

INFLUÊNCIA DO EXCESSO DE CONFIANÇA E OTIMISMO NO ENDIVIDAMENTO EM EMPRESAS DE MENOR PORTE BRASILEIRAS E CHILENAS

Palavras-chave: estrutura de capital, endividamento, excesso de confiança, otimismo.

Thiago Bruno de Jesus Silva

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

E-mail: thiagobruno.silva@yahoo.com.br

Endereço: PPGCC – Sala D-202, Rua Antônio da Veiga, 140, Victor Konder, CEP 89012-900; Blumenau/SC

Vanessa Edy Dagnoni Mondini

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

E-mail: prof.vanessa@ymail.com

Endereço: PPGCC – Sala D-202, Rua Antônio da Veiga, 140, Victor Konder, CEP 89012-900; Blumenau/SC

Tarcísio Pedro da Silva

Doutor em Ciências Contábeis e Administração pela Universidade Regional de Blumenau - FURB

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

E-mail: tarcisio@.furb.br

Endereço: PPGCC – Sala D-202, Rua Antônio da Veiga, 140, Victor Konder, CEP 89012-900; Blumenau/SC

RESUMO

Este estudo analisa a influência do excesso de confiança e otimismo dos gestores no endividamento de empresas de pequeno porte brasileiras e chilenas no período de 2009 a 2013. Os dados foram coletados na base *Thomson®* e processados por meio da técnica estatística de análise em painel. Os resultados demonstraram que os gestores das firmas brasileiras apresentam maior excesso de confiança e são mais otimistas, possuem mais ações em tesouraria e maior alavancagem que firmas chilenas, indicando que os gestores das firmas brasileiras apresentam maior excesso de confiança e são mais otimistas quando comparados aos gestores das empresas chilenas.

1 INTRODUÇÃO

Tradicionalmente, a teoria relacionada ao tema de finanças corporativas vem se baseando em modelos amplamente pautados na racionalidade dos agentes econômicos. Estabelecem este ponto de vista, as teorias *Trade-off*, que busca a maximização do endividamento por meio de uma combinação ótima entre o capital próprio e o de terceiros (Miller, 1977) e a *Pecking Order*, que preconiza a hierarquização das fontes de financiamento que permita a agregação de valor ao acionista (Myers, 1984).

Porém, a percepção de que empresas do mesmo setor nem sempre adotam políticas de aporte de capital diferentes em função da sua estrutura de capital (Cronqvist, Makhija & Yonker, 2011) levou os pesquisadores a se interessarem pela influência das características comportamentais dos gestores nas tomadas de decisões financeiras. A proposta da teoria comportamental é explicar a existência de possíveis vieses no comportamento dos agentes que podem levá-los a tomar decisões menos pautadas em aspectos racionais e, desta forma, interferir na estruturação do capital das empresas (Thaler, 1999).

Esta perspectiva vem sendo estudada desde a apresentação da “Teoria do Prospecto” dos psicólogos Kahneman e Tversky (1979) precursores em explicar a influência dos diferentes estados mentais no comportamento do indivíduo frente às situações de risco. O excesso de confiança e o otimismo são exemplos destes comportamentos enviesados capazes de levar os gestores a acreditarem que possuem mais habilidades do que realmente possuem (Weinstein, 1980; Baker, Ruback, & Wurgler, 2007). Tais condutas intervêm sobremaneira nas decisões de investimento e financiamento das empresas (Brito, Corrar & Batistella, 2007; Barros & Silveira, 2009), levando os gestores a aumentarem o volume de ações da empresa em tesouraria ou a concentrarem investimentos pessoais na organização (Malmendier & Tate, 2005; Barros & Silveira, 2009).

Gestores excessivamente confiantes superestimam as suas habilidades e subestimam os riscos de falência, adotando caminhos que levam ao aumento do nível de endividamento da empresa (Schrand & Zechman, 2010). Características comportamentais enviesadas, como o otimismo e o excesso de confiança do CEO impactam significativamente na variação das decisões de alavancagem adotadas pelas empresas. Além disso, gestores excessivamente confiantes percebem as ações da empresa como subvalorizadas aumentando os programas de recompra de ações (Andriosopoulos, Andriosopoulos & Hoque, 2013).

Em associação às abordagens tradicionais e comportamentais, as forças macroambientais dos países em que as empresas atuam, como o volume de crescimento do PIB, taxas anuais de inflação e índices da Bolsa de valores também

influenciam a estruturação do capital (Terra, 2007). A falta de sincronia entre os ambientes empresarial e macroeconômico pode inclusive alterar o viés psicológico do gestor (Bastos, Nakamura & Basso, 2009) e afetar suas decisões financeiras.

Com relação ao porte das empresas, Petry e Nascimento (2009) consideram como de menor porte as empresas com faturamento anual entre R\$ 15 milhões e R\$ 50 milhões. Neste estudo, foram consideradas empresas de menor porte, as 40 menores empresas brasileiras e chilenas listadas na Bovespa e Bolsa chilena.

Sob esta perspectiva que relaciona os aspectos comportamentais dos gestores e os fatores macroambientais dos países ao endividamento das empresas, levanta-se a seguinte questão de pesquisa: Qual a influência do excesso de confiança e otimismo dos gestores no endividamento em empresas de menor porte brasileiras e chilenas? A partir desta questão, o estudo tem como objetivo analisar a influência do excesso de confiança e otimismo dos gestores no endividamento em empresas de menor porte brasileiras e chilenas.

Uma facilidade na escolha dos países se deu em função do marco regulatório, (processo de internacionalização dos padrões contábeis), adotado por ambos e por apresentarem características semelhantes, como estarem em fase de desenvolvimento e serem considerados economias emergentes.

Optou-se por estudar as 40 empresas de menor porte listadas na Bovespa e Bolsa de Santiago, devido aos estudos se concentrarem, de maneira geral, nas maiores empresas ou em todas as empresas. Percebe-se que as empresas de menor porte não são privilegiadas nas agendas de pesquisas de forma específica e, assim, não se conhece as suas peculiaridades (Pozzo, 2011). A prática de finanças corporativas varia conforme o tamanho da empresa. Quanto menor o porte, menor a sofisticação das avaliações de projetos arriscados e maiores os riscos de falência, tornando relevantes os estudos dos processos que permeiam as decisões deste perfil de empresas. (Graham & Harvey, 2001).

Diversos estudos pesquisaram a influência dos vieses comportamentais na gestão das empresas. Como diferencial, este estudo busca analisar a influência dos fatores macroambientais na estrutura de capital de empresas de países diferentes (Brasil e Chile) e em empresas de menor porte. Outra contribuição importante é verificar de forma empírica, que os vieses comportamentais dos gestores, como otimismo e o excesso de confiança, podem influenciar a estrutura de capital das empresas.

Diferenças em termos de preferências e crenças pessoais dos gestores podem realmente afetar as decisões de alavancagem das empresas (Cronqvist et al., 2011). Desta forma, é fundamental incorporar os vieses comportamentais, anteriormente ignorados por sua incompatibilidade à racionalidade ilimitada proposta pelas teorias financeiras, aos estudos sobre estrutura do capital (Barros & Silveira, 2009). Assim, este estudo oferece subsídios aos estudos desta linha de pesquisa, diferenciando dos estudos anteriores por considerar as ações de tesouraria como variável explicativa a estrutura de capital. Para Andriopoulos & Lasfer (2014), os vieses no comportamento podem ter poder explicativos para as decisões corporativas. Observa-se a importância do estudo sobre endividamento, visto que, segundo Cronqvist

et al. (2012), as ações dos gestores podem ter um impacto significativo tanto nas decisões organizacionais, quanto nas que afetam a estrutura de capital.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Nesta etapa serão apresentadas as correntes teóricas tradicionais relacionadas à estrutura do capital das organizações e as lacunas destas perspectivas que favoreceram o florescimento do campo de estudos voltado à teoria de finanças comportamentais. Além disso, será abordada a importância das influências macroeconômicas dos países nas decisões financeiras das empresas e os resultados de estudos anteriores baseados no tema, levantados em bases de dados como o Portal de Periódicos Capes, JSTOR, Science Direct, Scopus - Document Search e SPELL – Scientific Periodicals Electronic Library.

Os artigos foram coletados em periódicos com JCR, por meio de filtros contendo oito formas de captação: “*capital structure*”, “*indebtedness*”, “*overconfidence*”, “*optimismo*”, “*estructura capital*”, “*endeudamiento*”, “*exceso de confianza*”, “*optimismo*”. A pesquisa ocorreu entre os meses de outubro e novembro de 2014.

2.1 PERSPECTIVAS SOBRE ESTRUTURA DO CAPITAL

Na literatura referente à teoria de finanças corporativas, discussões relativas à estrutura do capital são recorrentes e um consenso longe de ser alcançado (Ferreira, Bertucci & Pereira, 2010).

Políticas organizacionais de estrutura do capital refletem a decisão dos gestores em financiar seus ativos a partir de capital próprio ou de terceiros (Brito et al., 2007). Modigliani e Miller (1958), pioneiros nas discussões relacionadas ao tema, afirmavam que políticas de investimentos e de financiamentos eram processos separados e que não havia relação entre a estrutura de capital e o valor da empresa. Acreditava-se na eficiência do mercado, em informações gratuitas e acessíveis a todos, na não existência de custos de transação e na impossibilidade de os agentes influenciarem os preços (Fama, 1970). No entanto, a influência do mercado no comportamento dos tomadores de decisão e o interesse de maximização individual do agente, estudiosos vêm se dedicando a verificar a possibilidade de existência de uma estrutura ótima de capital que favoreça 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 preconiza o equilíbrio entre os efeitos dos impostos sobre as dívidas e os custos de falência associados ao uso de recursos de terceiros. Neste caso, as empresas maximizam seu valor ao optarem por níveis de dívida e dividendos que equiparam os custos marginais aos benefícios marginais (Miller, 1977). Já, na teoria *Pecking Order*, os gestores definem de forma hierárquica os recursos que utilizarão para financiar seus ativos. Prioritariamente, utilizam-se os recursos internos, em

função da assimetria de informação e custos de transação e posteriormente, fontes externas, definidos em função da facilidade e do custo (Myers, 1984; Myers & Majluf, 1984).

Estas correntes teóricas baseadas na literatura tradicional sobre finanças tendem a se concentrar na premissa da racionalidade dos indivíduos. Há um entendimento de que os gestores são capazes de adaptar constantemente as suas expectativas e tomar decisões corretas. No entanto, a rotina dos CEOs é permeada por objetivos conflitantes que os levam a ter que escolher entre maximizar o valor da empresa para o acionista; maximizar o valor das ações no mercado e ainda, aproveitar as distorções em favor dos proprietários (Baker & Wrugler, 2002). Parece improvável que os agentes econômicos detenham informações sobre todas as possibilidades de investimentos ou, sejam hábeis o suficiente para interpretar todas elas (Barros & Silveira, 2009).

Frente às lacunas apresentadas pela racionalidade das teorias tradicionais de estrutura do capital e a deficiência do modelo vigente em englobar anomalias do mercado financeiro, cada vez mais frequentes (Brabazon, 2000), estudos baseados em perspectivas comportamentais dos gestores passaram também a compor o *mainstream* da literatura financeira. A teoria comportamental se propõe a explicar a existência de possíveis vieses no comportamento dos agentes que podem levá-los a tomar decisões menos pautadas em aspectos racionais e, desta forma, interferir na estruturação do capital das empresas (Thaler, 1999; Barber & Odean, 2011; Malmendier, Tate & Yan, 2011; Andriosopoulos et al., 2013).

Esta abordagem vem sendo estudada desde a apresentação da “Teoria do Prospecto” dos psicólogos Kahneman e Tversky (1979) indicando que as pessoas são avessas ao risco para ganhos e propensas ao risco para perdas. Outra perspectiva aponta a tendência por parte dos agentes em valorizar informações recentes, mesmo que elas não sejam as mais relevantes. Percebe-se assim, que há influência dos diferentes estados mentais no comportamento do indivíduo frente às situações de risco.

Perspectivas psicológicas se mostram fundamentais para explicar os vieses cognitivos que influenciam as preferências, o comportamento e as decisões dos agentes (Shleifer & Summers, 1990; Barberis & Thaler, 2003), especialmente as relacionadas ao endividamento, nem sempre desencadeadas por decisões racionais (Brito et al., 2007). O excesso de confiança e o otimismo são alguns desses vieses comportamentais pautados em crenças dos indivíduos (Yoshinaga, Oliveira & Silveira, 2008), indicando que os tomadores de decisão não se comportam de forma estritamente racional (Yoshinaga & Ramalho, 2014).

2.2 EXCESSO DE CONFIANÇA E OTIMISMO

A teoria de finanças comportamentais indica que os indivíduos sofrem influência de diferentes estados mentais que podem gerar vieses e interferir em suas escolhas. O viés do excesso de confiança é uma propensão do gestor em subestimar os riscos futuros, e o otimismo, como uma superestimação da probabilidade de ocorrência de eventos futuros

favoráveis (De Long, Shleifer, Summers & Waldmann, 1991). Neste trabalho assume-se que ambos os comportamentos colaboram para uma situação de maior endividamento das empresas.

O acesso às informações é um dos fatores que conduz ao excesso de confiança por levar os investidores a se sentirem exageradamente conhecedores do assunto e os conduzirem a análises imprecisas ou tendenciosas (Daniel, Hirshleifer & Subrahmanyam, 1998). Investidores excessivamente confiantes, muitas vezes influenciados pela mídia ou experiências passadas, tendem a correr maiores riscos em função da não diversificação de sua carteira de investimentos (Barber & Odean, 2011).

Variáveis comportamentais como o excesso de confiança e otimismo são reconhecidas também em indivíduos com espírito empreendedor. Os empreendedores ao projetarem seus negócios, sofrem da ilusão do controle e tendem a minimizar as probabilidades de fracasso do empreendimento (March & Shapira, 1987). Estas características também são percebidas em gestores de empresas familiares. Ao confiarem excessivamente em suas capacidades de gestão, tanto os gestores profissionais quanto os da própria família criam falsas expectativas sobre o negócio. Esse excesso de confiança em suas próprias habilidades é o viés comportamental mais comum e o mais desastroso para a organização (Weinstein, 1980).

Gestores com excesso de confiança são mais otimistas em relação aos resultados dos empreendimentos com os quais estão fortemente comprometidos (Gilson, 1989), sobrevalorizando suas habilidades pessoais, subestimando os riscos de falência e investindo inclusive, em projetos com VPL negativo (Heaton, 2002). Ao tomarem decisões financeiras com base na confiança excessiva, elevam os níveis de endividamento da empresa (Schrand, 2010).

A alavancagem acentuada é uma característica presente em organizações administradas por gestores excessivamente confiantes e otimistas (Barros & Silveira, 2009). Em função destes vieses, os gestores sentem-se confiantes para tomar decisões mais arriscadas e a investir seu capital pessoal em ações da empresa (Malmendier & Tate, 2005). O excesso de confiança torna os gestores menos conservadores e mais propensos a assumirem projetos arrojados, que os levam a riscos excessivos (Gervais, Heaton & Odean, 2011).

Apesar da dificuldade de mensurar as variáveis comportamentais (Baker & Wrugler, 2007), vários estudos empíricos relacionando o excesso de confiança e o otimismo dos investidores à tomada de decisões financeiras já foram realizados (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) verificaram a relação entre o excesso de confiança e as decisões de investimento das empresas da Forbes 500 CEOs. O excesso de confiança dos CEOs foi mensurado pelo aumento do volume de ações da empresa em seu poder, concentração de investimentos pessoais em suas empresas e pela quantidade de vezes que a imprensa especializada os classificou como excessivamente confiantes. Os resultados indicaram que o investimento de CEOs confiantes é expressivamente mais sensível ao fluxo de caixa, em especial nas empresas dependentes de capital.

Hackbarth (2008) elaborou um modelo teórico para avaliar as implicações da confiança excessiva dos gestores nas decisões financeiras. O modelo sugeriu que empresas cujos gestores são otimistas e excessivamente confiantes tendem a apresentar níveis maiores de endividamento e maior frequência na emissão de novos financiamentos.

Barros e Silveira (2009) utilizaram elementos da perspectiva comportamental como o fato do gestor ser ou não empreendedor e o montante de ações da empresa em seu poder, para investigar os determinantes da estrutura de capital de 153 empresas com ações negociadas na Bovespa. Os achados indicaram que os vieses otimismo/excesso de confiança figuraram entre os principais determinantes da estrutura de financiamento adotada pelas empresas e contribuem fortemente para a compreensão dos fatores que determinam as tomadas de decisão.

Barber e Odean (2011) estudaram o excesso de confiança relacionado aos investimentos em ações. Os resultados apontaram que o excesso de confiança, influenciado pela mídia e por experiências passadas, leva a comportamentos irracionais, gerando negociações excessivas e menores retornos, devido aos custos de transação associados.

Cronqvist et al. (2011) utilizaram a teoria de finanças comportamentais para relacionar a alavancagem pessoal do gestor e a da empresa. Verificaram que, em parte, o comportamento pessoal do gestor pode ser usado para prever o comportamento financeiro da empresa em que atua.

Malmendier et al. (2011) constataram que gestores otimistas relutam em emitir ações, por entenderem que tal decisão é contrária aos anseios dos acionistas atuais. O excesso de confiança além de indicar a preferência por endividamento ao invés de emissão de ações, também sugere uma preferência por financiamentos externos.

Ben-David e Hirshleifer (2012) verificaram que gestores excessivamente confiantes investem mais, apresentam maior propensão ao endividamento da empresa, são menos voltados ao pagamento de dividendos e mais dispostos a recompra de ações. Além disso, preferem dívidas de longo prazo.

Para Graham et al. (2013) decisões relacionadas à estrutura de capital sofrem interferência das características dos gestores como a propensão ao risco e o excesso de otimismo. Em suas pesquisas averiguaram que organizações com gestores otimistas possuem nível de endividamento maior.

Andriosopoulos et al. (2013) e Andriosopoulos & Lasfer (2014), por sua vez, estudaram a capacidade de explicação do excesso de confiança sobre as taxas de recompra de ações pela empresa. Apuraram que vieses comportamentais, como o otimismo e o excesso de confiança do CEO interferem profundamente na variação das decisões de alavancagem adotadas pelas empresas. CEOs confiantes enxergam suas ações como subvalorizadas, aumentando a taxa de conclusão de recompra. As evidências indicaram também, que empresas com elevadas taxas de recompra de ações são altamente alavancadas.

De maneira geral, percebe-se um consenso dos autores em associar os efeitos dos vieses do excesso de confiança e otimismo dos gestores a um padrão mais elevado de endividamento organizacional. No entanto, características macroeconômicas também podem influenciar o comportamento dos gestores. Ferreira, Lorca & Escobar (2005) indicam

que empresas de países com poucas restrições de acesso ao crédito, como o Chile, por exemplo, tendem a apresentar maior endividamento. Nofsinger (2005) sugere que um cenário econômico otimista poderá entusiasmar os gestores tornando-os mais confiantes, aumentando o número de empresas com índices maiores de endividamento. A partir destas perspectivas, é também fundamental que se avalie a influência dos aspectos macroeconômicos na estruturação do capital das empresas (Thaler, 1999).

2.2 INFLUÊNCIAS MACROECONÔMICAS NA ESTRUTURAÇÃO DO CAPITAL

A determinação da estrutura de capital das empresas sofre influência de eventos macroeconômicos como o nível de desenvolvimento e o tamanho dos mercados financeiros locais, características institucionais e volatilidade econômica dos países (Pozzo, 2011). PIB, inflação e variações das ações na bolsa são variáveis macroambientais reconhecidas por diversos autores como influenciadoras das decisões financeiras tomadas pelas organizações (Booth et al., 2001; Terra, 2007; Jong, Kabir & Nguyen, 2008; Bastos et al., 2009; Martins & Terra, 2014).

Booth et al. (2001), analisaram empresas de dez países em desenvolvimento e verificaram que as variáveis macroambientais que interferem no nível de endividamento de empresas nestes países (crescimento econômico, as taxas de inflação e o desenvolvimento do mercado de capitais) não diferem das dos países desenvolvidos.

De forma semelhante, Terra (2007), ao estudar o endividamento de empresas de países latino-americanos, constatou que apesar de algumas variáveis macroeconômicas terem se mostrado significativas (especialmente a taxa de crescimento real do PIB e, em menor grau, a taxa de inflação), nenhum fator específico de cada país foi determinante para o endividamento.

Jong et al. (2008) examinaram o papel dos fatores específicos de cada país na estruturação do capital de empresas de 42 países, desenvolvidos e em desenvolvimento. Conforme os autores, a proteção aos direitos do credor, desenvolvimento do mercado de capitais, taxa de crescimento do PIB e crescimento econômico influenciam fortemente a estruturação do capital das empresas. Ao mensurarem as influências de forma indireta, verificaram também que países com um melhor ambiente legal e maior estabilidade econômica são mais propensos ao endividamento e à alavancagem das empresas.

Bastos et al. (2009) averiguaram os determinantes da estrutura de capital, de 388 empresas de sete países da América Latina. Por meio de indicadores do nível de endividamento, verificaram que os fatores específicos das empresas mais significantes foram: a liquidez corrente, a rentabilidade, o *market to book value* e o tamanho. Quanto aos fatores macroeconômicos, excetuando as variáveis: crescimento do PIB, e em menor grau a relevância do mercado de capitais, carga fiscal, tempo de abertura de um novo negócio e fatores institucionais, não indicaram tanta significância. A variável mais significativa, crescimento do PIB, exibiu uma relação negativa com o endividamento total. Estes

resultados indicaram que, em um cenário econômico próspero, há a redução de alavancagem financeira devido a maior disponibilidade de recursos internos, confirmando a teoria do *pecking order*.

Martins e Terra (2014) buscaram identificar junto a 612 companhias abertas países da América latina e norte-americanos, o papel da macroeconomia sobre o endividamento. Concluíram que houve uma relação da alavancagem positiva com PIB *per capita*, sugerindo que o índice de endividamento das empresas é mais alto em países com economias maiores. Os resultados não se mostraram significantes para a relação entre alavancagem e crescimento do PIB e as taxas de inflação mais elevadas se relacionaram a endividamentos menores, indicando que, em economias instáveis, o endividamento das empresas é menor.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Para analisar a influência do excesso de confiança e otimismo dos gestores no endividamento das 40 empresas de menor porte brasileiras e chilenas, 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 523 empresas listadas na Bovespa e Bolsa de Santiago. Para a constituição da amostra, no entanto, foram excluídas: (a) organizações pertencentes ao setor financeiro; (b) organizações com determinadas informações financeiras indisponíveis. Restaram 193 organizações, 55 chilenas e 138 brasileiras. Utilizou-se como critério para definição das 40 empresas de menor porte, o tamanho dos seus ativos no ano de 2013.

A escolha pelas empresas de menor porte se deu em função da carência de estudos especificamente voltados a este perfil (Pozzo, 2011), indicando uma lacuna de pesquisa. Empresas de menor porte tendem a ser menos sofisticadas nas avaliações de projetos arriscados, incorrendo em maiores os riscos de falência, tornando relevantes os estudos dos processos que permeiam os seus processos decisórios (Graham & Harvey, 2001). No Quadro 1 apresentam-se as 40 empresas selecionadas para constituir a amostra final deste estudo.

Quadro 1 – 40 empresas de menor porte, brasileiras e chilenas, respectivamente, listadas na BM&Fbovespa e Bolsa de Santiago, em 2013.

BRASIL		
Dtcom-Direct TO Company SA	Recrusul AS	Renauxview SA
Baumer SA	Springer AS	Trevisa Investimentos SA
Cobrasma SA	Metalurgica Riosulense SA	Metalurgica Duque SA
Wetzel SA	Minupar Participacoes SA	DHB Industria E Comercio SA
Electro ACO Altona SA	Cambuci AS	Sao Paulo Turismo SA
Metalfrio Solutions SA	CSU Cardsystem SA	Pettenati SA Industria Textil
Karsten SA	Companhia Tecidos Santanense	Sansuy SA Industria De Plasticos
Cristal Pigmentos Brasil SA	Tempo Participacoes SA	Dohler SA

Panatlantica SA CIA Fiacao Tecidos Cedro Cachoeira Bombril SA Brasilagro-CIA Bras De Prop Agricolas Fras-LE AS Valid Solucoes E Servico	Dimed SA Distribuidora de Medicamentos Cremer AS Bardella SA Industrias Mecanicas Teka Tecelagem Kuehnrich SA Schulz AS	Kepler Weber SA Nadir Figueiredo Ind E Com SA Eternit SA Plascar Participacoes SA Forjas Taurus SA
CHILE		
Rebrisa AS Schwager Energy SA Intasa AS Fruticola Viconto SA Vinedos Emiliana SA Empresa Electrica De Arica SA Inversiones Agricolas Y Comerciales SA Empresa Electrica De Iquique SA Empresa Electrica De Magallanes SA Empresa Electrica De Antofagasta Sintex AS Instituto De Diagnostico SA Hipermerc SA Salfacorp AS	Compania SUD Americana De Vapores AS Masisa AS Chilectra SA E.cl AS Aguas Andinas SA Gasco AS Compania Cervecerias Unidas SA Watts AS Empresas Iansa SA Invercap SA CTI AS Forus AS Detroit Chile AS Molibdenos Y Metales AS	Empresas Navieras SA Farmacias Ahumada SA Cristalarias De Chile SA Cementos Bio-Bio SA Besalco SA Empresa Pesquera Eperva SA Banmedica SA Sonda SA Compania Electro Metalurgica SA Vina Concha Y Toro SA Pacífico V Region SA Agencias Universales SA

Fonte: Dados da pesquisa (2014).

Definida a amostra do estudo, partiu-se para a coleta de dados econômico-financeiros na base *Thomson*®. Esta etapa ocorreu em novembro 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 otimismo dos gestores no endividamento das 40 empresas de menor porte brasileiras e chilenas, elencando como variáveis dependentes, a alavancagem contábil e a alavancagem de mercado. Para explicar os efeitos destas alavancagens, utilizaram-se como variáveis independentes: (a) o fator da empresa; (b) o fator macroeconômico; e (c) o fator comportamental. Tanto as variáveis dependentes quanto as independentes foram levantadas a partir da revisão da literatura e são demonstradas no Quadro 2.

Quadro 2 – Caracterização das variáveis dependentes e independentes adotadas na pesquisa, quanto à proxy, fundamentação teórica e comportamento.

VARIÁVEIS DO ESTUDO	PROXY	FUNDAMENTAÇÃO	COMPORTAMENTO ESPERADO
Variáveis dependentes			+/-
Fatores de endividamento: Alavancagem contábil; Alavancagem de mercado.	= Endividamento financeiro total/ Ativo Contábil. = Endividamento total/ Ativo a valor de mercado	Ferreira et al. (2005); Barros & Silveira (2009); Pozzo (2011).	Positivo
Variáveis independentes			

Fatores macroeconômicos: Crescimento do PIB, Taxa anual de inflação Índice da Bolsa de Valores	= Média anual do crescimento do PIB = Média da taxa anual de inflação = Índice da Bolsa	Terra (2007); Nakamura et al. (2007); Bastos et al (2009); Pozzo (2011)	Negativo Negativo/Positivo Indeterminado
Fator da empresa: Liquidez corrente	= Ativo circulante/passivo circulante	Nakamura et al. (2007); Bastos et al (2009); Pozzo (2011).	Positivo/Negativo
Tangibilidade	= Ativo imobilizado bruto (antes da depreciação) + estoque/ativo.	Ferreira et al. (2005); Bastos et al (2009); Barros & Silveira (2009); Pozzo (2011).	Positivo/Negativo
Retorno do ativo (ROA).	= Ebit (lucro /ativo total)	Marcon et al. (2007); Bastos et al (2009); Pozzo (2011).	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
Ações em tesouraria	= ações em tesouraria	Ben-David & Hirshleifer (2012); Andriosopoulos et al. (2013); Andriosopoulos & Lasfer (2014)	Positivo

Fonte: Dados da pesquisa (2014).

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, a eficiência dos parâmetros em função da multiplicação do número de *cross-sections* pela quantidade de períodos, e a 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:

$$y_i = \beta_0 + \beta_1 X_{1i} + \beta_2 X_{2i} \dots + \beta_{11} X_{11i} + \varepsilon_i$$

Sendo que:

Y é a variável dependente;

β_0 é a constante da equação

X1, X2, ... X11 são as variáveis independentes;

$\beta_0, \beta_1, \beta_2, \dots, \beta_{11}$ são denominados parâmetros da regressão;

ε é o termo que representa o resíduo ou erro da regressão.

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 à alavancagem contábil e de mercado de cada país.

4.1 ESTATÍSTICA DESCRITIVA

A tabela 3 descreve o sumário descritivo com o intuito de demonstrar as informações necessárias extraídas de cada variável, no qual fornece o valor mínimo, médio, máximo e o desvio padrão.

Tabela 3 – Estatística descritiva das variáveis utilizadas no estudo, com base nos anos de 2009 a 2013.

Variável	Mínimo	Máximo	Média	Desvio padrão
ALAVContábil _{Brasil}	0,09	24421,00	180,72	1734,20
ALAVMercado _{Brasil}	0,04	71951,00	964,04	6220,69
ALAVContábil _{Chile}	0,01	63,00	24,32	13,18
ALAVMercado _{Chile}	0,02	589,00	48,34	59,70
Índice de Liquidez Bra	11,00	515,00	152,98	100,87
Tangibilidade Brasil	9,00	1098100,00	23737,30	124919,91
ROA Brasil	-614,00	268,00	2,55	50,09
Market Brasil	-2561,00	5272,00	136,15	680,61
Oport. Cresc Brasil	-335,00	68,00	0,8350	35,48
IR Brasil	-195,00	650,00	14,88	75,20
Lajirda Brasil	-3431,00	10000,00	2824,40	2001,16
Ações em Tesou Bra	-219756,00	31119,00	689,23	35798,80
PIB Brasil	-20,00	750,00	268,00	263,06
Taxa de Inflação Bra	431,00	650,00	569,40	73,39
Índice da Bolsa Bra	5150716,00	6930481,00	6142130,80	685544,17
Índice de Liquidez CHI	418,00	15317,00	1910,79	1434,15
Tangibilidade Chile	202,00	23496000,00	418619,29	2246127,99
ROA Chile	-386,00	839,00	75,87	103,68
Market Chile	33,00	6307,00	1836,31	1132,85
Oport Cresc. Chile	-30372,00	690,00	-88,63	2163,28
IR Chile	-1086,00	6000,00	224,39	682,30
Lajirda Chile	-11091,00	11701,00	2102,88	2083,24
Ações Tesou Chile	54,00	233725,00	420,15	49654,61
PIB Chile	-1,00	58,00	42,20	22,41
Taxa de Inflação Chile	-2581,00	3019,00	1068,60	2070,24
Índice da Bolsa Chile	55739,5	7422710100,00	53199563,00	32400582,30

Fonte: Dados da pesquisa

Os resultados apresentados na tabela 3 indicam que no período analisado, os valores macroeconômicos PIB e índice da bolsa, em média, são maiores no Brasil do que no Chile. Já a taxa de inflação chilena, para o mesmo período se mostrou, em média, maior do que a brasileira.

Os resultados apontam ainda que a alavancagem contábil e de mercado das empresas do Brasil foram maiores do que as das empresas do Chile. Com relação às firmas chilenas, pode-se observar que possuem um número inferior de ações em tesouraria, menor índice de oportunidade de crescimento e, também, menor valor do lajirda. Entretanto, estas empresas apresentam maiores índices de liquidez, tangibilidade, ROA e *Market to book value*.

Quanto ao Brasil, observa-se que as empresas possuem um volume maior de ações em tesouraria, bem como valores referentes à alavancagem contábil e de mercado, mais altos. Barros & Silveira (2009) observaram que a alavancagem acentuada é uma característica presente em firmas administradas por gestores excessivamente confiantes e otimistas.

A partir dos resultados encontrados é possível concluir que os gestores das empresas brasileiras apresentam maior otimismo e excesso de confiança do que os gestores das empresas chilenas. Com relação ao desempenho, verificou-se que as empresas brasileiras superam as firmas chilenas nos quesitos oportunidade de crescimento e lajirda. Este resultado corrobora os achados de Gervais et al., (2011) que atribuem ao perfil otimista e excessivamente confiante dos gestores, uma maior propensão ao risco e a adoção de projetos mais arrojados.

No próximo tópico, buscou-se, por meio da análise em dados em painel, analisar as variáveis explicativas que melhor preveem as variáveis independentes deste estudo.

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-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. O resultado encontrado pelo teste *Breusch-Pagan*, para o Brasil, indicou o modelo Pools. No Chile, o resultado do teste *Breusch-Pagan* indicou o método de Efeitos Aleatórios. Desta forma, foi realizado, para o Chile, o teste de *Hausman* que indicou a utilização do modelo de Efeitos Fixos. Optou-se pela regressão de dados em painel, visto que buscou determinar as variáveis explicativas com maior capacidade de previsão para a variável dependente. Os resultados da análise em painel das variáveis serão demonstrados para o Brasil e para o Chile, respectivamente, nas Tabelas 4 e 5.

Tabela 4 - Análise de dados em Painel das variáveis (país Brasil)

Variáveis	Variáveis dependentes			
	Modelo Pools Alavancagem de Mercado		Modelo Pools Alavancagem Contábil	
	Coefic.	Sig.	Coefic.	Sig.
Liquidez	- 0.0008162	0.991	.0282755	0,001
Tangibilidade	- 0.0015825	0.972	-.0133804	0,971
ROA	- 0.7865449	0.000	.195956	0,490
Market	0.0063962	0.846	-.0097258	0,749
Crescimento	0.0591243	0.085	.0006212	0,271
IR	- 0.0553455	0.090	.0292256	0,526
Lajirda	0.0817725	0.380	-.0790621	0,943
Ações de Tesouraria	2.032886	0.000	1.214506	0,018
Taxa de Inflação	- 0.0821108	0.161	.0142368	0,073
Índice da Bolsa	- 0.0292177	0.564	-.0949635	0,581

PIB	0.0140279	0.769	.0142368	0,109
Constante	-2.14e-09	1.000	4.15e-09	0,095
R ² Ajustado	0,602		0.6634	
Nº Observações	200		200	
LM de Breusch-Pagan	Sig, X ² = 1,000		Sig, X ² = 1,000	
F de Chow	Sig, F = 0,000		Sig, F = 0,000	
Teste Hausman	Sig, X ² = -		Sig, X ² = -	

* Significante ao nível de 5%

Fonte: Dados da pesquisa.

A tabela 4 descreve a análise da influência entre a alavancagem de mercado, a alavancagem contábil e a estrutura de capital, bem como os fatores macroeconômicos das empresas listadas na Bovespa. O R² ajustado apresenta um valor representativo, permitindo inferir que as variáveis independentes explicam 60,20% e 66,34% da alavancagem de mercado e contábil, respectivamente.

Com relação a variável dependente alavancagem de mercado, pode-se observar que o ROA e as Ações de Tesouraria foram significantes. Assim, é possível afirmar que essas variáveis explicam a alavancagem de mercado das firmas brasileiras. Em relação à alavancagem contábil, observa-se que a Liquidez e Ações de Tesouraria foram significantes, permitindo, desta forma, inferir que tais variáveis influenciam a variável dependente alavancagem contábil.

Estes resultados corroboram os achados de Nakamura et al. (2007), com relação a variável Liquidez, Bastos et al. (2009), em relação às variáveis Liquidez e ROA e Andriosopoulos et al. (2013), em relação às ações em tesouraria.

Já os achados para as variáveis Lajirda e Tangibilidade não apresentaram significância, concordando com os estudos do Bastos et al. (2009) e Barros & Silveira (2009), que também não encontraram significância em relação a estas variáveis.

A variável relacionada ao comportamento dos gestores, Ações em Tesouraria, se mostrou significativa em relação à alavancagem de mercado e contábil. O resultado se alinha com os apresentados nos estudos de Ben-David & Hirshleifer (2012), Andriosopoulos et al. (2013) e Andriosopoulos e Lasfer (2014), cujas evidências indicaram que empresas com elevadas taxas de recompra de ações são altamente alavancadas. Desta forma, o resultado destaca uma maior alavancagem contábil e de mercado está vinculada a uma maior retenção de ações em tesouraria pelos gestores. Ben-David & Hirshleifer (2012) indicam que gestores excessivamente confiantes investem mais, possuem maior propensão ao endividamento da empresa e se mostram mais dispostos a recompra de ações.

Quanto aos fatores macroeconômicos, apenas os resultados para a variável taxa de inflação encontraram respaldo em estudos anteriores, como os de Bastos et al. (2009) e Martins & Terra (2014), que indicaram, assim como neste estudo, haver influência desta variável sobre a alavancagem. Os demais resultados referentes ao PIB e aos índices da bolsa de valores, não apresentaram influência sobre as variáveis dependentes do estudo, divergindo dos estudos anteriores de Terra (2007), Bastos et al. (2009) e Martins & Terra (2014), que encontraram significância entre a relação destas com as variáveis dependentes.

A partir da tabela 5, apresentam-se os resultados relativos à Análise de Dados em Painel das variáveis das empresas do Chile.

Tabela 5 - Análise de Dados em Painel das variáveis (país Chile)

Variáveis	Variáveis dependentes			
	Efeitos Fixos Alavancagem de Mercado		Efeitos Fixos Alavancagem Contábil	
	Coefic.	Sig.	Coefic.	Sig.
Liquidez	- 0.1314148	0.154	- 0.1536054	0.007
Tangibilidade	0.0447513	0.523	0.1810919	0.000
ROA	- 0.1013466	0.188	- 0.110441	0.019
Market	- 0.3937069	0.002	- 0.0263713	0.731
Crescimento	0.092357	0.135	0.115637	0.002
IR	- 0.131779	0.043	- 0.0945195	0.018
Lajirda	- 0.0099903	0.933	- 0.0430201	0.556
Ações de Tesouraria	- 0.227569	0.435	- 0.0113034	0.949
Taxa de Inflação	0.118704	0.398	0.0312879	0.714
Índice da Bolsa	0.0783192	0.244	- 0.0307447	0.453
PIB	- 0.0275352	0.838	- 0.0269221	0.744
Constante	1.77e-09	1.000	-5.29e-10	1.000
R ² Ajustado	0.2215		0,2234	
Nº Observações	200		200	
LM de Breusch-Pagan	Sig, X ² = 0,000		Sig, X ² = 0,000	
F de Chow	Sig, F = 0,000		Sig, F = 0,000	
Teste Hausman	Sig, X ² = 0,000		Sig, X ² = 0,000	

* Significante ao nível de 5%

Fonte: Dados da pesquisa.

A tabela 5 descreve a análise da influência entre a alavancagem de mercado, alavancagem contábil e a estrutura de capital, bem como os fatores macroeconômicos das empresas listadas na bolsa de Santiago. O R² ajustado apresenta um valor pouco representativo, o que permite dizer que as variáveis independentes explicam apenas 22,15% e 22,34% da alavancagem de mercado e contábil, respectivamente.

Com relação às variáveis, na alavancagem de mercado, observou-se que o *Market to Book Value* e o pagamento do Imposto de Renda (IR) foram significativos. Desta forma, pode-se inferir que essas variáveis influenciam a alavancagem de mercado das empresas chilenas listada na Bolsa de Santiago, que compuseram a amostra. Os resultados encontrados corroboram os achados do estudo sobre determinantes de capital das empresas da América latina realizado por Bastos et al. (2009).

Quanto à alavancagem contábil, verificou-se que a Liquidez, Tangibilidade, ROA, Oportunidade de Crescimento e pagamento ao Imposto de Renda (IR) foram significativas, permitindo concluir que essas variáveis explicam a alavancagem contábil das firmas chilenas estudadas. Os achados ratificam os estudos de Ferreira et al. (2005), para as variáveis oportunidade de crescimento e ROA; a pesquisa de Bastos et al. (2009), para as variáveis liquidez, ROA, oportunidade de crescimento e nível de pagamento do Imposto de Renda; e os resultados de Pozzo (2011), para as variáveis: liquidez, ROA e tangibilidade.

Ferreira et al (2005) argumentam que empresa de pequeno porte utiliza maior dívida bancária para garantir seu crescimento e recebem forte apoio para aquisição do endividamento, visto a sua rentabilidade e oferecendo seus ativos.

Pozzo (2011) explica que firmas com liquidez tem menor dificuldade para honrar seus compromissos, menor de risco para o não pagamento, tendendo a ter maior nível de endividamento.

Referente aos fatores macroeconômicos, os resultados não confirmaram os achados de estudos anteriores, como os de Pozzo (2011), Bastos et al. (2009), Martins & Terra (2014). Enquanto estes autores encontraram significância nas variáveis taxa de inflação e PIB, este estudo não encontrou relação significativa com estas variáveis.

A variável relacionada ao comportamento dos gestores, Ações em Tesouraria, não se mostrou significativa em relação à alavancagem de mercado e contábil. Este resultado contradiz os achados de Andriopoulos et al. (2013) e Andriopoulos e Lasfer (2014), que consideraram as firmas com elevadas taxas de recompra de ações como altamente alavancadas.

4.3 DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

Os resultados deste estudo demonstraram que as firmas de menor porte brasileiras possuem maior excesso de confiança e otimismo no endividamento do que as firmas chilenas. Empresas de menor porte possuem métodos menos sofisticados de avaliação de projetos arriscados e, conseqüentemente, maiores os riscos de falência (Graham & Harvey, 2001). Conforme Andriopoulos e Lasfer (2014), os vieses no comportamento apresentam poder de explicação para as decisões corporativas, visto que as características do profissional interferem nas preferências por opções de alavancagem (Frank & Goyal, 2011), nível de endividamento da empresa (Schrand & Zechman, 2012) e propensão à recompra de ações (Ben-David & Hirshleifer, 2012; Andriopoulos & Lasfer, 2014).

Vieses comportamentais, como otimismo e excesso de confiança, se mostram úteis para explicar a estrutura de capital adotada por empresas de menor porte, cujas peculiaridades são pouco estudadas ou privilegiadas nas agendas de pesquisas (Pozzo, 2011). O Roa, a liquidez, o *Market to Book Value*, pagamento do Imposto de Renda (IR), tangibilidade, oportunidade de crescimento e ações em tesouraria são variáveis capazes de explicar os níveis de endividamento das empresas e a tomada de decisões baseada na confiança excessiva do gestor (Schrand, 2010).

Os achados deste estudo contribuem para as discussões a respeito de abordagens tradicionais e comportamentais sobre a escolha da estrutura de capital das empresas. O diferencial para estudos anteriores, como Ferreira et al. (2005), Barros & Siveira (2008), Frank & Goyal (2011), Pozzo (2011), Schrand & Zechman (2012), Ben-David & Hirshleifer (2012), Andriopoulos et al. (2013) e Andriopoulos & Lasfer (2014) ficam a cargo das evidências encontradas relacionadas a influência dos vieses comportamentais na estrutura de capital e por adicionar, em contexto nacional como variável explicativa, as ações em tesouraria, que demonstraram significância no contexto brasileiro. Por fim, assim como em estudos internacionais, observa-se que a recompra de ações pode ser explicada por vieses menos conservadores e indicar sua confiança e otimismo do gestor nos resultados das firmas.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Neste estudo, partiu-se do princípio de que o excesso de confiança e o otimismo dos gestores exercem influência sobre o endividamento das empresas. Esta perspectiva encontra respaldo teórico nos estudos de Barros & Silveira (2009), Ben-David & Hirshleifer (2012), Andriosopoulos et al. (2013) e Andriosopoulos e Lasfer (2014).

Para atender ao objetivo de analisar a influência do excesso de confiança e otimismo dos gestores no endividamento das 40 empresas de menor porte, brasileiras e chilenas, foram utilizados dados coletados na base *Thomson®*, processados por meio da técnica estatística de Análise em Painel.

Ao analisar a alavancagem de mercado, pode-se concluir que, no Brasil, esta variável é explicada pelo ROA e pelas Ações de Tesouraria. Já, a variável dependente alavancagem contábil, é explicada pelas variáveis independentes Liquidez e Ações de Tesouraria.

No Chile, a variável alavancagem de mercado é explicada pelas variáveis independentes *Market to Book Value* e o pagamento do Imposto de Renda (IR) e a variável dependente alavancagem contábil, é explicada pela Liquidez, Tangibilidade, ROA, Oportunidade de Crescimento e pagamento ao Imposto de Renda (IR).

Os resultados demonstraram que os gestores das firmas brasileiras apresentam maior excesso de confiança e são mais otimistas em relação aos gestores das empresas chilenas. Observou-se que as empresas do Brasil possuem maior volume de ações em tesouraria, bem como maior alavancagem contábil e de mercado. Os resultados acedem aos achados de Andriosopoulos et al. (2013), que evidenciaram a relação positiva entre CEOs confiantes e otimistas, propensão a recompra de ações e empresas altamente alavancadas.

A contribuição do estudo encontra-se em demonstrar que as finanças comportamentais podem influenciar o desempenho econômico-financeiro das organizações. De maneira mais específica, buscou-se demonstrar que a escolha da variável, ações em tesouraria, pode servir como variável de comportamento para explicar a alavancagem contábil e de mercado das empresas.

Como limitação de pesquisa aponta-se o número restrito de informações disponíveis sobre as empresas, o que dificulta a qualidade da composição da amostra.

Nesta pesquisa, a influência do excesso de confiança e o otimismo dos gestores no endividamento das empresas foi avaliada por meio de ações em tesouraria. Sugere-se para pesquisas futuras, investigar a influência na alavancagem de mercado e contábil das empresas por meio das características pessoais dos gestores, como idade (experiência), gênero e tempo no cargo. Além dessas características, outros indicadores podem ser investigados como o pagamento de dividendos e os padrões de governança corporativa.

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.
- Andriosopoulos, Dimitris; Lasfer, Meziane (2014). The market valuation of share repurchases in Europe. *Journal of Banking & Finance*.
- 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., Demircug-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.
- 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.
- Cronqvist, Henrik; Makhija, Anil K.; Yonker, Scott E (2012). Behavioral consistency in corporate finance: CEO personal and corporate leverage. *Journal of financial economics*, v. 103, n. 1, p. 20-40.
- 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.
- Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work*. *The journal of Finance*, 25(2), 383-417.
- FRANK, M. Z., & GOYAL, V. K. (2011). TRADE-OFF AND PECKING ORDER THEORIES OF DEBT. *Handbook of Empirical Corporate Finance: Empirical Corporate Finance*, 2, 135.
- 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. Tesis Pregrado - Facultad de Economía y Negocios, Chile.
- 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.
- 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). "Econometría". 4^o ed. Editorial Mc Graw – Hill. (Madrid, España)
- 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.
- 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 e a 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.
- 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.
- Petry, L. I., & Nascimento, A. M. (2009). Um estudo sobre o modelo de gestão e o processo sucessório em empresas familiares. *Revista de Contabilidade & Finanças, São Paulo*, 20, 109-125.
- Pindyck, R. S., & Rubinfeld, D. L. (2004). *Econometria: modelos & previsões*. Elsevier.
- Pozzo, H. (2011). "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. and S.L.C. Zechman 2010. Executive Overconfidence and the Slippery Slope to Fraud. Working Paper, University of Pennsylvania.

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.

Shleifer, A., & Summers, L. H. (1990). The noise trader approach to finance. *The Journal of Economic Perspectives*, 19-33.

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.

Yoshinaga, E., C. & Borges Ramalho, T. (2014). Finanças Comportamentais no Brasil: uma aplicação da teoria da perspectiva em potenciais investidores. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, 16(53).