

## **Impacto do excesso de confiança na estrutura de capital: evidências no Brasil e nos Estados Unidos**

### **Impact of overconfidence on capital structure: evidence in Brazil and the United States**

Ingrid Laís de Sena Costa<sup>1</sup>  
Universidade Federal do Tocantins – UFT  
ilsenna2.0@gmail.com

Thamirys de Sousa Correia<sup>2</sup>  
Universidade Federal da Paraíba – UFPB  
thamirys\_correia@hotmail.com

Wenner Glaucio Lopes Lucena<sup>2</sup>  
Universidade Federal da Paraíba – UFPB  
wdlucena@yahoo.com.br

**Resumo:** De acordo com as finanças comportamentais, as decisões tomadas pelos indivíduos nem sempre são totalmente racionais, esses indivíduos podem ser influenciados por fatores psicológicos como os vieses e as heurísticas. Nesse sentido, o objetivo deste artigo é verificar como o excesso de confiança dos gestores podem interferir nas decisões da estrutura de capital da organização, tanto no mercado brasileiro como no mercado norte-americano. A amostra selecionada é composta por 100 empresas brasileiras listadas na B3 e 77 empresas norte-americanas listadas na NYSE. Os dados foram coletados com o auxílio das plataformas *Thomson Reuters Eikon®* e *Comdinheiro*, e por meio dos relatórios divulgados nos *sites* das companhias. A análise foi feita para o período de 2010 a 2015, e contou com uma análise de dados em painel em que foram aplicados modelos de regressões múltiplas, considerando um índice de excesso de confiança, os níveis de excesso de confiança: *overprecision*, *overestimation* e a *overplacement*, e com base nas características do perfil dos gestores. Os resultados

---

1 Universidade Federal do Tocantins – Quadra 109 Norte, Av. NS 15 – Plano Diretor Norte, 77001090, Palmas - TO

2 Universidade Federal da Paraíba – Cidade Universitária Campus I, Castelo Branco, 58051900, João Pessoa - PB

Este é um artigo de acesso aberto, licenciado por Creative Commons Atribuição 4.0 Internacional (CC BY 4.0), sendo permitidas reprodução, adaptação e distribuição desde que o autor e a fonte originais sejam creditados.

## Impacto do excesso de confiança na estrutura de capital: evidências no Brasil e nos Estados Unidos

---

obtidos evidenciaram uma relação significativa entre o excesso de confiança e as decisões de estrutura de capital tanto nas empresas brasileiras como nas norte-americanas, e conforme o nível de excesso de confiança aumentou, o impacto sobre a alavancagem também aumentava. Percebeu-se, ainda, um maior impacto desse viés comportamental sobre as decisões tomadas por gestores de companhias dos Estados Unidos, permitindo concluir que questões comportamentais, voltadas ao perfil dos indivíduos também tem seu impacto sobre as decisões organizacionais.

**Palavras-chave** – Perfil do Gestor; Excesso de Confiança; Estrutura de Capital.

**Abstract:** According to behavioral finances, decisions made by individuals are not always entirely rational, these individuals may be influenced by psychological factors such as biases and heuristics. In this sense, the objective of this article is to verify how the managers' overconfidence can interfere in the decisions of the capital structure of the organization, both in the Brazilian market and in the North American market. The sample selected is composed of 100 Brazilian companies listed in B3 and 77 US companies listed on the NYSE. The data were collected with the help of the Thomson Reuters Eikon® and Comdinheiro platforms, and through the reports posted on the companies' websites. The analysis was done for the period from 2010 to 2015, and counted on a panel data analysis in which multiple regression models were applied, considering an index of overconfidence, levels of overconfidence: *overprecision*, *overestimation* and the *overplacement*, and based on the profile of managers. The results obtained evidenced a significant relationship between overconfidence and capital structure decisions in both Brazilian and North American companies, and as the level of overconfidence increased, the impact on leverage also increased. It was also noticed a greater impact of this behavioral bias on the decisions made by managers of companies of the United States, allowing to conclude that behavioral issues, directed to the profile of the individuals also has its impact on the organizational decisions.

**Keywords** – Manager profile; Overconfidence; Capital structure.

### Introdução

A Teoria Moderna das Finanças trouxe a discussão do processo de tomada de decisão, em que deveria ser observado todas as informações disponíveis, avaliando e atribuindo pesos diferenciados a cada informação. Nesse sentido, observou-se que alguns profissionais apresentavam tendências de superestimar a validade de seus julgamentos, isso identifica-se como um viés comportamental, conhecido como excesso de confiança (Mendes-Da-Silva & Yu, 2009).

## Impacto do excesso de confiança na estrutura de capital: evidências no Brasil e nos Estados Unidos

---

De acordo com as finanças comportamentais, esse processo de tomada de decisão, além de considerar os fatores econômicos e financeiros observados por meio das informações disponíveis no mercado, também são influenciados por características comportamentais dos indivíduos envolvidos nessas transações. Tais características correspondem a uma perspectiva mais ampla das ciências sociais que engloba a psicologia e a sociologia, visto que os indivíduos nem sempre são totalmente racionais, uma vez que suas decisões poderão ser afetadas por suas crenças ou sentimentos, que são denominados de vieses e heurísticas (Shleifer & Summers, 1990; Shiller, 2003).

Um dos vieses mais abordados pelos estudos da área comportamental é o excesso de confiança, tem-se analisado o seu impacto tanto sobre as decisões dos investidores e analistas de mercado (Wang, 2001; Lucena, Fernandes, & Silva, 2011; Pimenta, Borsato, & Ribeiro, 2012) como sobre as decisões dos gestores e profissionais da contabilidade (De Bondt & Thaler, 1985; Feitosa, Silva, & Silva, 2014).

Tendo em vista que algumas características dos gestores podem determinar o seu comportamento e, conseqüentemente, isso poderá afetar as suas decisões, analisar questões que envolvam o impacto do comportamento do gestor com base nos vieses cognitivos sobre decisões inerentes ao processo de gestão das companhias se tornam relevante. Barros e Silveira (2008) partiram do pressuposto de que empresas geridas por indivíduos otimistas e/ou excessivamente confiantes serão mais relativamente endividadas do que as demais, além de considerar que empresas familiares tem uma maior propensão a possuir gestores com maior excesso de confiança.

Posto isso, Mendes-Da-Silva e Yu (2009) ressaltam que a racionalidade das decisões tomadas pelos investidores tem sido contestada, deste modo, fortalece a necessidade do desenvolvimento de estudos que envolvam aspectos comportamentais, tais como características pessoais, idade, gênero, educação, além dos vieses e heurísticas, como o excesso de confiança, heurística de representatividade e a autoconfiança. Nesse sentido, o problema da pesquisa se concentra no seguinte questionamento: *Como o comportamento do gestor, relacionado aos níveis de excesso de confiança, impacta nas decisões de estrutura de capital das empresas?*

O objetivo do estudo consiste em verificar o impacto do comportamento do gestor, no que se refere ao excesso de confiança, sobre a estrutura de capital. A contribuição para a literatura se deve a investigação

da influência do excesso de confiança acerca do seu efeito para delimitar os vieses comportamentais dos gestores, conforme Huang, Jirng, Liu, & Zhang (2011), sobre a estrutura de capital, a qual de acordo com Silva, Mondini, Silva, & Lay (2017) pesquisas sobre os fatores que intervêm na longevidade das companhias é escassa, por se evidenciar fatores externos, dessa forma, ao se concentrar no ambiente interno, como a estrutura de capital, apresenta-se relevante.

Para tanto, a pesquisa foi realizada com empresas listadas na Brasil Bolsa Balcão (B3) e na *New York Stock Exchange* (Nyse). Visto que, analisar o efeito do excesso de confiança sobre as decisões de financiamento de companhias, em países com características de composição acionária distintas, como Brasil e Estados Unidos, possibilita resultados mais completos. Isso por que, dependendo do mercado no qual a empresa está inserida o impacto do excesso de confiança de autos executivos sobre a estrutura de capital pode apresentar determinadas particularidades, pois as empresas no Brasil além de apresentarem uma elevada concentração acionária, também sofrem interferência da legislação. Enquanto que, a escolha da Nyse é justificada por ser a principal Bolsa de Valores do mundo, com índices de negociações diárias elevadas, além das empresas evidenciarem um capital pulverizado.

O artigo está estruturado em cinco seções, a partir desta introdução, que constitui a primeira; na sequência, a segunda seção apresenta a revisão da literatura, que discute acerca das finanças comportamentais com relação aos vieses e heurísticas, principalmente o excesso de confiança, bem como os determinantes da estrutura de capital; a terceira seção apresenta as características metodológicas da pesquisa; em seguida, apresenta-se a análise dos resultados; e, por fim, a quinta seção traz as considerações finais, seguidas das referências.

### **Revisão da Literatura**

#### **Finanças Comportamentais: Vieses e Heurísticas**

Algumas discussões levantadas a partir do estudo de Fama (1970) começaram a impulsionar o estudo das finanças comportamentais. Pois, este estudo é relacionado a hipótese de eficiência do mercado, em que as informações disponíveis eram capazes de explicar os preços e os retornos das ações e que este

## Impacto do excesso de confiança na estrutura de capital: evidências no Brasil e nos Estados Unidos

---

mercado era composto por agentes racionais. Porém, essa ideia começou a ser confrontada principalmente pelo efeito da volatilidade das ações, em que percebeu-se que as informações disponíveis não eram capazes de explicarem sozinhas essas oscilações (Shiller, 2003).

Assim, características psicológicas e sociais começaram a serem consideradas, visto que as crenças, e sentimentos pessoais dos investidores poderiam afetar as suas decisões. Então, a racionalidade dos investidores predita por Fama (1970), começa a ser um ponto analisado por essa nova área em desenvolvimento, visto que estes investidores poderiam ter momentos de irracionalidade, e que nestas situação eles poderiam tomar decisões de forma equivocadas, o que ocasionaria em problemas como as anomalias de mercado, bolhas especulativas, crises financeiras, etc. (Shleifer & Summers, 1990; Shiller, 2003).

Nesse sentido, foram desenvolvidas algumas teorias dentro dessas abordagens comportamentais, como a dissonância cognitiva, os vieses e as heurísticas, a teoria do prospecto, entre outras. Kahneman, Slovic e Tversky (1974) foram um dos primeiros a defenderem essa nova abordagem, em seu estudo verificaram que as pessoas usam de atalhos mentais, ou seja, heurísticas para tomar algumas decisões, e que estes podem ocasionar em erros cognitivos ou vieses cognitivos.

Existem alguns tipos de heurísticas, a exemplo: a heurística da representatividade, que corresponde aos julgamentos baseados em estereótipos previamente formados; a heurística da disponibilidade, que se refere a eventos que acontecem com maior frequência são mais facilmente lembrados; a heurística da ancoragem, se refere as pessoas fazerem seus julgamentos a partir de um valor inicial, onde este será ajustado até chegar a um valor final (Kahneman, Slovic & Tversky, 1974; Mendes-Da-Silva & Yu, 2009).

A respeito dos vieses cognitivos, um dos mais estudados pela literatura é o excesso de confiança. De acordo com Feitosa *et al.*, (2014) tanto o excesso de confiança como o otimismo irreal são vieses que fazem com que as pessoas superestimem seus conhecimentos e suas habilidades, além de subestimar os riscos, isso faz com que estes indivíduos exagerem na sua capacidade de controlar eventos. Para Choi, Ferris, Jayaraman, & Sabherwal (2014) argumentam que CEOs com excesso de confiança tem uma maior probabilidade de rotatividade forçada, isso se deve a demasiada confiança em suas habilidades próprias, que optam por investimentos que acabem por reduzir o valor da empresa.

O excesso de confiança pode afetar as mais diversas decisões dentro de uma organização, sendo fundamental para o desempenho da gestão. Sequencialmente é apresentado as implicações desse viés no processo decisório das organizações.

### Excesso de Confiança

De acordo com Tomak (2013) a discussão a respeito de vieses e heurísticas associadas ao excesso de confiança do comportamento humano é bastante comum em pesquisas psicológicas e motivacionais. Com relação as pesquisas desenvolvidas em finanças e em contabilidade, estas buscam verificar o efeito desse viés sobre os investidores e sobre os gestores, as análises envolvem basicamente o impacto sobre as decisões tomadas por esses indivíduos.

Os primeiros estudos nessa área se deram por meio de experimentos, em que foi possível identificar que os indivíduos tendiam a confiar demasiadamente na precisão de suas estimativas, acreditando que estavam certos com mais frequência do que efetivamente estavam (Barros & Silveira, 2008; Fischhoff, Slovic, & Lichtenstein, 1977). Similarmente ao analisar o setor de construção civil brasileiro, Feitosa *et al.*, (2014) chegaram a resultados bem parecidos, eles analisaram o comportamento dos gestores dessas companhias, e perceberam que eles eram excessivamente confiantes e acreditavam veementemente nas suas estimativas.

Moore e Healy (2007) em seu estudo sobre o excesso de confiança estabeleceu três tipologias diferentes para este viés: a primeira é a *overprecision*, em que o indivíduo acredita na acurácia de suas crenças e na probabilidade de que suas estimativas estão corretas; a segunda é a *overestimation*, em que o indivíduo superestima as suas próprias habilidades, desempenho e suas chances de exercer controle de uma situação, principalmente em atividades difíceis; e a última é a *overplacement*, nesta classificação o indivíduo acredita ser melhor do que os outros em determinadas atividades.

Antonczyk e Salzmann (2014) verificam as variações da estrutura de capital em 42 países, para isso eles analisam as características culturais de cada país, como sistema legal, medidas de proteção aos investidores externos, normas internacionais, entre outras. Além das características culturais ele também analisa o excesso de confiança dos gestores por meio dos níveis de individualismo e coletivismo.

## Impacto do excesso de confiança na estrutura de capital: evidências no Brasil e nos Estados Unidos

---

Identificaram que gestores de países com elevado nível de individualismo apresentam forte otimismo e excesso de confiança, o que gera um viés na percepção dos níveis de dívida suportáveis.

Bessière e Elkemali (2014) analisaram o efeito do excesso de confiança sobre as previsões dos analistas financeiros de empresas europeias no período de 1997 a 2007, o excesso de confiança foi identificado por meio das reações excessivas antes dos anúncios de informações públicas e as sub reações após esses anúncios. Assim, identificaram que o excesso de confiança provoca essa reação excessiva antes do anúncio das informações públicas, esses efeitos são ainda mais expressivos para as empresas que compõem o setor de tecnologia. Verificaram ainda que a pós o *crash* da internet em 2000/2001 houve uma forte diminuição do excesso de confiança dos analistas.

Com relação as variáveis de estudo da presente pesquisa, a idade do gestor representa a propensão ao risco, por esse motivo profissionais jovens são menos avessos ao risco, com níveis elevados de diversificação, e com isso costumam ter um excesso de confiança maior do que idosos (Hambrick & Mason, 1984; Wiersema & Bantel, 1992). A medida que, o gênero também é um fator relacionado a excesso de confiança, sobretudo quando se trata de empresas do mercado de capitais, visto que é um ambiente onde há uma grande presença masculina, onde estes por sua vez são mais propensos a terem excesso de confiança (Barber & Odean, 2001).

Em análise semelhante, Ting, Lean, Kweh, & Azizan (2016) investigaram o impacto do excesso de confiança dos gestores sobre as decisões de financiamento de companhias da Malásia, com isso foi constatado que os CEOs quando são motivados, seu excesso de confiança é significativo e positivamente relacionado à dívida. Posto isso, características mais específicas como o acúmulo das funções de Presidente do Conselho e Diretor-Presidente pela mesma pessoa, também aumentará o nível de excesso de confiança gerencial. Assim, o CEO tende a ser mais agressivo ao aumentar seu nível de endividamento (Anderson, Duru, & Reeb, 2009). Relação semelhante pode ser identificada entre os CEOs com níveis mais altos de educação e experientes e a alavancagem financeira de uma empresa (Rakhmayil & Yuce, 2011). Bem como em relação ao desempenho passado, que pode resultar numa auto-atribuição errônea de autoconfiança por parte do gestor, em que este atribui os resultados positivos as suas capacidades e habilidades pessoais, o que eleva o excesso de confiança (Kim, 2013).

## Impacto do excesso de confiança na estrutura de capital: evidências no Brasil e nos Estados Unidos

---

Ao analisar a relação do excesso de confiança dos gestores com a intenção de fraudes em 49 companhias que estavam sujeitas a *Accounting and Auditing Enforcement Releases* (AAERs) Schrand e Zechman (2012) encontraram uma relação positiva e significativa da foto do CEO (uma das variáveis usadas como medida para o excesso de confiança) e a intenção de fraude por parte destes.

### Estrutura de Capital

A estrutura de capital é um dos temas mais discutidos pela literatura, um dos pioneiros nessa discussão sobre a estrutura de capital foi Modigliani e Miller (1958) que analisam a interferência da estrutura sobre os custos de capitais. Nesse sentido, as teorias discutidas por Myers (1983) e Harris e Raviv (1991) enfatizam que as empresas selecionam suas estruturas de acordo com alguns determinantes como o porte da empresa, as taxas de crescimento, estruturas de ativos, lucratividade, volatilidade, entre outros. Assim, estudos que discutem as variações da estrutura de capital utilizam estas variáveis, como Malmendier, Tate e Yan (2011) e Antonczyk e Salzmann (2014).

Muito se discute sobre a relevância desses atributos, e de como eles podem impactar na estrutura de cada empresa e gerar benefícios para estas. Assim, a determinação de uma estrutura ótima é quase que impossível, o que se pode ter é uma estrutura de capital mais adequada para cada tipo de empresa (Perobelli & Famá, 2003).

Deste modo, ao identificar os principais determinantes de uma estrutura de capital, Titman e Wessels (1988) realizaram um estudo mais abrangente sobre os determinantes da estrutura de capital, analisaram os impactos deste sobre as decisões de estrutura, seus resultados revelaram um número amplo de determinantes, e os mais influentes foram a singularidade das organizações, em que empresas com um maior grau de singularidade apresenta menores índices de endividamento, e também o porte das empresas, onde as empresas menores mostram maior propensão a se endividar no curto prazo.

Barros e Silveira (2008) por meio de uma busca na literatura identificaram alguns determinantes capazes de influenciar as decisões de financiamentos (a qual foi mensurada por meio da alavancagem), destacam-se as seguintes *proxies*: a quantidade de oportunidades de investimentos rentáveis disponíveis para a empresa; lucratividade; seu tamanho (porte); a estrutura de ativos (grau de tangibilidade de

## **Impacto do excesso de confiança na estrutura de capital: evidências no Brasil e nos Estados Unidos**

---

seus ativos); seu acesso a benefícios fiscais extra-dívida; a volatilidade do negócio; sua taxa de pagamento de dividendos; e o grau de singularidade de seus produtos e serviços.

O estudo de Fasolin, Silva e Nakamura (2014) analisou os efeitos dos vieses de otimismo e excesso de confiança sobre a estrutura de capital das empresas (em que utilizou como proxy a alavancagem), eles analisaram apenas o cenário brasileiro no período de 2008 a 2012 e verificaram que o excesso de confiança influencia a estrutura de capital das empresas que compõem a amostra, a limitação do estudo porém foi a mensuração do excesso de confiança por meio de uma única variável que foi o acúmulo de funções por parte do gestor (diretor presidente e presidente do conselho).

Silva e Nakamura (2014) também analisaram o efeito da confiança gerencial sobre a estrutura de capital, a análise desse estudo se deu por setores, onde os autores afirmam que a alavancagem das empresas variam conforme o setor em que elas atuem, visto que algumas atividades requerem um grau maior de financiamento que outros. Os resultados evidenciaram que a confiança do gestor impacta na estrutura, ou seja, quanto maior a confiança maior o nível de alavancagem.

### **Desenvolvimento de Hipóteses**

De acordo com De Bondt e Thaler (1985) os indivíduos são, do ponto de vista da psicologia, excessivamente confiantes. Deste modo, esses vieses e heurísticas humanas são capazes de interferirem nas decisões dos gestores. Nesse sentido, diversos estudos tem buscado identificar o impacto desse viés da confiança excessiva nas decisões tomada por gerentes, investidores, analistas, entre outros.

À exemplo, Aguiar, Araújo, Carmo, Prazeres e Soeiro (2016) verificou os efeitos do comportamento dos investidores juntamente com o excesso confiança sobre as decisões de investimentos das organizações. Com base no perfil dos investidores, que foi identificado por meio da aplicação de um questionário, eles traçaram um índice de vieses e heurísticas e a partir deste verificaram essa relação.

Ting, Lean, Kweh e Azizan (2016) analisou o excesso de confiança a partir de um perfil gerado para os gestores de organizações da Malásia, em que investigou-se o efeito sobre as decisões de financiamento das empresas juntamente com a interferência do governo, pois acreditam que a presença do

## Impacto do excesso de confiança na estrutura de capital: evidências no Brasil e nos Estados Unidos

---

governo na composição acionária da organização é capaz de diminuir esse comportamento de demasiada confiança por parte dos gestores.

Posto isso, consistente com o tipo de excesso de confiança *overprecision*, Kramer e Liao (2016) ao analisar o comportamento de gestores de empresas norte-americanas argumentaram que, CEOs que exibem essa forma de excesso de confiança investem mais, usam mais alavancagem, são mais otimistas quanto ao desempenho futuro, têm menor probabilidade de pagar dividendos e têm maior probabilidade de recomprar ações.

No Brasil, Silva, *et al.* (2017) com objetivo de analisar a influência do excesso de confiança e otimismo dos gestores no endividamento de companhias brasileiras, verificaram que as finanças comportamentais podem impactar o desempenho das empresas, sobretudo quando se trata da longevidade organizacional, que pode influenciar os administradores a serem mais suscetíveis aos vieses da confiança excessiva e do otimismo.

Assim, como meio de buscar evidências que corroborem com a literatura estabeleceu-se as seguintes hipóteses:

*H1a: Há uma relação significativa entre o excesso de confiança e a estrutura de capital das organizações americanas.*

*H1b: Há uma relação significativa entre o excesso de confiança e a estrutura de capital das organizações brasileiras.*

Ainda com relação a estrutura de propriedade das organizações e a composição acionária destas, Villalonga e Amit (2006) evidenciam que a concentração acionária em empresas familiares, principalmente quando o diretor presidente ou o presidente do conselho de administração é fundador acarreta valor adicional ao gestor, devido a concentração de poder e excesso de controle.

Barros e Silveira (2008) apontam que empresas com membros familiares tendem a ter um maior excesso de confiança, e conseqüentemente, um maior nível de endividamento. Nesse sentido, a análise comparativa de empresas de países diferentes é pertinente, visto que as estruturas organizacionais são diferentes e estas podem influenciar no grau de excesso de confiança evidenciado, possibilitando um resultado mais robusto para análise.

## Impacto do excesso de confiança na estrutura de capital: evidências no Brasil e nos Estados Unidos

---

Assim, pretende-se verificar de acordo com a literatura a seguinte hipótese:

*H2: O efeito do excesso de confiança sobre a estrutura de capital é maior nas organizações brasileiras do que nas americanas.*

### Metodologia

#### Amostra e Coleta de Dados

A amostra do estudo é composta por 100 companhias de capital aberto listadas na B3 (Bolsa, Brasil, Balcão) e 77 na NYSE (*New York Stock Exchange*). A composição da amostra inicialmente foi realizada por meio da seleção das empresas classificadas como potencialmente poluidoras de acordo com as características preconizadas pelo anexo VIII da Lei nº 10.165 de 2000, a justificativa para a escolha da amostra é a busca de uma base comum entre as empresas brasileiras e norte americanas, que possibilitem um maior poder de comparabilidade de suas características, assim, foram identificadas 186 empresas brasileiras e 221 americanas pertencentes a setores de extração e tratamento de minerais, energia elétrica e saneamento, indústria metalúrgica, têxtil e química, papel e celulose, etc.. Posteriormente foram selecionadas 100 empresas no Brasil e 77 nos Estados Unidos, levando em consideração o seu tamanho e os dados disponíveis.

A análise foi feita para o período de 2010 a 2015, a escolha é justificada por ser o período pós a adoção das IFRS. Os dados analisados são referentes aos formulários de referências e notas explicativas, dos respectivos períodos. Os dados foram coletados a partir dos bancos de dados *Thomson Reuters* e *Comdinheiro*, além dos relatórios disponibilizados pelas companhias.

#### Definição das variáveis

#### Variáveis dependentes

De acordo com a literatura, Harris e Raviv (1991), uma das variáveis mais utilizadas para representar a estrutura de capital de uma organização é a alavancagem financeira. Assim essa será a variável dependente do estudo, conforme aponta a Tabela 1.

## Impacto do excesso de confiança na estrutura de capital: evidências no Brasil e nos Estados Unidos

Dimensão	Variável	Descrição	Banco de Dados	Fonte
Estrutura de Capital	Alavancagem (Alav)	Dívidas Totais divididas pelos Ativos Totais	<i>Thomson Reuters</i>	(Nakamura <i>et al.</i> , 2007; Antonczyk e Salzmann, 2014; Ting <i>et al.</i> , 2016)

**Tabela 1 – Descrição da variável de estrutura de capital**

Fonte: Elaboração própria (2017).

### Variáveis Independentes

Com base em estudos que trabalharam com vieses relacionados ao excesso de confiança, foram selecionadas algumas variáveis capazes de capturar essas características por meio do perfil dos gestores, conforme é apresentado pela Tabela 2.

Dimensão	Variáveis/Sinal esperado	Descrição	Base de dados	Fonte
Excesso de Confiança	Idade (+)	Idade do gestor. (Var contínua)	ComDinheiro	(Mendes-Da-Silva e Yu, 2009; Fasolin <i>et al.</i> , 2014; Ting <i>et al.</i> , 2016)
	Gênero (+)	Para gestores do Sexo masculino será atribuído o valor de 1 (um), gestores do sexo feminino será atribuído valor 0 (zero).	ComDinheiro	
	Educação (+)	Gestores com educação de nível superior o valor é 1 (um), caso contrário 0 (zero).	ComDinheiro	
	Desempenho passado (+)	Se o desempenho (medido pelo ROE) no ano anterior foi positivo será atribuído valor de 1 (um), no caso contrário 0 (zero).	<i>Thomson Reuters</i>	
	Experiência (+)	Se o gestor anteriormente já ocupou um cargo de nível executivo como CEO, CFO, COO, CIO ou uma vice presidência o valor será 1 (um), caso contrário será 0 (zero).	RC	
	Foto do Perfil (+)	Se a foto do CEO no relatório da administração for maior que meia página será o valor 4 (quatro); se for menor que a metade da página será 3 (três); se a foto for ele com outras pessoas será 2 (dois); e se não tiver foto dele no relatório o valor será 1 (um)	RC	
	Dualidade CEO/Chairman (+)	Gestores que ocupam a função de diretor presidente e presidente do conselho de administração terá valor de 1 (um), em caso contrário 0 (zero).	ComDinheiro	

**Tabela 2 - Descrição das variáveis de comportamento do gestor e do excesso de confiança**

Fonte: Elaboração própria (2017) Notas: RC – Relatórios da Companhia.

## Impacto do excesso de confiança na estrutura de capital: evidências no Brasil e nos Estados Unidos

Desta maneira o excesso de confiança abordado no estudo é mensurado por meio das características do perfil do gestor que estão relacionadas, de acordo a literatura, com o comportamento de confiança demasiada.

Ainda com base nessas variáveis, foi construído um Índice de Excesso de Confiança - IEC a partir da soma da pontuação de cada uma destas características. Adicionalmente o índice também foi calculado por meio da técnica multivariada de Análise de Componentes Principais (ACP), uma vez que esta tem por objetivo transformar um conjunto de variáveis correlacionadas num conjunto menor de variáveis independentes, designadas por componentes principais. Sendo assim, a análise de componentes principais consiste apenas numa transformação linear dos dados (Maroco, 2003).

Embasado pelo estudo de Moore e Healy (2007) que classificou o excesso de confiança em três níveis o primeira é a *overprecision*, representa um nível mais baixo de excesso de confiança, o segunda é a *overestimation*, um nível médio e o último é a *overplacement*, com um grau mais elevado. Assim trabalhou-se com variáveis *dummies* para a estimação desses Níveis de Excesso de Confiança – NEC (1, 2 e 3), com base no IEC.

### Variáveis de controle

Para variáveis de controle foram selecionadas de acordo com a literatura, as mais impactantes na composição de estrutura de capital, para isso foram escolhidas algumas que representam os determinantes dessa estrutura na Tabela 3.

Dimensão	Variáveis/Sinal esperado	Descrição	Base de dados	Fonte
Variáveis de Controle	Tamanho da Empresa (Tam) (+)	Log natural das Vendas	Thomson Reuters	(Guay <i>et al.</i> , 2011; Calegari <i>et al.</i> , 2016)
	Tangibilidade (Tang) (+)	<i>Imobilizado</i> / <i>Ativos Totais</i>	Thomson Reuters	(Titman e Wessels, 1988; Silva e Nakamura, 2014)
	Rentabilidade (Rent) (-)	<i>EBITDA</i> / <i>Ativos Totais</i>	Thomson Reuters	(Titman e Wessels, 1988; Nakamura <i>et al.</i> , 2007)
	Empresas Familiares (Fam) (+)	Será atribuído o valor de 1 (um) para empresas familiares, caso contrário será 0 (zero).	RC	(Barros e Silveira, 2008)

**Tabela 3 - Descrição das variáveis de controle**

Fonte: Elaboração própria (2017). Notas: RC – Relatórios da Companhia

### **Tratamento econométrico**

Como forma de comprovar os resultados que foram obtidos, optou-se pela realização de alguns testes econométricos, com objetivo de avaliar as relações entre as variáveis, bem como a significância estatística entre elas. A partir da seleção das variáveis do estudo, os dados foram analisados em painel balanceado, e as estimações foram realizadas por meio de regressões múltiplas *pooled*, efeitos fixos e efeitos aleatórios, conforme as especificações dos testes: F de *Chow* (orienta a escolha entre os estimadores do modelo *pooled* e Efeitos Fixos), Teste de *Breusch-Pagan* (orienta a escolha entre os estimadores do modelo *pooled* e Efeitos Aleatórios) e o Teste de *Hausman* (orienta a escolha entre os estimadores do modelo Efeitos Fixos e Efeitos Aleatórios).

Os modelos utilizados estão descritos pelas equações a seguir:

$$Alav_{it} = \alpha_{it} + \beta_1 IEC_{it} + \beta_2 Tam_{it} + \beta_3 Tang_{it} + \beta_4 Rent_{it} + \beta_5 Fam_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$Alav_{it} = \alpha_{it} + \beta_1 IEC\_ACP_{it} + \beta_2 Tam_{it} + \beta_3 Tang_{it} + \beta_4 Rent_{it} + \beta_5 Fam_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$Alav_{it} = \alpha_{it} + \beta_1 Idade_{it} + \beta_2 Sexo_{it} + \beta_3 Educ_{it} + \beta_4 Pas_{it} + \beta_5 Exp_{it} + \beta_6 PP_{it} + \beta_7 CEO_{it} + \beta_8 Tam_{it} + \beta_9 Tang_{it} + \beta_{10} Rent_{it} + \beta_{11} Fam_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

Adicionalmente, os resultados para o excesso de confiança foram estimados de acordo com os níveis de excesso (NEC):

$$Alav_{it,NEC} = \alpha_{it} + \beta_1 IEC_{it} + \beta_2 Tam_{it} + \beta_3 Tang_{it} + \beta_4 Rent_{it} + \beta_5 Fam_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

## **Apresentação e Discussão dos Resultados**

### **Análise Descritiva dos Resultados**

A Tabela 4 apresenta a análise descritiva dos dados referentes a estrutura de capital e as características dos gestores, esses resultados foram obtidos por meio de uma amostra composta por 100

## Impacto do excesso de confiança na estrutura de capital: evidências no Brasil e nos Estados Unidos

---

empresas brasileiras perfazendo um total de 595 observações, e 77 empresas americanas com um total de 387 observações analisadas.

A variável representante da estrutura de capital foi a alavancagem financeira, na qual se evidenciou para os dois grupos analisados um nível em torno dos 60%, ou seja, tanto as empresas brasileiras como as empresas americanas apresentam um nível de endividamento considerável para o período analisado. Observando-se a amplitude destes dados, é possível verificar uma grande variação desse nível de endividamento das empresas que compõem a amostra.

Com relação as variáveis voltadas a mensuração do excesso de confiança, o Índice de Excesso de Confiança (IEC) atingiu uma média 59,4 pontos para amostra brasileira, e considerando que esse índice variou entre 36 e 83, ou seja, os gestores brasileiros em média apresentaram um nível de excesso de confiança considerável, esse resultado também é confirmado por meio de variável que mensura os níveis de excesso de confiança (Níveis de EC), onde a média das empresas brasileiras foram de 2,02. Esse nível 2 do excesso de confiança, representa a *overestimation*, onde o gestor apresenta um excesso de confiança de tal modo, que ele passa a superestima as suas próprias habilidades e desempenho de acordo com Moore e Healy (2007). Assim como no mercado brasileiro, o norte-americano também evidencia um IEC médio para os gestores em torno de 61 pontos, e um nível de EC médio de 2,08, uma diferença muito sutil, mas que ainda assim demonstra um maior excesso de confiança por parte dos gestores americanos.

Ao analisar o índice de excesso de confiança estimado pela técnica de componentes principais (IEC\_ACP) obteve-se uma média para amostra brasileira de -0,216, enquanto que para a norte americana foi de 0,361. Deste modo, quando analisado por meio dos indicadores gerados pelo ACP é possível enxergar uma maior diferença entre os níveis de excesso de confiança entre as amostras dos dois países, e confirmando os resultados encontrados pelo IEC que os gestores norte-americanos demonstram um maior excesso de confiança.

A idade média desses gestores no geral é de 54 anos, onde no Brasil a idade mínima chega aos 33 anos e a máxima aos 77 anos, enquanto que nos EUA, a mínima foi de 39 anos e a máxima de 76 anos, evidencia-se assim uma abertura maior para CEOs mais jovens no mercado brasileiro. No que se refere ao gênero, percebeu-se que quase a unanimidade dos gestores destas corporações analisadas é formada

## Impacto do excesso de confiança na estrutura de capital: evidências no Brasil e nos Estados Unidos

por indivíduos do sexo masculino. No Brasil o número é de 94% dos gestores que são homens e nos EUA esse número chega aos 97%, esse resultado vai ao encontro ao evidenciado por Bertrand e Hallock (2001), que analisaram o perfil de altos executivos de empresas americanas no período de 1992 a 1997, onde foi identificado que dos cargos de CEOs das empresas americanas existentes, apenas 2,5% eram ocupados por mulheres.

Com relação as características de formação dos gestores, a grande maioria possui ensino superior, cerca de 96%, assim como experiências anteriores, com 90% dos gestores analisados, são evidências dos dois países analisados. Com relação a dualidade do CEO (CEO/Chairman), essa característica é mais comum nas empresas americanas, onde ocorreu em 42% dos casos, enquanto que no Brasil ocorreu em cerca de 15% das empresas.

Variáveis	Média		Desvio Padrão		Mínimo		Máximo		
	Geral	BR	EUA	BR	EUA	BR	EUA	BR	EUA
Alavancagem	0,604	0,609	0,598	0,199	0,253	0,085	0,000	1,750	1,928
IEC	60,374	59,452	61,800	8,649	6,865	36,000	45,000	83,000	81,000
IEC ACP	0,006	-0,216	0,361	0,940	0,966	-3,620	-3,409	2,306	2,182
Níveis de EC	2,045	2,020	2,083	0,550	0,524	1,000	1,000	3,000	3,000
Idade	54,692	54,074	55,643	8,546	6,648	33,000	39,000	77,000	76,000
Sexo	0,952	0,943	0,966	0,232	0,180	0,000	0,000	1,000	1,000
Educação	0,960	0,980	0,929	0,141	0,258	0,000	0,000	1,000	1,000
Desempenho	0,799	0,810	0,783	0,393	0,413	0,000	0,000	1,000	1,000
Experiência	0,904	0,867	0,961	0,340	0,193	0,000	0,000	1,000	1,000
Foto do Perfil	1,807	1,625	2,085	0,939	1,043	1,000	1,000	4,000	4,000
CEO/Chairman	0,261	0,155	0,424	0,362	0,495	0,000	0,000	1,000	1,000
Tamanho	21,636	21,824	21,345	1,498	1,550	17,414	11,225	26,544	24,817
Tangibilidade	0,471	0,339	0,675	0,360	0,390	0,000	0,000	2,588	2,274
Rentabilidade	0,115	0,097	0,142	0,069	0,181	-0,225	-0,717	0,356	1,937
Empresas Familiares	0,358	0,432	0,245	0,496	0,431	0,000	0,000	1,000	1,000

**Tabela 4 – Estatísticas Descritivas das variáveis de estrutura de capital, excesso de confiança e de controle. (2010 – 2015)**

**Fonte:** Dados da Pesquisa (2017).

**Nota:** A amostra geral é composta por 982 observações, a amostra de companhias brasileiras é composta por 595 observações e pôr fim a amostra de empresas americanas com 387 observações.

No que se refere ao tamanho das companhias analisadas, elas apresentam portes semelhantes, mesmo sendo de países distintos, essa característica é importante para efeito de comparabilidade dos resultados encontrados para as duas amostras. Dessa forma, surge a necessidade de se trabalhar com uma

## Impacto do excesso de confiança na estrutura de capital: evidências no Brasil e nos Estados Unidos

---

base comum para a seleção das empresas, que no nosso estudo foram as empresas potencialmente poluidoras. Com relação as demais variáveis de controle é possível perceber que as empresas americanas são, em média, mais rentáveis e possuem uma maior imobilização do seu patrimônio, enquanto que as brasileiras, possuem uma maior participação de empresas familiares em seu mercado (43%), o que pode evidenciar uma maior tendência a possuir um excesso de confiança mais elevado. A fim de verificar essas relações foram estimados modelos multivariados, conforme apresentado na próxima seção.

### Análise Inferencial dos Resultados

Com objetivo de verificar como se dá a relação entre o comportamento dos gestores e as suas decisões de endividamento, foram estimados alguns modelos com base na literatura de excesso de confiança. Os resultados evidenciados pela Tabela 5 revelam a relação do excesso de confiança e as decisões de estrutura de capital para as empresas brasileiras e americanas no período de 2010 a 2015. No que se refere à amostra de empresas brasileiras o primeiro modelo estimado com base no índice de excesso de confiança (IEC) por meio de uma regressão *pooled robusta*, apontou uma relação significativa a um nível de 1% entre o excesso de confiança e a alavancagem, ou seja, quanto maior o excesso de confiança do gestor menos ele tende a se endividar, pois o coeficiente estimado aponta uma relação negativa.

O modelo 2 (estimado por meio de uma regressão de efeitos fixos), assim como no anterior também apresentou uma relação negativa significativa ao nível de 5%, porém o seu poder explicativo é maior na relação analisada, visto que o coeficiente apresentado foi de -0,010. Porém, esses resultados obtidos são opostos ao que é preconizado pela literatura, de acordo com Antonczyk e Salzmann (2014) se espera que quanto maior for o excesso de confiança dos gestores maior seria o nível de alavancagem das empresas, visto que demasiado excesso de confiança do gestor faria com que este ignorasse risco de falência e/ou insolvência da companhias, adotando níveis elevados de endividamento e explorando ao máximo os benefícios fiscais disponíveis.

## Impacto do excesso de confiança na estrutura de capital: evidências no Brasil e nos Estados Unidos

**Tabela 5 – Impacto do Excesso de confiança dos gestores sobre a estrutura de capital de empresas brasileiras e norte-americanas. (2010 – 2015)**

Variáveis	Brasil			Estados Unidos		
	Modelo [1]	Modelo [2]	Modelo [3]	Modelo [1]	Modelo [2]	Modelo [3]
IEC	-0,004*** (0,001) <sup>a</sup>	-	-	-0,006*** (0,002)	-	-
IEC ACP	-	-0,010** (0,005)	-	-	-0,030*** (0,008)	-
Idade	-	-	-0,004*** (0,001) <sup>a</sup>	-	-	-0,036** (0,002) <sup>a</sup>
Sexo	-	-	-0,007 (0,022) <sup>a</sup>	-	-	-0,248*** (0,065) <sup>a</sup>
Educação	-	-	0,149*** (0,041) <sup>a</sup>	-	-	0,0320 (0,028) <sup>a</sup>
Desempenho	-	-	-0,105*** (0,021) <sup>a</sup>	-	-	-0,077** (0,038) <sup>a</sup>
Experiência	-	-	0,009 (0,022) <sup>a</sup>	-	-	0,024 (0,080) <sup>a</sup>
Foto do Perfil	-	-	0,008 (0,007) <sup>a</sup>	-	-	-0,012 (0,011) <sup>a</sup>
CEO/Chairman	-	-	0,053*** (0,020) <sup>a</sup>	-	-	-0,018 (0,025) <sup>a</sup>
Tamanho	0,036*** (0,005) <sup>a</sup>	0,053*** (0,008)	0,040*** (0,005) <sup>a</sup>	0,060*** (0,008)	0,053*** (0,012)	0,061*** (0,009) <sup>a</sup>
Tangibilidade	-0,123*** (0,021) <sup>a</sup>	-0,002 (0,010)	-0,148*** (0,021) <sup>a</sup>	0,004*** (0,032)	0,061*** (0,021)	-0,010 (0,041) <sup>a</sup>
Rentabilidade	-0,973*** (0,123) <sup>a</sup>	-0,330*** (0,064)	-0,812*** (0,143) <sup>a</sup>	-0,246*** (0,068)	-0,154*** (0,053)	-2,227*** (0,049) <sup>a</sup>
Empresas Familiares	0,033** (0,015) <sup>a</sup>	-	0,040** (0,016) <sup>a</sup>	0,037** (0,029)	0,011 (0,053)	0,021 (0,023) <sup>a</sup>
Constante	0,167 (0,107) <sup>a</sup>	-0,531*** (0,172)	-0,030 (0,127) <sup>a</sup>	-0,311 (0,181)	-0,580** (0,255)	-1,192 (0,216) <sup>a</sup>
Teste F	30,91	17,15	21,31	14,88	49,61	11,64
Teste F (Prob)	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
R <sup>2</sup> Ajustado	0,236	0,100	0,290	0,153	0,957	0,205
Obs	595	584	595	385	366	379

**Fonte:** Dados da Pesquisa (2017).

**Notas:** O modelo 1 considera o índice de excesso de confiança dos gestores como variável explicativa, enquanto que o modelo 2 observa os níveis de excesso de confiança dos gestores como variável independente e o modelo 3 trabalha com as características do perfil dos gestores para explicar a estrutura de capital. \*, \*\*, \*\*\* representam a significância estatística a 10%, 5% e 1%, respectivamente. <sup>a</sup> Erros-padrão estimados com correção para heterocedasticidade de White. De acordo com o teorema do limite central e considerando que foram utilizadas 595 e 385 (BR e EUA) observações, o pressuposto da normalidade pode ser relaxado.

## Impacto do excesso de confiança na estrutura de capital: evidências no Brasil e nos Estados Unidos

---

Ao observar o terceiro modelo para a amostra do Brasil, que analisa as características dos gestores de forma separada, verifica-se que a idade e o desempenho apresentaram uma relação negativa e significativa ao nível de 1%, ao contrário do que se esperava. Já a educação e a dualidade do CEO demonstraram uma relação positiva e também significativa a 1%, ou seja, nesse caso quanto maior a formação do indivíduo, maior será o seu nível de excesso de confiança e conseqüentemente maior o nível de endividamento da companhia. Já com relação a dualidade, diante da situação em que o indivíduo ocupa dois cargos de decisão da companhia, o que lhe fornece um maior poder organizacional, isso fornece subsídios para um perfil com maior nível de excesso de confiança, e assim como é sugerido por Malmendier, Tate e Yan (2011) estes tendem a buscar uma estrutura de capital mais alavancada.

Ting *et al.* (2016) ao analisarem estas variáveis no mercado malaio, obtiveram resultados semelhantes com relações positivas para educação e negativas para sexo, porém para as demais variáveis os resultados encontrados foram opostos em relação aos evidenciados na amostra de empresas brasileiras e americanas.

Os resultados evidenciados pelas empresas americanas, assim como no Brasil demonstraram uma relação negativa e significativa entre o excesso de confiança dos gestores e a sua estrutura de capital, porém os coeficientes demonstram um impacto maior do excesso de confiança dos gestores de empresas americanas, onde os coeficientes obtidos para os modelos 1 e 2 foram respectivamente, -0,006 e -0,030, enquanto que para a amostra brasileira foram de -0,004 e -0,010.

A Tabela 6 apresenta os resultados da relação entre o excesso de confiança, medido por meio de níveis definidos com base em Moore e Healy (2007), com a alavancagem das empresas. As análises se deram por meio de modelos de regressões de Efeitos Fixos e Aleatórios, onde foi utilizado o teste de *Hausman* para identificar qual o modelo mais adequado.

Ainda no que se refere a Tabela 6, para o cenário brasileiro foi identificada significância estatística da relação para os níveis 1 e 3, onde o nível de excesso de confiança mais baixo apresentou uma relação positiva (0,008) assim como é preconizado pela literatura, com um nível de significância de 10%. Já no nível mais alto de excesso de confiança, verificou-se uma relação negativa e significativa a 5%, porém,

## Impacto do excesso de confiança na estrutura de capital: evidências no Brasil e nos Estados Unidos

esta foi mais forte do que a anterior, conforme acredita-se que quanto maior o nível de excesso maior o efeito deste sobre as decisões dos gestores.

No contexto americano, os modelos que apresentaram significância estatística foram os níveis 2 e 3, e nesse caso os dois apresentaram uma relação positiva, e mais forte no modelo 3, os coeficientes identificados foram respectivamente 0,007 e 0,017. Evidenciando portanto o resultado de acordo com a literatura, esse resultado corrobora com os encontrados por Barros e Silveira (2008) e Choi, Ferris, Jayaraman e Sabherwal (2014).

**Tabela 6 – Análise dos Níveis de Excesso de confiança dos gestores sobre a estrutura de capital de empresas brasileiras e americanas. (2010 – 2015)**

Variáveis	Brasil			Estados Unidos		
	Nível 1	Nível 2	Nível 3	Nível 1	Nível 2	Nível 3
IEC	0,008* (0,004)	-0,002 (0,002)	-0,012** (0,005) <sup>a</sup>	0,009 (0,015)	0,007* (0,004)	0,017** (0,007)
Tamanho	0,052*** (0,015)	0,082*** (0,021)	0,040*** (0,015) <sup>a</sup>	-0,003 (0,026)	-0,244*** (0,055)	0,192** (0,072)
Tangibilidade	0,023 (0,032)	-0,002 (0,025)	-0,148*** (0,052) <sup>a</sup>	0,177** (0,091)	0,080** (0,041)	-0,070 (0,096)
Rentabilidade	-0,860*** (0,184)	-0,424*** (0,147)	-0,245 (0,269) <sup>a</sup>	0,137 (0,178)	-0,264 (0,182)	-0,232** (0,106)
Empresas Familiares	0,080 (0,067)	- -	0,046 (0,521) <sup>a</sup>	0,467*** (0,163)	- -	- -
Constante	-0,762** (0,315)	-1,018** (0,445)	0,637 (0,521) <sup>a</sup>	-0,131 (0,986)	5,432*** (1,186)	-4,812*** (1,636)
Teste Chi2/F	41,7	5,16	6,5	13,15	8,83	4,78
Teste Chi2/F (Prob)	0,000	0,001	0,000	0,022	0,000	0,006
R <sup>2</sup> Ajustado	0,410	0,166	0,182	0,370	0,142	0,448
Obs	84	415	96	38	277	70

**Fonte:** Dados da Pesquisa (2017).

**Notas:** Os modelos para o nível 1 (BR e EUA) foram estimados por meio do modelo de Efeitos Aleatórios, o modelo do Nível 3 – BR foi estimado por meio de uma regressão Pooled robusta, enquanto que as demais regressões apresentadas nesta tabela foram estimadas por meio de Efeitos Fixos. \*, \*\*, \*\*\* representam a significância estatística a 10%, 5% e 1%, respectivamente. <sup>a</sup> Erros-padrão estimados com correção para heterocedasticidade de White.

## Impacto do excesso de confiança na estrutura de capital: evidências no Brasil e nos Estados Unidos

---

De um modo geral, tanto nos resultados evidenciados pela tabela 5 como na 6, as variáveis de controle tiveram comportamentos constantes, as variáveis tamanho e rentabilidade se mostraram significativas em praticamente todos os modelos, enquanto que as demais, tangibilidade e empresas familiares, não forma significativas em todas as estimações.

A rentabilidade foi a variável que impactou de forma mais significativa sobre as decisões de endividamento das companhias, seus coeficientes nos modelos estimados representaram grande parte da explicação da estrutura de capital das companhias, uma vez que empresas com maior rentabilidade tendem a depender menos do capital de terceiros, o que é compatível com a teoria *pecking order*. Esses resultados corroboraram os encontrados por Ting *et al.* (2016) na Malásia. O tamanho das companhias apresentou uma relação positiva e significativa nos modelos estimados, esse resultado segue a mesma perspectiva identificada no estudo de Barros e Silveira (2008), que é coerente com as teorias de estrutura de capital, em que empresas maiores tendem a ser mais alavancadas.

A tangibilidade por sua vez, nas estimações que forma significativas para amostra brasileira, apresentaram uma relação negativa, o que é oposto ao predito pela literatura de estrutura de capital. Para a mostra de empresas norte-americanas a relação encontrada foi positiva, assim como era esperado, uma vez que empresas com maiores níveis de tangibilidade tendem a ser mais alavancadas (Barros & Silveira, 2008; Harris & Raviv, 1991).

No que se refere as hipóteses, de acordo com os resultados evidenciados pela análise dos dados, há evidências que apontam a existência de relação significativa entre o excesso de confiança dos gestores e a estrutura de capital, tanto no caso do Brasil como no dos Estados Unidos. Sendo assim, não há evidências suficientes que permitam rejeitar as hipóteses H1a e H1b. Com relação a proporção do impacto do excesso de confiança nessa estrutura de capital no Brasil e nos EUA, verificou-se que este é mais influente em decisões nas empresas americanas. Portanto, os resultados dão suporte para que a hipótese 2 seja rejeitada.

## **Considerações Finais**

Este estudo teve por objetivo verificar como o excesso de confiança, relacionado ao comportamento do gestor, poderia interferir nas decisões de estrutura de capital, considerando para isso empresas brasileiras e empresas americanas. Sendo assim, a amostra foi composta por 595 observações de empresas brasileiras e 387 de empresas americanas para o período de 2010 a 2015.

A mensuração do excesso de confiança se deu por meio das características do perfil do gestor, em que compôs-se um índice com tais características que representam proxies para excesso de confiança e também com o uso da análise de componentes principais para uma estimação secundária, também foi observado os efeitos que cada característica dos gestores tinha sobre as decisões de estrutura de capital separadamente, e adicionalmente com base no desmembramento desse índice de excesso de confiança em níveis. Os modelos foram estimados em painel por meio de regressões múltiplas *Pooled*, de efeitos fixos e aleatórios.

Assim, os resultados obtidos demonstram que de um modo geral, as decisões de estrutura de capital das empresas que compõem a amostra analisada, com base na alavancagem, apresentam um percentual de endividamento em torno dos 60%, nos dois países, ou seja, elas comprometem/financiam mais de 60% de seus patrimônios com capital de terceiros. Outra característica semelhante nos dois países foi o IEC, que ficou em torno dos 60 pontos, assim como o nível de excesso de confiança foi 2,04. Esses números apontam para um cenário de excesso de confiança considerável, que de acordo com Moore e Healy (2007), indica um comportamento em que o gestor confia de tal maneira em suas habilidades, que acaba por superestimar as suas próprias habilidades e desempenho.

Com base na relação proposta, foi possível identificar uma relação significativa entre o excesso de confiança e as decisões de alavancagem das organizações, tanto no mercado brasileiro como no americano, e conforme o nível de excesso de confiança muda os resultados também se alternavam entre relações positivas, onde o excesso de confiança convergiria à um maior endividamento das empresas, conforme resultados dos artigos de Barros e Silveira (2008), Malmendier *et al.* (2011) e Antonczyk e Salzmann (2014), e em relações negativas, em que excesso de confiança faz com que os gestores evitassem a busca

## Impacto do excesso de confiança na estrutura de capital: evidências no Brasil e nos Estados Unidos

---

por formas de financiamento por meio de capital de terceiros. Conforme o nível de confiança aumentava, maior era o impacto desse sobre a alavancagem, no nível 3, que representa a *overplacement*, onde neste estágio os indivíduos acreditam ser melhores do que os outros em determinadas atividades.

Do ponto de vista do impacto desta relação, percebeu-se que o impacto dos níveis de excesso de confiança sobre essas decisões dos gestores é mais influente nas empresas americanas do que nas empresas brasileiras, mesmo o Brasil tendo uma estrutura de propriedade mais voltada à empresas familiares o que seria uma característica capaz de induzir um maior nível de excesso de confiança por parte dos gestores.

Os resultados obtidos são reflexos da análise de uma amostra de empresas com características semelhantes, voltadas à setores e áreas como energia, mineração, consumo cíclico, entre outras. Isso possibilitou uma melhor comparação, mesmo com instituições de países diferentes. Por outro lado, esse corte amostral pode representar uma limitação, visto que a análise foi restrita a empresas com características determinadas, sem levar em consideração as empresas dos diversos setores existentes.

Nesse sentido, os resultados deste estudo limitam-se ao corte amostral, porém, este não tem o propósito de esgotar as discussões sobre o problema investigado, perfazendo a necessidade de novas discussões a respeito desta relação, com a busca por novas *proxies* capazes de mensurar os vieses comportamentais dos gestores, que podem afetar o processo de tomada de decisão dentro das organizações.

### Referências

- Aguiar, E. S., Araújo, L. M. G., Carmo, T. S., Prazeres, R. V., & Soeiro, T. M. (2016). A Influência de Gênero, Idade, Formação e Experiência nas Decisões de Investimentos: Uma Análise do Efeito Confiança. *Revista Evidenciação Contábil & Finanças*, 4(3), 44–55. <https://doi.org/10.18405/RECFIN20160303>
- Anderson, R.C., Duru, A., & Reeb, D.M. (2009). Founders, heirs, and corporate opacity in the United States. *Journal of Financial Economics*, 92 (2), 205 - 222. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2008.04.006>
- Antonczyk, R. C. & Salzman, A. J. (2014). Overconfidence and optimism: The effect of national culture on capital structure. *Research in International Business and Finance*, 31, 132–151.

## Impacto do excesso de confiança na estrutura de capital: evidências no Brasil e nos Estados Unidos

---

<https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2013.06.005>

- Barber, M. & Odean, T. (2001). Boys will be boys: Gender, overconfidence, and common stock investment. *The quarterly journal of economics*, 116(1), 261-292. <https://doi.org/10.1162/003355301556400>
- Barros, L. A. B. D. C. & Silveira, A. D. 2008. Excesso de confiança, otimismo gerencial e os determinantes da estrutura de capital. *RBF - Revista Brasileira de Finanças*, 6(3), 293-334.
- Bertrand, M. & Hallock, K. F. (2001). the Gender Gap in Top Corporate Jobs. *Industrial and Labor Relations Review*, 55(1), 3-21. <https://doi.org/10.1177/001979390105500101>
- Bessière, V. & Elkemali, T. (2014). Does uncertainty boost overconfidence? The case of financial analysts' forecasts. *Managerial Finance*, 40(3), 300-324. <https://doi.org/10.1108/MF-01-2013-0017>
- Calegari, I., Gonçalves, R., Serrano, A., & Rodrigues, J. (2016). Effects of Corporate Reputation in the Cost of Equity on Brazilian Listed Companies. *Revista Universo Contábil*, 12(1), 178-198. <https://doi.org/10.4270/ruc.2016110>
- Choi, H., Ferris, S. P., Jayaraman, N., & Sabherwal, S. (2014). Overconfidence, Corporate Governance, and Global Ceo Turnover. *Advances in Financial Economics*, 16, 101-136. [https://doi.org/10.1108/S1569-3732\(2013\)0000016004](https://doi.org/10.1108/S1569-3732(2013)0000016004)
- De Bondt, W. F. M. & Thaler, R. (1985). Does the stock market overreact. *Journal of Finance*, 40(3), 793-805. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1985.tb05004.x>
- Fama. E. F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *Journal of Finance*, 25(2), 383-417. <https://doi.org/10.2307/2325486>
- Fasolin, L. B.; Silva, T. P.; Nakamura, W. T. (2014). Relação entre os vieses de otimismo e excesso de confiança sobre a estrutura de capital das empresas brasileiras. *Anais Do I Encontro Brasileiro de Economia E Finanças Comportamentais*, São Paulo, SP.
- Feitosa, A. B.; Silva, P. R.; Silva, D. R. (2014). A influência de vieses cognitivos e motivacionais na tomada de decisão gerencial : Evidências empíricas em uma empresa de construção civil brasileira, *Revista de Negócios*, 19(3), 3-22. <https://doi.org/10.7867/1980-4431.2014v19n3p3-22>
- Fischhoff, B., Slovic, P., & Lichtenstein, S. (1977). Knowing with certainty: The appropriateness of extreme confidence. *Journal of Experimental Psychology: Human Perception and Performance*,

## Impacto do excesso de confiança na estrutura de capital: evidências no Brasil e nos Estados Unidos

---

3(4), 552–564. <https://doi.org/10.1037//0096-1523.3.4.552>

- Guay, W., Kothari, S. P., & Shu, S. (2011). Properties of implied cost of capital using analysts' forecasts. *Australian Journal of Management*, 36(2), 125–149. <https://doi.org/10.1177/0312896211408624>
- Hambrick, D. C. & Mason, P. A. (1984). Upperchelon: The organizations as a reflection of its top managers. *Academy of Management Review*, 9(2), 193-206. <https://doi.org/10.5465/amr.1984.4277628>
- Harris, M. & Raviv, A. (1991). The Theory of Capital Structure. *Journal of Finance*, 46(1), 297–355. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1991.tb03753.x>
- Huang, W., Jirng, F., Liu, Z., & Zhang, M. (2011). Agency cost, top executives' overconfidence, and investment-cash flow sensitivity— Evidence from listed companies in China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 19(3), 261-277. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2010.12.001>
- Kahneman, D., Slovic, P., & Tversky, A. (1974). Judgment under uncertainty: heuristics and biases. *Science*, 185(4157), 1124–1131. <https://doi.org/10.1126/science.185.4157.1124>
- Kim, Y.H. (2013), Self attribution bias of the CEO: evidence from CEO interviews on CNBC, *Journal of Banking & Finance*, 37(7), 2472-2489. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2013.02.008>
- Kramer, L. A. & Liao, C. M. (2016). The spillover effects of management overconfidence on analyst forecasts. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 12, 79–92. <https://doi.org/10.1016/j.jbef.2016.10.004>
- Lucena, W. G. L., Fernandes, M. S. A., & Silva, J. D. G. (2011). Behavioral Accounting and Its Cognitive Effects on Decision Making: a Sample With Operators Accounting. *Revista Universo Contábil*, 7(3), 41–58. <https://doi.org/10.4270/ruc.2011321>
- Malmendier, U., Tate, G., & Yan, J. (2011). Overconfidence and early life experiences: the impact of managerial traits on corporate financial policies. *The Journal of Finance*, 66(5), 1687–1733. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2011.01685.x>
- Maroco, J. (2003). *Análise estatística com utilização do SPSS*. 2ºed. Lisboa: Sílabo.
- Mendes-Da-Silva, W. & Yu, A. S. O. (2009). Sense of Control Empirical Analysis: Understanding Overconfidence. *Revista de Administração Contemporânea*, 13(2), 247–271. <https://doi.org/10.1590/S1415-65552009000200006>

## Impacto do excesso de confiança na estrutura de capital: evidências no Brasil e nos Estados Unidos

---

- Modigliani, F. & Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261–297.
- Moore, D. A. & Healy, P. J. (2007). The Trouble With Overconfidence. *Psychological Review*, 115(2), 502–517. <https://doi.org/10.1037/0033-295X.115.2.502>
- Myers, S. C. (1983). The Capital Structure Puzzle.pdf. *Journal of Finance*, 39(3), 575–592. <https://doi.org/10.2307/2327916>
- Nakamura, W. T., Martin, D. M. L., & Forte, D. (2007). Determinantes de estrutura de capital no mercado brasileiro: análise de regressão com painel de dados no período 1999-2003. *Revista Contabilidade & Finanças*, 44, 72–85. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772007000200007>
- Perobelli, F. F. C. & Famá, R. (2003). Fatores determinantes da estrutura de capital para empresas latino-americanas. *Revista de Administração Contemporânea*, 7(1), 9–35. <https://doi.org/10.1590/S1415-65552003000100002>
- Pimenta, D. P., Borsato, J. M. L. S., & Ribeiro, K. C. D. S. (2012). Um estudo sobre a influência das características sociodemográficas e do excesso de confiança nas decisões dos investidores, analistas e profissionais de investimento à luz das finanças comportamentais. *Revista de Gestão*, 19(2), 263–280. <https://doi.org/10.5700/rege462>
- Rakhmayil, S. & Yuce, A. (2011). Effects of manager qualification on firm value. *Journal of Business & Economics Research*, 6(7), 1-15. <https://doi.org/10.19030/jber.v6i7.2452>
- Schrand, C.M. & Zechman, S.L. (2012), Executive overconfidence and the slippery slope to financial misreporting, *Journal of Accounting and Economics*, 53(1), 311-329. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2011.09.001>
- Shiller, R. J. (2003). From Efficient Markets Theory to Behavioral Finance. *Journal of Economic Perspectives*, 17(1), 83–104. <https://doi.org/10.1257/089533003321164967>
- Shleifer, A. & Summers, L. (1990). The Noise Trader Approach to Finance. *Journal of Economic Perspectives*, 4(2), 19–33. <https://doi.org/10.1257/jep.4.2.19>
- Silva, M. R. A. & Nakamura, W. T. (2014). Indicadores de confiança e estrutura de capital – Uma abordagem setorializada no Brasil. *Revista de Finanças Aplicadas*, 2, 1–41.
- Silva, T. B. J.; Mondini, V. E. D.; Silva, T. P.; Lay, L. A. (2017) Influência do excesso de confiança e otimismo no endividamento de organizações cinquentenárias e não cinquentenárias brasileiras.

## Impacto do excesso de confiança na estrutura de capital: evidências no Brasil e nos Estados Unidos

---

*Revista Evidenciação Contábil & Finanças*, 5(2), 40-56. <https://doi.org/10.18405/recfin20170203>

Ting, I. W. K., Lean, H. H., Kweh, Q. L., & Azizan, N. A. (2016). Managerial overconfidence, government intervention and corporate financing decision. *International Journal of Managerial Finance*, 12(1), 4–24.

Titman, S. & Wessels, R. (1988). The Determinants of Capital Structure Choice. *Journal of Finance*, 43(1), 1–19. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1988.tb02585.x>

Tomak, S. (2013). The impact of Overconfidence on capital structure in Turkey. *International Journal of Economics and Financial*, 3(2), 512–518.

Villalonga, B. & Amit, R. 2006. How do family ownership, control and management affect firm value? *Journal of Financial Economics*, 80(2), 385–417. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.12.005>

Wang, F. A. 2001. Overconfidence, Investor Sentiment, and Evolution. *Journal of Financial Intermediation*, 10(2), 138–170. <https://doi.org/10.1006/jfin.2001.0311>

Wiersema, M.F. & Bantel, K.A. (1992). Top management team demography and corporate strategic change. *Academy of Management Journal*, 35(1), 91-121. <https://doi.org/10.2307/256474>

*Submetido:*10/04/2018

*Aceito:*31/05/2019