

**INFLUÊNCIA DO EXCESSO DE CONFIANÇA E OTIMISMO  
NO ENDIVIDAMENTO DE ORGANIZAÇÕES CINQUENTENÁRIAS E NÃO  
CINQUENTENÁRIAS BRASILEIRAS<sup>1</sup>**

*INFLUENCE OF OVERCONFIDENCE AND OPTIMISM IN THE INDEBTEDNESS  
OF BRAZILIAN'S COMPANIES WITH LONGEVITY*

**Thiago Bruno de Jesus Silva<sup>2</sup>**

Mestre em Ciências Contábeis pela Universidade Regional de Blumenau (FURB)

[thiagobruno.silva@yahoo.com.br](mailto:thiagobruno.silva@yahoo.com.br)

**Vanessa Edy Dagnoni Mondini**

Doutoranda em Ciências Contábeis e Administração pela Universidade Regional de Blumenau (FURB)

[prof.vanessa@gmail.com](mailto:prof.vanessa@gmail.com)

**Tarcísio Pedro da Silva**

Doutor em Ciências Contábeis pela Universidade Regional de Blumenau (FURB)

Professor do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Regional de Blumenau (FURB)

[tarcisio@furb.br](mailto:tarcisio@furb.br)

**Luís Antonio Lay**

Mestre em Ciências Contábeis pela Universidade Regional de Blumenau (FURB)

[luisantoniolay@gmail.com](mailto:luisantoniolay@gmail.com)

**RESUMO**

**Objetivo:** O objetivo do estudo é de analisar a influência do excesso de confiança e otimismo dos gestores no endividamento de empresas cinquentenárias e não cinquentenárias brasileiras.

**Fundamento:** A proposta da teoria comportamental é explicar a existência de possíveis vieses no comportamento dos agentes que podem levá-los a conduzir a empresa a novos caminhos, tradicionalmente, a teoria financeira se pauta em modelos voltados para a racionalidade dos gestores. A teoria comportamental se propõe a explicar a possibilidade dos vieses comportamentais dos gestores, levarem-nos a tomar decisões menos pautadas em aspectos racionais, interferindo, desta forma, na estruturação do capital das empresas

**Método:** Desta forma, adotou-se uma pesquisa descritiva, com análise documental de dados provenientes da base Thomson®, com uma abordagem quantitativa e os dados foram processados por

<sup>1</sup> Artigo recebido em: 03/01/2017. Revisado por pares em: 24/01/2017. Reformulado em: 08/02/2017. Recomendado para publicação em: 08/02/2017 por Luiz Felipe de Araújo Pontes Girão (Editor Geral). Publicado em: 02/03/2017.

Organização responsável pelo periódico: UFPB.

<sup>2</sup> Endereço: Rua Antônio da Veiga, 140 - Itoupava Seca, Blumenau - SC, 89012-500.

DOI: <http://dx.doi.org/10.18405/recfin20170203>

meio da técnica estatística de Análise em Painel. A população da pesquisa foi composta por 90 organizações (52 com menos de 50 anos e 38 com mais de cinquenta anos), listadas no novo mercado, níveis 1 e 2 da Bovespa

**Resultados:** Os resultados apontaram que as empresas não cinquentenárias possuem maior volume de ações em tesouraria, bem como maior alavancagem contábil e de mercado, demonstrando que os gestores de firmas não cinquentenárias apresentam maior excesso de confiança se comparados aos gestores das organizações cinquentenárias.

**Contribuição:** Contribuindo para evidenciar que as finanças comportamentais podem influenciar o desempenho das firmas, bem como avaliar se a longevidade empresarial pode influenciar os administradores a serem mais suscetíveis aos vieses da confiança excessiva e do otimismo.

**Palavras-chave:** Excesso de confiança. Otimismo. Endividamento. Organizações cinquentenárias.

## ABSTRACT

**Objective:** The objective of this study is to analyze the influence of managers' overconfidence and optimism on the indebtedness of fifty - year - old and non - Brazilian companies.

**Background:** The proposal of the behavioral theory is to explain the existence of possible biases in the behavior of the agents that can lead them to lead the company to new ways, traditionally, the financial theory is based on models aimed at the rationality of the managers. The behavioral theory proposes to explain the possibility of the behavioral bias of the managers, to take them to make decisions less ruled in rational aspects, interfering, in this way, in the structuring of the capital of the companies

**Method:** In this way, a descriptive research was conducted, with documentary analysis of data from the Thomson base, with a quantitative approach and the data were processed through the statistical technique of Panel Analysis. The research population consisted of 90 organizations (52 under 50 and 38 over 50) listed on the Bovespa's new tier 1 and 2 market

**Results:** The results showed that non - 50 - year - old companies have a greater volume of treasury shares, as well as greater accounting and market leverage, demonstrating that managers of non - fifty firms present greater overconfidence compared to managers of fifty - year - old organizations.

**Contribution:** Contributing to evidence that behavioral finances can influence the performance of firms, as well as assess whether business longevity can influence managers to be more susceptible to the biases of overconfidence and optimism.

**Keywords:** Overconfidence. Optimism. Indebtedness. Organizations with longevity.

## 1 INTRODUÇÃO

Empresas longevas, bem-sucedidas em seus setores, são reconhecidas pelo dinamismo de seus empreendedores e por conseguirem permanecer em evidência, superando crises políticas e econômicas ao longo dos anos (Collins & Porras, 1995). Esta capacidade de superação é atribuída ao alto desempenho organizacional, mantido em longo prazo (Fleck, 2005), durante as sucessivas gerações de comando (Mayfield, Mayfield & Stephens, 2007).

Impactam o desempenho organizacional, fatores externos como os políticos, econômicos, tecnológicos e sociais, e aspectos inerentes à empresa, como recursos financeiros, pessoais e tecnológicos disponíveis. Além disso, a capacidade dos gestores e sua habilidade na tomada de decisões (Goldszmidt, Brito & Vasconcelos, 2007), conhecimentos e experiências adquiridas e suas crenças também interferem nos rumos seguidos pela organização e conseqüentemente, na sua longevidade (Lezana, 2002).

O entendimento de que a sustentabilidade das empresas em longo prazo é influenciada pelo comportamento dos gestores, exige que os vieses cognitivos que interferem nas suas preferências, comportamentos e decisões (Shleifer & Summers, 1990; Barberis & Thaler, 2003) sejam estudados. Desta maneira, perspectivas psicológicas amparadas por teorias comportamentais se mostram fundamentais para explicar que os motivos das tomadas de decisão nem sempre são desencadeadas por motivos racionais (Brito et al., 2007).

A proposta da teoria comportamental é explicar a existência de possíveis vieses no comportamento dos agentes que podem levá-los a conduzir a empresa a novos caminhos (Thaler, 1999). Neste estudo, em especial, será estudada a influência dos vieses comportamentais dos gestores na composição da estrutura do capital das empresas.

Tradicionalmente, a teoria financeira se pauta em modelos voltados para a racionalidade dos gestores. Dentre estas perspectivas, a teoria do *Trade-off* defende a maximização do endividamento por meio de uma combinação ótima entre o capital próprio e o de terceiros (Miller, 1977), enquanto que a *Pecking Order*, preconiza a hierarquização das fontes de financiamento (Myers, 1984).

A partir da percepção de que empresas do mesmo setor nem sempre adotam as mesmas formas de estrutura de capital (Cronqvist, Makhija & Yonker, 2011), diversos estudos passaram a se interessar pela possibilidade de outros aspectos, como as características comportamentais dos gestores interferirem nas tomadas de decisões financeiras. A teoria comportamental se propõe a explicar a possibilidade dos vieses comportamentais dos gestores levarem-nos a tomar decisões menos pautadas em aspectos racionais, interferindo, desta forma, na estruturação do capital das empresas (Thaler, 1999).

Dentre os aspectos comportamentais, o excesso de confiança e o otimismo são alguns dos vieses que mais influenciam nas decisões dos indivíduos (Yoshinaga, Oliveira & Silveira, 2008). Neste interim, os achados de Andriosopoulos *et al.* (2013), evidenciam a relação positiva entre CEOs confiantes e otimistas e empresas altamente alavancadas. Ben-David & Hirshleifer (2012) observaram que gestores excessivamente confiantes são mais dispostos à recompra de ações.

No Brasil, um estudo recente de Silva, Mondini e Silva (2015) concluiu que gestores de firmas brasileiras apresentam maior excesso de confiança e são mais otimistas, possuem mais ações em tesouraria com maior alavancagem quando comparados aos gestores chilenos.

Sob esta perspectiva que relaciona a estruturação do capital das empresas às características comportamentais dos gestores, levanta-se a seguinte questão de pesquisa: **qual é a influência do excesso de confiança e otimismo dos gestores no endividamento das empresas?** A partir desta questão, o estudo tem como objetivo analisar a influência do excesso de confiança e otimismo dos gestores no endividamento de empresas cinquentenárias e não cinquentenárias brasileiras.

A literatura sobre os fatores que intervêm na longevidade das empresas ainda é escassa (Silva, Jesus & Melo, 2009) e, tradicionalmente, se concentra no impacto das forças do ambiente externo (Mayfield, Mayfield & Stephens, 2007). Desta maneira, estudos que evidenciem a relação entre a longevidade e aspectos do ambiente interno, como o endividamento, se mostram relevantes.

## 2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Nesta etapa são expostas perspectivas teóricas tradicionais e comportamentais relacionadas à estrutura do capital das empresas. Além disso, são apresentados os resultados de pesquisas anteriores sobre o tema, levantados em bases de dados como o Portal de Periódicos Capes, JSTOR, Science Direct, Scopus - Document Search e SPELL – Scientific Periodicals Electronic Library.

### 2.1 Perspectivas Teóricas Sobre Estrutura do Capital

As abordagens teóricas relativas à teoria de finanças corporativas ainda não encontraram um consenso no que se refere à estrutura do capital (Ferreira, Bertucci & Pereira, 2010). Decisões relativas

ao tema implicam em decidir se a estrutura do capital da empresa contará com capital próprio ou de terceiros para financiar os seus ativos (Brito et al., 2007).

A abordagem tradicional relacionada à estrutura do capital, defendida pioneiramente por Durand (1952), apoia a existência de uma combinação ótima de capital a partir da utilização de capital próprio e de terceiros que favoreça a redução do custo do capital e maximize o valor da organização (Suárez, 1996).

Estudos posteriores como os de Modigliani e Miller (1958), no entanto, contrariaram esta postura ao negarem a existência de uma estrutura ótima de financiamento. Sob esta ótica, políticas de investimentos e de financiamentos não se relacionavam, assim como a estrutura de capital e o valor da empresa eram coisas diferentes. Havia a crença no mercado eficiente, em informações públicas, ausência de custos de transação e na não interferência dos agentes nos preços (Fama, 1970).

Estes pressupostos de mercados eficientes, no entanto, foram abandonados ao longo do tempo em função de novos estudos como os de Jensen e Meckling (1976), que preconizavam a interação entre as políticas de investimentos e de financiamentos, a interferência do mercado no comportamento dos gestores e o interesse de maximização individual do agente. A partir de então, pesquisadores vêm estudando formas variadas de composição do capital que favoreçam a maximização do valor da empresa (Miller, 1977; Myers, 1984; Myers & Majluf, 1984).

Desses estudos resultaram perspectivas como as teorias *Trade off* e *Pecking Order*. A primeira propõe que se equilibrem os efeitos dos impostos sobre as dívidas e os custos de falência relacionados aos empréstimos. Assim, as empresas maximizam seu valor ao adotarem níveis de dívida e dividendos que nivelam custos e benefícios marginais (Miller, 1977). Na teoria *Pecking Order*, por sua vez, há uma definição hierárquica dos recursos que serão utilizados para financiar os ativos da empresa. Utilizam-se inicialmente os recursos internos, em função da assimetria de informação e custos de transação e em seguida, fontes externas, escolhidas em função do acesso e do custo (Myers, 1984; Myers & Majluf, 1984).

Em comum, estas perspectivas teóricas julgam que os indivíduos são sempre racionais, assertivos em suas decisões e capazes de adaptar constantemente as suas expectativas. No entanto, a rotina dos gestores é permeada por decisões conflitantes que os impelem a decidir entre opções antagônicas como a maximização do valor da empresa para o acionista; maximização do valor das ações no mercado ou o aproveitamento das distorções em favor dos proprietários (Baker & Wrugler, 2002). Esta diversidade de alternativas dificulta a posse de informações sobre todas as possibilidades de investimentos e desfavorece a possibilidade de interpretação por parte dos gestores (Barros & Silveira, 2009).

A impossibilidade da racionalidade das teorias tradicionais de estrutura do capital explicarem as frequentes irregularidades do mercado financeiro (Brabazon, 2000), abriu caminho para que abordagens relacionadas ao comportamento dos gestores também passassem a integrar a literatura financeira.

Por meio de teorias comportamentais, diversos autores vêm demonstrando que é possível explicar a influência de possíveis vieses no comportamento dos tomadores de decisão, levando-os a optarem por alternativas menos pautadas em aspectos racionais interferindo, desta forma, na estruturação do capital das empresas (Thaler, 1999; Barber & Odean, 2011; Malmendier, Tate & Yan, 2011; Andriosopoulos et al., 2013).

Inicialmente proposta pelos psicólogos Kahneman e Tversky (1979) esta perspectiva comportamental indica que os indivíduos sofrem influência de diferentes estados mentais frente às situações de risco. Desta forma, abordagens psicológicas se mostram relevantes para explicar como os vieses cognitivos podem interferir nas preferências, no comportamento e nas decisões dos gestores (Shlei-

fer & Summers, 1990; Barberis & Thaler, 2003). Dentre esses vieses, o excesso de confiança e o otimismo ocupam lugar de destaque nas pesquisas comportamentais (Yoshinaga, Oliveira & Silveira, 2008).

## 2.2 Excesso de Confiança e Otimismo

A teoria de finanças comportamentais classifica os vieses do excesso de confiança e do otimismo, de formas distintas. Enquanto o primeiro indica a propensão do gestor em subestimar os riscos futuros, o segundo sugere uma superestimação da probabilidade de ocorrência de eventos futuros favoráveis (De Long, Shleifer, Summers & Waldmann, 1990). Neste estudo entende-se que os dois vieses contribuem para situações de maior endividamento das empresas.

O excesso de confiança pode ser desencadeado pelo acesso facilitado às informações, por levar os gestores a se sentirem exageradamente seguros sobre um assunto, conduzindo-os a análises imprecisas ou tendenciosas (Daniel, Hirshleifer & Subrahmanyam, 1998). Tanto a mídia quanto experiências passadas também expõem gestores excessivamente confiantes a riscos mais elevados, em função da não diversificação de sua carteira de investimentos (Barber & Odean, 2011).

O excesso de confiança e otimismo são variáveis comportamentais facilmente reconhecidas em pessoas com perfil empreendedor. Empreendedores empolgados, ao planejarem seus negócios, tendem a minimizar as probabilidades de fracasso do empreendimento, para realizar seu sonho (March & Shapira, 1987). Da mesma forma, proprietários de empresas familiares, confiam excessivamente em suas capacidades de gestão, alimentando falsas expectativas sobre o negócio. O excesso de confiança dos gestores em suas próprias capacidades é citado como o viés comportamental mais comum e mais desastroso para a empresa (Weinstein, 1980).

O excesso de confiança em suas habilidades torna os gestores mais otimistas quanto aos resultados dos projetos em que se envolvem (Gilson, 1989), minimizando os riscos de falência inclusive em empreendimentos com VPL negativo (Heaton, 2002). Em função destes vieses, os gestores tornam-se menos conservadores e se arriscam mais, investindo inclusive o próprio capital em ações da empresa (Malmendier & Tate, 2005; Gervais, Heaton & Odean, 2011). Decisões financeiras baseadas no excesso de confiança e otimismo conduzem a níveis mais elevados de endividamento da empresa (Barros & Silveira, 2009; Schrand & Zechman, 2010).

Em função da relevância da influência dos aspectos comportamentais nas decisões dos gestores, diversos pesquisadores vêm estudando esta relação (Malmendier & Tate, 2005; Hackbarth, 2008; Barros & Silveira, 2009; Barber & Odean, 2011; Cronqvist *et al.*, 2011; Malmendier *et al.*, 2011; Graham *et al.* 2013; Andriosopoulos *et al.*, 2013).

Malmendier e Tate (2005) estudaram a influência do excesso de confiança em decisões de investimento das empresas da Forbes 500 CEOs. O viés comportamental foi mensurado pela concentração de ações da empresa em poder dos gestores, volume de investimentos pessoais em suas organizações e pela quantidade de vezes que a imprensa especializada os classificou como excessivamente confiantes. As conclusões sugeriram que o investimento de CEOs confiantes é expressivamente mais sensível ao fluxo de caixa, em especial nas empresas dependentes de capital.

Hackbarth (2008) afirma que organizações cujos gestores são otimistas e excessivamente confiantes tendem a apresentar níveis maiores de endividamento e maior frequência na emissão de novos financiamentos. Para Barros e Silveira (2009) tanto o otimismo quanto o excesso de confiança são vieses decisivos na estrutura de financiamento e nas tomadas de decisão empresariais.

Já, Barber e Odean (2011) creem que a mídia e experiências anteriores dos gestores levam ao excesso de confiança e a comportamentos irracionais, colaborando para negociações exageradas e menores retornos, em função dos custos de transação. Cronqvist *et al.* (2011) inclusive, afirmam que até certo ponto, é possível prever o comportamento financeiro da empresa em função do comportamento pessoal do gestor.



Malmendier *et al.* (2011) verificaram que o otimismo dos gestores, os levam a preferir o endividamento externo à emissão de ações. Da mesma forma, Ben-David e Hirshleifer (2012); Graham et al. (2013) e Andriosopoulos *et al.* (2013), sugerem que o excesso de confiança leva os gestores a maiores investimentos, endividamento de longo prazo e se interessarem mais pela recompra de ações.

Em âmbito nacional, Silva, Mondini & Silva (2015) concluíram que concluiu que gestores de firmas brasileiras apresentam maior excesso de confiança e são mais otimistas, possuem mais ações em tesouraria com maior alavancagem quando comparados aos gestores chilenos. Já o estudo de Silva, Cunha & Ferla (2016) demonstrou que as empresas não aderentes a diversidade no conselho de administração, possuem maior excesso de confiança e otimismo gerencial no endividamento e são mais propensas a recompra de ações em tesouraria do que as firmas que possuem adesão aos mecanismos de governança corporativa (não dualidade do conselho de administração, membros externos e presença de mulheres).

Em comum, esses estudos apontam um consenso por parte dos pesquisadores em relacionar os vieses comportamentais dos gestores a níveis maiores de alavancagem organizacional. Outros autores propõem que as características macroeconômicas dos países, como a pouca restrição ao crédito (Ferreira, Lorca & Escobar, 2005) e cenários econômicos otimistas (Nofsinger, 2005) também podem influenciar o comportamento dos gestores tornando-os mais confiantes e as empresas mais alavancadas. Desta maneira, estudar a influencia das perspectivas macroeconômicas na estrutura do capital das empresas também se mostra fundamental (Thaler, 1999).

## 2.2 Influências Macroeconômicas na Estruturação do Capital

Características como o nível de desenvolvimento dos países, tamanho dos mercados financeiros, aspectos institucionais e estabilidade econômica interferem nas decisões financeiras tomadas pelas empresas (Pozzo, 2010). Outros autores (Booth *et al.*, 2001; Terra, 2007; Jong, Kabir & Nguyen, 2008; Bastos *et al.*, 2009; Martins & Terra, 2014) mencionam a relevância de variáveis como: PIB, inflação e variações das ações na bolsa, na estrutura de capital das organizações.

Booth *et al.* (2001) e Terra (2007) indicam que as variáveis macroambientais interferem no nível de endividamento de empresas tanto em países desenvolvidos quanto em desenvolvimento. Para Jong *et al.* (2008) empresas de países com melhor estrutura legal e econômica são mais predispostas à alavancagem.

Ao estudarem os determinantes da estrutura de capital das empresas Bastos *et al.* (2009) identificaram: a liquidez corrente, a rentabilidade, o market to book value e o tamanho, como que os fatores específicos das empresas mais significantes. Com relação aos fatores macroeconômicos, apenas o crescimento do PIB se mostrou significativo. Para os autores, cenários econômicos prósperos contribuem para maior disponibilidade de recursos internos e para a conseqüente redução da alavancagem financeira. Martins e Terra (2014) concordam ao afirmar que o índice de endividamento das empresas é maior em países com economias fortes e menores em países com taxas de inflação mais elevadas.

## 3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Para analisar a influência do excesso de confiança e otimismo dos gestores no endividamento das firmas cinquentenárias e não cinquentenárias brasileiras adotou-se uma pesquisa descritiva, com análise documental de dados provenientes da base Thomson®. A abordagem foi quantitativa, com a utilização de procedimentos estatísticos para responder à questão de pesquisa.

A população inicial da pesquisa foi composta por organizações listadas no novo mercado, níveis 1 e 2 da Bovespa. Para a constituição da amostra, no entanto, foram excluídas: (a) organizações

pertencentes ao setor financeiro; (b) organizações com determinadas informações financeiras indisponíveis. Restaram 90 organizações, separadas entre 52 com menos de 50 anos e 38 com mais de cinquenta anos.

**Quadro 1: Amostra final do estudo**

<b>Empresas Cinquentenárias</b>		
BRF-Brasil Foods	Fleury	OI SA
Centrais Elétricas Brasileira	Forjas Taurus	Paranapanema SA
Centrais Elétricas De Santa Catarina SA	Fras-LE	Profarma Distribuidora Produtos Farmaceu
CIA Energética De Minas Gerais	Gerdau	Raia Drogasil SA
CIA Ferro Ligas Da Bahia Ferbasa	Industrias Romi	São Martinho SA
CIA Fiação Tecidos Cedro Cachoeira	Iochpe-Maxion	Saraiva SA Livreiros Editores
CIA Providencia Industria E Comercio	M Dias Branco Industria Comercio Alimento	Tupy SA
Companhia Paranaense De Energia Copel	Magazine Luiza	Usinas Sider. Minas Gerais SA Usiminas
Companhia Saneamento De Minas Gerais	Mahle-Metal Leve	Vale SA
Duratex	Mangels Industrial	Valid Soluções E Serviço
Eternit	Marcopolo	VIA Varejo SA
Eucatex SA Ind. E Com	Marisa Lojas	WEG SA
Fibria Celulose	Metalúrgica Gerdau	
<b>Empresas não cinquentenárias</b>		
All America Latina Logistica	Eletropaulo Metropolitana Electricidade	Metalfrío Solutions SA
Arteris	Embraer	Mills Estruturas E Servicos Engenharia SA
B2W Companhia Global Do Varejo	Eneva	Natura Cosmeticos SA
Braskem	Equatorial Energia SA	Prumo Logistica SA
CCR	Gafisa	Randon SA Implementos E Participacoes
Companhia Brasileira Distribuicao SA	GOL Linhas Aereas Inteligentes	Rossi Residencial SA
CIA Estadual Geracao E Transmissao Energ	Hypermarcas SA	SLC Agricola SA
CIA Hering	Inepar SA Industria E Construcoes	Springer SA
Compania Saneamento Basico Est Sao Paulo	International Meal Company Holdings SA	Suzano Papel E Celulose SA
Contax Participacoes	JBS	T4F Entretenimento SA
Cosan Limited	Julio Simoes Logistica SA	Tecnisa SA
Cosan SA Industria E Comercio	Klabin	Tempo Participacoes SA
Cpfl Energia	Light	TIM Participacoes SA
Diagnosticos da America	Localiza Rent A Car SA	Totvs SA
Direcional Engenharia	LOG-In Logistica Intermodal SA	Tractebel Energia SA
Ecorodovias Infraestrutura E Logistica S	Lojas Renner SA	Trevisa Investimentos SA
Energias Do Brasil	Magnesita Refratarios SA	
	Marfrig Alimentos SA	

Definida a amostra do estudo, partiu-se para a coleta de dados econômico-financeiros na base Thomson®. Esta etapa ocorreu em dezembro de 2014 e os dados coletados contemplaram um período de cinco anos, de 2009 a 2013. Os valores foram obtidos em dólares americanos.

Após a coleta e a catalogação dos dados buscou-se verificar a influência do excesso de confiança e do otimismo dos gestores no endividamento das empresas cinquentenárias brasileiras, elencando como variáveis dependentes: a alavancagem contábil e a alavancagem de mercado. Para explicar os efeitos destas alavancagens, utilizaram-se como variáveis independentes: o fator da empresa; o fator macroeconômico; e o fator comportamental.

Destaca-se que os estudos apontam um consenso por parte dos pesquisadores em relacionar os vieses comportamentais dos gestores a níveis maiores de alavancagem, bem como gestores excessivamente confiantes são mais dispostos à recompra de ações. Sendo assim, as variáveis comportamentais deste estudo foram: alavancagem (contábil e de mercado) e ações de tesouraria. Tanto as variáveis dependentes quanto as independentes foram levantadas a partir da revisão da literatura e são demonstradas na Quadro 2.

**Quadro 2: Variáveis dependentes e independentes adotadas na pesquisa**

VARIÁVEIS DO ESTUDO	PROXY	FUNDAMENTAÇÃO	COMPORTEMENTO
<b>Variáveis dependentes</b>			
<b>Fatores de endividamento</b>			
Alavancagem contábil	= Endividamento financeiro total/ Ativo Contábil.	Ferreira et al. (2005); Barros & Silveira (2009); Pozzo (2010).	Positivo
Alavancagem de mercado	= Endividamento total/ Ativo a valor de mercado		
<b>Variáveis independentes</b>			
<b>Fatores macroeconômicos</b>			
Crescimento do PIB	= Média anual do crescimento do PIB	Terra (2007); Nakamura et al. (2007); Bastos et al (2009); Pozzo (2010); Martins & Terra (2014)	Negativo
Taxa anual de inflação	= Média da taxa anual de inflação		Negativo/Positivo
Índice da Bolsa de Valores	= Índice da Bolsa		Indeterminado
<b>Fator da empresa</b>			
Liquidez corrente	= Ativo circulante/passivo circulante	Nakamura et al. (2007); Bastos et al (2009); Pozzo (2010).	Positivo/Negativo
Tangibilidade	= Ativo imobilizado bruto (antes da depreciação) + estoque/ativo.	Ferreira et al. (2005); Bastos et al (2009); Barros & Silveira (2009); Pozzo (2010).	Positivo/Negativo
Retorno do ativo (ROA).	= Ebit (lucro /ativo total)	Marcon et al. (2007); Bastos et al (2009); Pozzo (2010).	Positivo/Negativo
<i>Market to book value,</i>	= Valor de mercado do PL/valor contábil do PL	Nakamura et al. (2007); Bastos et al (2009);	Positivo
Oportunidade de crescimento	= (Vendas no período 1 – vendas no período 0)/vendas no período 0	Ferreira et al (2005); Nakamura et al. (2007); Bastos et al (2009).	Positivo
Nível de Pagamento IR	= Valor de imposto de renda/EBT	Nakamura et al. (2007); Bastos et al (2009).	Positivo
Lajirda	= Lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização sobre ativo	Barros & Silveira (2009).	Negativo
<b>Fator Comportamental</b>			
Ações em tesouraria	= ações em tesouraria	Ben-David & Hirshleifer (2012); Andriosopoulos et al. (2013)	Positivo



Os dados foram processados por meio da técnica estatística de Análise em Painel. Esta técnica permite um volume maior de observações, aumentando o grau de liberdade, eficiência dos parâmetros em função da multiplicação do número de *cross-sections* pela quantidade de períodos e redução de problemas de multicolinearidade de variáveis explicativas, problema recorrentemente em modelos com um número limitado de observações (Pindyck & Rubinfeld, 2004; Gujarati, 2006). O modelo é descrito pela expressão, abaixo (subscritos removidos devido ao tamanho da equação):

$$ALAVCONT = \beta_1 + \beta_2 PIB + \beta_3 INFLA + \beta_4 BOLS + \beta_5 LC + \beta_6 TANG + \beta_7 ROA + \beta_8 MBV + \beta_9 CRESC + \beta_{10} IR + \beta_{11} LARJ + \beta_{12} TES + \varepsilon$$

$$ALAVMERC = \beta_1 + \beta_2 PIB + \beta_3 INFLA + \beta_4 BOLS + \beta_5 LC + \beta_6 TANG + \beta_7 ROA + \beta_8 MBV + \beta_9 CRESC + \beta_{10} IR + \beta_{11} LARJ + \beta_{12} TES + \varepsilon$$

Em que:

ALAVCONT = Alavancagem contábil;

ALAVMERC = Alavancagem de mercado;

PIB = Crescimento do PIB;

INFLA = Taxa anual de inflação;

BOLS = Índice da Bolsa de Valores;

LC = Liquidez corrente;

TANG = Tangibilidade;

ROA = Retorno do ativo;

MBV = Market to book value;

CRESC = Oportunidade de crescimento;

IR = Nível de Pagamento IR

LARJ = Lajirda;

TES = Ações em tesouraria.

A análise buscou determinar as variáveis explicativas com maior capacidade de previsão para a variável dependente. Como variáveis explicativas foram usados os fatores: macroeconômico, da empresa e excesso de confiança e otimismo, e como variáveis dependentes, a alavancagem contábil e a de mercado.

#### 4 ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS DADOS

Nesta seção serão expostos e discutidos os resultados da pesquisa. Inicialmente, apresenta-se a análise descritiva dos dados e, em seguida, a análise dos dados em painel, referente às alavancagens contábil e de mercado.

#### 4.1 Estatística Descritiva

A tabela 1 apresenta o resultado do sumário descritivo das variáveis utilizadas neste estudo.

Tabela 1 – Estatística descritivas das variáveis

Variável	Cinquentenárias				Não Cinquentenárias			
	Mim.	Máx.	Med.	DP	Mim.	Máx.	Med.	DP
Alavancagem Contábil	-202	405	3,200	99,981	-236	209	5,507	103,509
Alavancagem de Mercado	14	1306	15,573	99,995	-41	1328	34,507	128,346
Índice de Liquidez	-141	508	17,015	100,011	-151	509	21,98	98,508
Tangibilidade	-5	1331	15,984	99,977	-2	1186	20,526	93,493
ROA	-427	242	4,336	99,989	-248	438	5,680	98,595
Market	-1364	165	-4,805	99,988	-56	660	34,307	101,158
Oport. Cresc	-338	324	14,731	99,984	-1239	353	-33,553	140,133
IR	-896	204	-11,457	100,000	-1366	70	-7,119	87,669
Lajirda	-178	449	8,836	99,981	-362	378	14,038	106,247
Ações em Tesouraria	-6	687	32,210	99,998	-48	525	38,588	98,092
PIB	-20	750	268	263,06				
Taxa de Inflação	431	650	569,4	73,39				
Índice da Bolsa	5150716	6930481	6142130,8	685544,17				

Por meio da tabela 1, constatou-se que a alavancagem contábil e de mercado das firmas cinquentenárias e não cinquentenárias obtiveram valores próximos entre o mínimo e o máximo. Destaca-se que a média das alavancagens contábil e de mercado das organizações não cinquentenárias são maiores, ou seja, possuem maior endividamento que as firmas cinquentenárias. Barros e Silveira (2009) apontam que a alavancagem acentuada é uma característica em empresas administradas por gestores excessivamente confiantes e otimistas. Já Malmendier & Tate (2005) e Gervais et al., (2011) associam o otimismo e a confiança excessiva a uma maior propensão ao risco e a adoção de projetos mais arrojados.

Nas variáveis de fator da empresa, pode-se observar que as empresas cinquentenárias possuem, em média, apenas a variável oportunidade de crescimento maior que as não cinquentenárias. As firmas menores que 50 anos possuem médias maiores nas variáveis liquidez, tangibilidade, ROA, market to book value, nível de pagamento do imposto de renda, Lajirda.

Os resultados também apontam que essas organizações possuem, em média, valores próximos em ações em tesouraria. Em comparação, as firmas não cinquentenárias, possuem um maior valor na média do que as firmas cinquentenárias. Malmendier & Tate (2008) observaram que os gestores mais otimistas possuem maior quantidade de ações da empresa em seu poder, em função do excesso de confiança. Da mesma forma, Ben-David & Hirshleifer (2012) observaram que gestores excessivamente confiantes são mais dispostos a recompra de ações.

Nas variáveis de fatores macroeconômicos, obtiveram-se os seguintes valores médios: PIB 268,00, Inflação 569,40 e Índice da Bolsa de 6142130,80. Nofsinger (2005) aponta que um cenário econômico otimista poderá entusiasmar os gestores tornando-os mais confiantes, aumentando o número de empresas com índices maiores de endividamento.

Para que se possa prosseguir a análise, aplicou-se o teste de média para verificar se há diferenças entre as amostras, conforme apresentado na Tabela 2.

Tabela 2 – Teste de média das variáveis

Variável	Média	Desvio Padrão	Erro padrão da média	Teste de Levene	
				F	Sig.
Alavancagem Contábil	1,474	1,807	0,158	2,291	0,142
Alavancagem de Mercado	2,192	9,640	0,144	1,595	0,112
Índice de Liquidez	21,438	1,529	0,135	7,165	0,000
Tangibilidade	2,687	237,372	0,214	1,879	0,061
ROA	0,724	0,025	0,152	0,201	0,141
Market	2,829	1,361	0,168	1,286	0,199
Oport. Cresc	0,336	0,008	0,147	-0,605	0,737
IR	2,800	0,148	0,169	0,664	0,507
Lajirda	19,960	28,244	0,178	9,526	0,000
Ações em Tesouraria	0,429	10,946	0,154	0,797	0,004

Para o teste de significância dos resultados das empresas cinquentenárias e não cinquentenárias, foram menores que 0,05, a liquidez, Lajirda e ações em tesouraria. Desta forma, rejeita-se a hipótese nula de igualdade. Assim, os resultados apresentados na Tabela 2 evidenciam que há existência de diferenças entre as empresas cinquentenárias em relação as empresas não cinquentenárias.

Após o teste de diferença de médias, visando atender ao objetivo da pesquisa, torna-se necessário aplicar a análise em painel para analisar os resultados. A intenção foi analisar as variáveis explicativas que melhor preveem as variáveis dependentes.

#### 4.2 Análise em Painel

Antes de efetuar a análise de regressão de dados em painel, buscou-se analisar a intensidade e o sentido das relações entre as variáveis, a partir do cálculo do coeficiente de correlação de Pearson. Aplicou-se também, o teste não paramétrico de Kolmogorov-Smirnov para verificar a normalidade dos dados, que evidenciou uma distribuição normal das variáveis a um nível de 5% ( $p\text{-value} < 0.05$ ).

Visando a realização da análise em painel, realizou-se uma avaliação da amostra como um todo, por meio dos testes de Breusch-Pagan e de Hausman, para verificar o modelo mais indicado a ser aplicado. Os resultados encontrados pelo teste Breusch-Pagan, indicaram o método de efeitos aleatórios. Desta forma, foi realizado o teste de Hausman que indicou a utilização do modelo de Efeitos Fixos.

Os resultados da análise em painel das variáveis serão demonstrados para as empresas cinquentenárias e não cinquentenárias, respectivamente, nas Tabelas 3 e 4.

Tabela 3 - Análise de dados em Painel das variáveis (cinquentenárias)

Variáveis	Variáveis dependentes			
	Efeitos Fixos Alavancagem de Mercado		Efeitos Fixos Alavancagem Contábil	
	Coefic.	Sig.	Coefic.	Sig.
Liquidez	-0.407617	0.015	-0.1688857	0.057
Tangibilidade	0.0246058	0.751	0.0173923	0.672
ROA	-0.3728067	0.001	-0.01901	0.744
Market	0.0236961	0.727	-0.0913688	0.012
Crescimento	0.0095954	0.909	0.0455192	0.309
IR	-0.0239066	0.733	0.0091002	0.806
Lajirda	0.1074863	0.709	-0.2546262	0.096
Ações de Tesouraria	-0.1308046	0.720	-.1351309	0.484
Taxa de Inflação	0.1754355	0.091	0.041773	0.445
Índice da Bolsa	-.2271361	0.041	-0.0384611	0.548
PIB	-.1791856	0.140	-0.1625503	0.006
Constante	0.21112	0.139	.0460733	0.541
R <sup>2</sup> Ajustado	0.1885		0.1917	
Nº Observações	190		190	
LM de Breusch-Pagan	Sig, X <sup>2</sup> = 1,000		Sig, X <sup>2</sup> = 1,000	
F de Chow	Sig, F = 0,000		Sig, F = 0,000	
Teste Hausman	Sig, X <sup>2</sup> = 0,001		Sig, X <sup>2</sup> = 0,001	

A Tabela 3 descreve a análise da influência entre a alavancagem de mercado, a estrutura de capital das empresas cinquentenárias. O R<sup>2</sup> ajustado apresenta valor pouco representativo, sendo 18,85% para alavancagem de mercado e 19,17% para alavancagem contábil. Desta forma, representam os valores que as variáveis independentes são responsáveis para explicar as variáveis dependentes.

A tabela 3 demonstra quais variáveis independentes foram consideradas estatisticamente significantes a nível de 5% quando realizado o teste de efeitos fixos. As variáveis independentes explicam a alavancagem de mercado e contábil. Assim, as variáveis market to book value e PIB influenciam a alavancagem contábil. Para a variável dependente alavancagem de mercado, as variáveis que a explicam são: a liquidez, ROA e índice da bolsa.

O estudo do Nakamura et al., (2007) e Bastos et al., (2009) apresentaram relação positiva entre a variável market to book value e o endividamento das empresas. Terra (2007), Nakamura et al. (2007), Bastos et al (2009), Pozzo (2010) e Martins & Terra (2014) demonstraram em suas pesquisas que a variável PIB é significativa para determinar a estrutura de capital das firmas, conforme encontrado por este estudo. No entanto, o resultado encontrado apresenta efeito contrário aos estudos anteriores.

Em relação a variável dependente alavancagem de mercado, pode-se observar que o resultado da variável liquidez corrobora os estudos de Nakamura et al. (2007); Bastos et al (2009); Pozzo (2010). A variável ROA corrobora os resultados da pesquisa do Marcon et al. (2007), Bastos et al (2009) e Pozzo (2010) e a variável macroeconômica índice da bolsa, influencia a alavancagem de mercado.

Em relação a variável de comportamento dos gestores das organizações cinquentenárias, a variável ações em tesouraria não se mostrou significativa para as variáveis dependentes: alavancagem de mercado e contábil, diferindo assim, dos estudos de Ben-David e Hirshleifer (2012), Andriospoulos et al. (2013) e Silva, Mondini & Silva (2015).

A partir da tabela 4, apresentam-se os resultados relativos à Análise de Dados em Painel das variáveis das empresas não cinquentenárias.

Tabela 4 - Análise de Dados em Painel das variáveis (não cinquentenárias)

Variáveis	Variáveis dependentes			
	Efeitos Fixos Alavancagem de Mercado		Efeitos Fixos Alavancagem Contábil	
	Coefic.	Sig.	Coefic.	Sig.
Liquidez	-0.1896303	0.035	-0.2181966	0.000
Tangibilidade	0.0401797	0.591	0.0857787	0.032
ROA	-0.1190276	0.221	-0.1902691	0.000
Market	-0.1554186	0.157	0.0682279	0.244
Crescimento	-0.1099217	0.037	0.050386	0.072
IR	-0.0037902	0.956	0.1125266	0.002
Lajirda	-0.0193651	0.855	-0.1316259	0.021
Ações de Tesouraria	-0.2242666	0.152	0.2490322	0.003
Taxa de Inflação	-0.0226998	0.818	-.0143324	0.785
Índice da Bolsa	0.0248802	0.832	0.0028367	0.964
PIB	-0.100428	0.200	-0.076588	0.068
Constante	0.3647207	0.024	-0.0349404	0.683
R <sup>2</sup> Ajustado	0.1709		0.3109	
Nº Observações	260		260	
LM de Breusch-Pagan	Sig, X <sup>2</sup> = 0,000		Sig, X <sup>2</sup> = 0,000	
F de Chow	Sig, F = 0,000		Sig, F = 0,000	
Teste Hausman	Sig, X <sup>2</sup> = 0,000		Sig, X <sup>2</sup> = 0,000	

A tabela 4 descreve a análise da influência entre a alavancagem de mercado e a estrutura de capital das empresas cinquentenárias. O R<sup>2</sup> ajustado apresenta valor pouco representativo, sendo 17,09% para alavancagem de mercado e 31,09% para alavancagem contábil. Desta forma, indicam os valores que as variáveis independentes são responsáveis para explicar as variáveis dependentes.

A tabela 4 também demonstra quais variáveis independentes foram consideradas estatisticamente significantes a nível de 5% de acordo aos efeitos fixos da análise de dados em painel. Assim, as variáveis liquidez e crescimento explicam a alavancagem de mercado. Em consideração a variável alavancagem contábil, as variáveis tangibilidade, ROA, IR, Lajirda e ações em tesouraria.

Quanto às variáveis independentes que explicam a alavancagem de mercado, a variável liquidez corrobora a pesquisa de Nakamura et al. (2007), Bastos et al (2009) e Pozzo (2010). A variável crescimento (oportunidade de crescimento) corrobora os achados de Ferreira et al (2005); Nakamura et al. (2007); e Bastos et al (2009).

Para a alavancagem contábil, o resultado encontrado para a variável tangibilidade é corroborado pelos achados de Ferreira *et al.* (2005), Bastos et al (2009), Barros & Silveira (2009) e Pozzo (2010). A variável ROA corrobora os resultados da pesquisa do Marcon *et al.* (2007), Bastos et al (2009) e Pozzo (2010).

A variável IR (nível de pagamento do imposto de renda) corrobora os achados de Nakamura et al. (2007); Bastos et al (2009). Por fim, entre as variáveis do fator da empresa, o resultado encontrado para a variável lajirda é corroborado pelo estudo do Barros & Silveira (2009).

Em relação a variável independente comportamental, encontrou-se significância das ações em tesouraria, variável explicativa, com o nível de endividamento contábil das empresas não cinquentenárias. O resultado é corroborado pelo estudo do Ben-David & Hirshleifer (2012) e Andriopoulos et al. (2013). Malmendier et al. (2011) e Ben-David & Hirshleifer (2012) e Silva, Mondini e Silva (2015) que indicam que gestores excessivamente confiantes investem mais, possuem maior propensão ao endividamento da empresa e se mostram mais dispostos a recompra de ações.



## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O estudo teve como objetivo analisar a influência do excesso de confiança e otimismo dos gestores no endividamento das organizações cinquentenárias e não cinquentenárias brasileiras. Desta forma, realizou-se uma pesquisa descritiva, documental, com abordagem quantitativa. Visando atender o objetivo foram utilizados os dados coletados na base de dados Thomson®, com o uso da técnica estatística de dados em painel.

Em uma análise inicial, por meio da estatística descritiva, os resultados apontam que essas organizações possuem, em média, valores próximos em ações em tesouraria. Em comparação, as firmas não cinquentenárias possuem um maior valor na média do que as firmas cinquentenárias. Assim como estes resultados, Malmendier & Tate (2008) observaram que os gestores mais otimistas possuem maior quantidade de ações da empresa em seu poder em função do excesso de confiança. Da mesma forma, Ben-David & Hirshleifer (2012) observaram que gestores excessivamente confiantes são mais dispostos à recompra de ações.

A partir da análise de dados por meio da técnica de dados em painel, os resultados para organizações cinquentenárias, ao analisar a alavancagem de mercado e contábil, indicaram que as variáveis market to book value e PIB influenciam a alavancagem contábil. Já a variável dependente alavancagem de mercado, é explicada pelas variáveis: liquidez, ROA e índice da bolsa.

Nas empresas não cinquentenárias, pode-se inferir que as variáveis liquidez e crescimento explicam a alavancagem de mercado. Já, à variável alavancagem contábil, foi explicada pelas variáveis tangibilidade, ROA, IR, Lajirda e ações em tesouraria.

As análises demonstraram que os gestores de firmas não cinquentenárias apresentam maior excesso de confiança e são mais otimistas do que os gestores das organizações cinquentenárias. Os resultados apontaram que as empresas não cinquentenárias possuem maior volume de ações em tesouraria, bem como maior alavancagem contábil e de mercado. Relações entre a recompra de ações e o nível de endividamento, conforme os achados do Andriosopoulos et al. (2013), evidenciam a relação positiva entre CEOs confiantes e otimistas e empresas altamente alavancadas.

A contribuição da pesquisa versa, primeiramente, em demonstrar que as finanças comportamentais podem influenciar o desempenho das firmas, bem como avaliar se a longevidade empresarial pode influenciar os administradores a serem mais suscetíveis aos vieses da confiança excessiva e do otimismo. Sugere-se para estudos futuros, analisar se jovens empreendedores de novas empresas são mais suscetíveis aos vieses comportamentais que gestores experientes de empresas longevas.

## REFERÊNCIAS

- Andriosopoulos, D., Andriosopoulos, K., & Hoque, H. (2013). Information disclosure, CEO overconfidence, and share buyback completion rates. *Journal of Banking & Finance*, 37(12), 5486-5499.
- Baker, M., & Wurgler, J. (2002). Market timing and capital structure. *The journal of finance*, 57(1), 1-32.
- Baker, M., Ruback, R., & Wurgler, J. (2007). *Behavioral corporate finance: A survey*. In *The Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance*, edited by Espen Eckbo. New York: Elsevier/North Holland.
- Barber, B. M., & Odean, T. (2011). The behavior of individual investors. *Handbook of the Economics of Finance*, 2, 1533-1570.
- Barberis, N., & Thaler, R. (2003). A survey of behavioral finance. *Handbook of the Economics of Finance*, 1, 1053-1128.

- Barros, L. A. B. D. C., & Silveira, A. D. M. D. (2009). Overconfidence, managerial optimism, and the determinants of capital structure. *Brazilian Review of Finance*, 6(3), 293-335.
- Bastos, D. D., Nakamura, W. T., & Basso, L. F. C. (2009). Determinants of capital structure of publicly-traded companies in Latin america: the role of institutional and macroeconomic factors. *Journal of International Finance & Economics*, 9(3).
- Ben-David, I., & Hirshleifer, D. (2012). Are investors really reluctant to realize their losses? Trading responses to past returns and the disposition effect. *Review of Financial Studies*, 25(8), 2485-2532.
- Booth, L., Aivazian, V., Demirguc-Kunt, A., & Maksimovic, V. (2001). Capital structures in developing countries. *The Journal of Finance*, 56(1), 87-130.
- Brabazon, T. (2000). 'Behavioural Finance: A new sunrise or a false dawn?', Coil summer School 2000, Univesity of Limerick, Department of Accountancy, University College of Dublin, pp 1-7.
- Brito, G. A. S., Corrar, L. J., & Batistella, F. D. (2007). Fatores determinantes da estrutura de capital das maiores empresas que atuam no Brasil. *Revista Contabilidade e Finanças USP*, (43), 9-19.
- Collins, J.; Porras, J. I. (1995). *Feitas para durar: práticas bem-sucedidas de empresas visionárias*. Rio de Janeiro: Rocco.
- Cronqvist, H., Makhija, A. K., & Yonker, S. E. (2011). Behavioral consistency in corporate finance: CEO personal and corporate leverage. *Fisher College of Business Working Paper*, (2009-03), 04.
- Daniel, K., Hirshleifer, D., & Subrahmanyam, A. (1998). Investor psychology and security market under-and overreactions. *The Journal of Finance*, 53(6), 1839-1885.
- De Long, J. B., Shleifer, A., Summers, L. H., & Waldmann, R. J. (1990). Noise trader risk in financial markets. *Journal of political Economy*, 703-738.
- Durand, D. (1952). Costs of debt and equity funds for business: trends and problems of measurement. In *Conference on research in business finance* (pp. 215-262). NBER.
- Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work\*. *The journal of Finance*, 25(2), 383-417.
- Ferreira, R. M., Bertucci, L. A., & Pereira Filho, A. D. (2010). Relação entre estrutura de capitais e estrutura de ativos nos setores brasileiros de energia elétrica e telecomunicações. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, 12(34), 7-24.
- Ferreira, A. M. A., Lorca, M. E. P., & Escobar, E. D. C. (2005). Análisis de la estructura de financiamiento en Chile. Disponible en <http://www.repositorio.uchile.cl/handle/2250/111226>
- Fleck, D. Archetypes of Organizational Success and Failure. (2005). *Proceedings of the 2005 Academy of Management Annual Meeting*. Honolulu, Hawaii.
- Gervais, S., Heaton, J. B., & Odean, T. (2011). Overconfidence, compensation contracts, and capital budgeting. *The Journal of Finance*, 66(5), 1735-1777.
- Gilson, S. C. (1989). Management turnover and financial distress. *Journal of financial Economics*, 25(2), 241-262.
- Goldszmidt, R. G. B., Brito, L. A. L., & Vasconcelos, F. C. O efeito país sobre o desempenho da firma: uma abordagem multinível. *RAE. Revista de Administração de Empresas*, 47, 12-23, 2007.

- Graham, J. R., & Harvey, C. R. (2001). The theory and practice of corporate finance: evidence from the field. *Journal of Financial Economics*, 60(2), 187-243.
- Graham, J. R., Harvey, C. R., & Puri, M. (2013). Managerial attitudes and corporate actions. *Journal of Financial Economics*, 109(1), 103-121.
- Gujarati, Damodar, N. (2006). "Econometria". 4ª ed. Editorial Mc Graw – Hill. (Madrid, Espanha)
- Hackbarth, D. (2008). Managerial traits and capital structure decisions. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 43(04), 843-881.
- Heaton, J. B. (2002). Managerial optimism and corporate finance. *Financial management*, 33-45.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Agency Costs and the Theory of the Firm. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Jong, A., Kabir, R., & Nguyen, T. T. (2008). Capital structure around the world: The roles of firm- and country-specific determinants. *Journal of Banking & Finance*, 32(9), 1954-1969.
- Kahneman, D., & Tversky, A. (1979). Prospect theory: An analysis of decision under risk. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 263-291.
- Lezana, A. G. R. Informação verbal na disciplina de ciclo de vida das organizações e empreendedorismo. 2002. *Dissertação* (Mestrado em Engenharia de Produção). Programa de pós graduação em Engenharia de Produção, UFSC. Florianópolis. 2002
- Malmendier, U., & Tate, G. (2005). CEO overconfidence and corporate investment. *The Journal of Finance*, 60(6), 2661-2700.
- Malmendier, U., Tate, G., & Yan, J. (2011). Overconfidence and early-life experiences: the effect of managerial traits on corporate financial policies. *The Journal of Finance*, 66(5), 1687-1733.
- March, J. G., & Shapira, Z. (1987). Managerial perspectives on risk and risk taking. *Management Science*, 33(11), 1404-1418.
- Marcon, R., Grzebieluckas, C., Bandeira-de-Mello, R., & de Aquino Muller, R. (2007). O comportamento da estrutura de capital ea performance de firmas brasileiras, argentinas e chilenas. *REGE Revista de Gestão*, 14(2), 33-48.
- Martins, H. C., & Terra, P. R. S. (2014). Determinantes Nacionais e Setoriais da Estrutura de Capital na América Latina. *RAC-Revista de Administração Contemporânea*, 18(5), 577-597.
- Mayfield, M.; Mayfield, J.; Stephens, D. (2007). The relationship of generic strategy typing and organizational longevity: A preliminary analysis in the comic book industry using the Miles and Snow typology. *Competitive Review: An International Business Journal*, 17(1/2), 94-108.
- Miller, M. H. (1977). Debt and taxes\*. *The Journal of Finance*, 32(2), 261-275.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, 261-297.
- Myers, S. C. (1984). The capital structure puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 574-592.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221.

- Nakamura, W. T., Martin, D. M. L., Forte, D., Carvalho Filho, A. F., Costa, A. C. F. D., & Amaral, A. C. D. (2007). Determinantes de estrutura de capital no mercado brasileiro: análise de regressão com painel de dados no período 1999-2003. *Revista Contabilidade & Finanças*, 18(44), 72-85.
- Nofsinger, J. R. (2005). Social mood and financial economics. *The Journal of Behavioral Finance*, 6(3), 144-160.
- Pindyck, R. S., & Rubinfeld, D. L. (2004). *Econometria: modelos & previsões*. Elsevier.
- Pozzo, H. (2010). "Análisis de la estructura de capital de las firmas y sus determinantes en América Latina," Tesis de Maestría en Economía, Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad Nacional de La Plata.
- Schrand, C. M. & Zechman, S.L.C. (2010). Executive Overconfidence and the Slippery Slope to Fraud. Working Paper, University of Pennsylvania.
- Shleifer, A., & Summers, L. H. (1990). The noise trader approach to finance. *The Journal of Economic Perspectives*, 19-33.
- Silva, T. B. J., Cunha, P. R., & Ferla, R. (2016). Excesso de Confiança e Otimismo Sobre a Estrutura de Capital de Firms Brasileiras com Diversidade no Conselho de Administração. *Anais do Encontro Brasileiro de Economia e Finanças Comportamentais*, 2016, São Paulo/SP. Encontro Brasileiro de Economia e Finanças Comportamentais. São Paulo: FGV, 2016. v. III. p. 1-17.
- Silva, T. B. J., Mondini, V. E. D., & Silva, T. P. (2015). Influência do excesso de confiança e otimismo no endividamento em empresas de menor porte brasileiras e chilenas. *Anais do Encontro Brasileiro de Economia e Finanças Comportamentais*, 2015, São Paulo/SP. EBFC. São Paulo/SP: FGV/SP, 2015. v. II. p. 1-16.
- Silva, W. A. C., Jesus, D. K. A., & Melo, A. O. (2010). Ciclo de vida das organizações: sinais de longevidade e mortalidade de micro e pequenas indústrias na região de contagem – MG. *Revista de Gestão*, São Paulo, 17( 3), 245-263.
- Terra, P. R. S. (2007). Estrutura de capital e fatores macroeconômicos na América Latina. *Revista de Administração*, 42(2), 192-204.
- Thaler, R. H. (1999). The end of behavioral finance. *Financial Analysts Journal*, 12-17.
- Weinstein, N. D. (1980). Unrealistic optimism about future life events. *Journal of personality and social psychology*, 39(5), 806.
- Yoshinaga, C. E., de Oliveira, R. F., da Silveira, A. D. M., & Barros, L. A. B. D. C. (2008). Finanças Comportamentais: uma introdução. *REGE Revista de Gestão*, 15(3), 25-35.