anormal das ações: uma análise empírica. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, v. 22, n. 1, p. 47-63, 2020.

MORAES, A. K.; FURTIN, A. A. S.; PRADO, J. W.; CASTRO JÚNIOR, L. G.; CERETTA, P. S. Evolução da produção científica sobre o mercado eficiente: estudo bibliométrico. *Contextus - Revista Contemporânea de Economia e Gestão*, v. 22, n. 1, p. 1-20, 2024.

OLIVEIRA, L. A. Auge e declínio da hipótese dos mercados eficientes. *Revista de Economia Política*, v. 23, n. 2, p. 45-60, 2003.

OREKHOVA, N.; KUDIN, S.; KUPERA, M. CEO turnover and company performance. *Journal of Corporate Finance*, v. 58, p. 124-139, 2019.

PAN, Y.; WANG, T. Y.; WEISBACH, M. S. Learning about CEO ability and stock return volatility. *Review of Financial Studies*, v. 28, n. 6, p. 1623-1666, 2015.