

# ASPECTO COGNITIVO DE EXCESSO DE CONFIANÇA E DESEMPENHO ECONÔMICO-FINANCEIRO DAS EMPRESAS LATINO AMERICANAS

*Jaqueline Carla Guse<sup>1</sup>*

*Maurício Leite<sup>2</sup>*

*Josiane Brighenti<sup>3</sup>*

*Tarcísio Pedro da Silva<sup>4</sup>*

## RESUMO

O objetivo do estudo é analisar a relação entre o excesso de confiança e o desempenho econômico-financeiro das empresas latino americanas baseado na quantidade de ações em tesouraria. Realizou-se pesquisa descritiva, documental e quantitativa. A população da pesquisa compreendeu as companhias abertas de três países da América Latina. Utilizou-se análise de dados em painel. Os resultados apontam que, com base na quantidade de ações mantidas em tesouraria por parte das empresas, pode-se afirmar que os gestores de empresas brasileiras possuem os aspectos cognitivos de excesso de confiança e otimismo mais acentuado do que os gestores das empresas argentinas e chilenas.

**Palavras-chave:** Finanças comportamentais. Excesso de confiança. Ações em tesouraria.

## 1 INTRODUÇÃO

Muitos estudos surgiram na tentativa de desmistificar a ideia da total racionalidade humana e assim, aprimorar o modelo tradicional de finanças, incorporando aspectos comportamentais dos indivíduos. Destes questionamentos, originou-se o campo de Finanças Comportamentais, considerado um novo ramo na teoria financeira, que incorpora aspectos psicológicos dos decisores no processo de tomada de decisões financeiras (TVERSKY; KAHNEMAN, 1979; THALER 1999; FULLER, 1998; HALFELD; STATMAN, 1999; TORRES, 2001; KIMURA, 2003).

O trabalho desenvolvido por Kahneman e Tverski (1979) foi um marco para o desenvolvimento das finanças comportamentais. Os autores apresentaram uma crítica à teoria da utilidade esperada como um modelo descritivo de tomada de decisão sob risco e desenvolveram um modelo alternativo, chamado de *Prospect Theory*.

---

<sup>1</sup> Mestranda em Ciências Contábeis – E-mail: drjaquelineguse@hotmail.com. FURB - Universidade Regional de Blumenau.

<sup>2</sup> Mestrando em Ciências Contábeis – E-mail: mauleite@al.furb.br. FURB - Universidade Regional de Blumenau.

<sup>3</sup> Mestranda em Ciências Contábeis – E-mail: josi\_brig@unochapeco.edu.br. FURB - Universidade Regional de Blumenau.

<sup>4</sup> Doutor em Administração e Ciências Contábeis. E-mail: tarcísio@furb.br. FURB - Universidade Regional de Blumenau.

As finanças comportamentais podem ser consideradas fruto da interação entre a teoria das finanças e a psicologia, e seu objetivo principal visa explicar os aspectos comportamentais relacionados aos indivíduos e a influência nas escolhas em processos de tomada de decisões financeiras (CASTRO JÚNIOR; FAMÁ, 2002).

Os diversos questionamentos sobre as tradicionais teorias financeiras desencadearam estudos na tentativa de desmistificar a ideia da total racionalidade humana, baseando-se no campo da psicologia. Com isso, as finanças comportamentais surgiram como uma nova vertente, na tentativa de explicar a relação existente entre o comportamento humano e as decisões econômicas e financeiras (GALVÃO; KLOTZLE, 2005).

De acordo com Kimura (2003), a busca por incorporar aspectos psicológicos dos indivíduos nos processos de avaliação e precificação de ativos financeiros, fez das finanças comportamentais um novo e importante ramo na teoria financeira. Ainda conforme o autor, as concepções desenvolvidas e que os investidores podem agir de maneira não racional ocasionando impactos no comportamento do mercado.

As finanças comportamentais retratam uma abordagem aos mercados financeiros. Surgiu e se desenvolveu em resposta às dificuldades enfrentadas pelos paradigmas da teoria de finanças tradicional. Em termos gerais, essa nova abordagem estabelece que, alguns fenômenos financeiros podem ser melhor compreendidos sob a ideia da não total racionalidade dos agentes em suas decisões (BARBERIS; THALER, 2003).

Considerando os pressupostos das finanças comportamentais, os indivíduos não agem unicamente de forma racional, suas decisões geralmente ganham um cunho psicológico, questões como o excesso de confiança podem induzir suas decisões e ser determinantes em suas escolhas (LUCENA; FERNANDES; DA SILVA, 2011).

O excesso de confiança pode levar os investidores a desconsiderar novas informações, por crer em demasia nos seus conhecimentos e capacidades (FULLER, 1998). Malmendier e Tate (2008) observaram que os gestores mais otimistas assumiam riscos excessivos em suas decisões; perceberam que os CEO's que eram mais otimistas possuíam maior quantidade de ações da empresa em seu poder.

A partir do pressuposto de que empresas geridas por indivíduos que possuem o viés cognitivo do excesso de confiança tendem a possuir mais ações em seu poder, instiga-se a realização deste estudo para responder a seguinte questão problema: a quantidade de ações em tesouraria reflete no desempenho econômico financeiro da organização? Assim, o objetivo do estudo consiste em analisar a relação entre o excesso de confiança e o desempenho econômico-financeiro das empresas latino americanas baseado na quantidade de ações que as empresas possuem em tesouraria.

Este estudo justifica-se pela crescente importância das finanças comportamentais frente às novas teorias financeiras, incorporando aspectos psicológicos dos indivíduos às finanças tradicionais. De acordo com Kimura (2003) as finanças comportamentais são uma das mais importantes e surpreendentes inovações na teoria de finanças, por apresentar uma visão que envolve modelos financeiros tradicionais, métodos quantitativos, economia e psicologia.

Este estudo analisa a relação entre a quantidade de ações mantidas em tesouraria e o desempenho econômico financeiro das companhias latino americanas, considerando o pressuposto de que organizações cujo gestores possuem vieses cognitivos do excesso de confiança e otimismo possuem mais ações da empresa. Os países analisados são Argentina, Brasil e Chile, as quais correspondem às três entre as sete maiores economias da América Latina mensuradas pelo PIB nominal de 2012, somando entre estes países 54% do PIB Latino Americano conforme dados do Banco Mundial (WORLD BANK, 2014).

O período analisado é 5 anos, compreendidos entre 2008 e 2012, justifica-se pela importância de uma análise com comparação temporal, pois possibilita acompanhar a evolução dos indicadores em determinado período de tempo, cuja ocorrência é normalmente de três a cinco anos conforme preconizado por Assaf Neto (2012).

## **2 REFERÊNCIAL TEÓRICO**

A revisão da literatura aborda os temas que embasam conceitualmente a problemática da pesquisa em questão. São apresentadas informações acerca das finanças comportamentais, que é o interesse central do estudo, seguido da discussão no que concerne os aspectos cognitivos do excesso de confiança. Conclui-se este referencial teórico com os aspectos que envolvem as ações mantidas em tesouraria por parte das empresas. Para a busca dos dados bibliográficos foram utilizadas as bases Portal de Periódicos Capes, JSTOR, *Science Direct*, *Scopus - Document Search* e SPELL – *Scientific Periodicals Electronic Library*.

### **2.1 Finanças Comportamentais**

O paradigma tradicional das finanças assume o comportamento das pessoas como puramente racional. Embora atraente, este conceito implica suposições irrealistas sobre o comportamento humano e o funcionamento do mercado financeiro (BALTUSSEN, 2009). A expressão finanças comportamentais, indica o campo que estuda a influência de fatores psicológicos no comportamento dos participantes em mercados financeiros. Esta nova vertente da teoria de finanças vai de encontro a muitos conceitos tradicionais, pois considera que os mercados podem ser ineficientes, e, que seus participantes, não totalmente racionais (SEWELL, 2007). Para Silva e Serpa (2012) as finanças comportamentais analisam como os aspectos comportamentais influenciam o homem.

Edwards (1954) deu início às pesquisas sobre a psicologia cognitiva e o processo de tomada de decisão dos indivíduos. Por meio de experimentos, o autor constatou que os princípios de racionalidade eram violados em algumas situações. Mais tarde, Kahneman e Tversky (1979), criticaram a Teoria da Utilidade Esperada como um modelo descritivo de tomada de decisão sob risco e foram os pioneiros na aplicação de questionários para estudar os vieses cognitivos e como afetam a tomada de decisão. A *Prospect Theory*, criada por esses autores, considera que os indivíduos não tomam decisões

de forma estritamente racional, pois suas escolhas são influenciadas por aspectos cognitivos, em virtude de experiências anteriores e suas crenças.

A psicologia de alguma forma, sempre esteve aliada às finanças, pois o comportamento dos indivíduos, por mais diferente que possa ser, envolve aspectos psicológicos. O que difere as finanças comportamentais das demais finanças, é a influência do comportamento humano, pois considera que os indivíduos, em determinadas situações, estão suscetíveis aos erros cognitivos, ocasionados por atitudes variadas em relação ao risco e imperfeição do autocontrole. (STATMAN, 1999).

Fuller (1998) considera que as finanças comportamentais são um campo relativamente novo na economia, caracterizado pela integração entre a economia neoclássica com as finanças, a psicologia e a ciência de tomada de decisão, com o intuito de encontrar uma explicação para as anomalias observadas na literatura financeira. Thaler (1999) associa as finanças comportamentais ao estudo da forma pela qual os seres humanos interpretam as informações e agem na tomada de decisão de investimentos.

Com base na literatura, é possível considerar que as finanças comportamentais surgiram a partir das críticas às teorias tradicionais das finanças e aos modelos de tomada de decisão. Para Shefrin (2000) as finanças comportamentais representam de fato, uma nova área de conhecimento na teoria financeira, que preocupa-se com o estudo da influência dos aspectos psicológicos do comportamento humano no processo decisório no mercado financeiro. Conforme Baltussen (2009), a principal concepção das finanças comportamentais é a influência do comportamento humano nas decisões de investimento, interferindo nos mercados financeiros. Com a aplicação de aspectos da psicologia, o campo das finanças comportamentais tenta melhorar a compreensão das decisões financeiras e seus efeitos sobre o mercado financeiro.

As finanças comportamentais partem da ideia de que o homem não é totalmente racional, que os atos e decisões estão sujeitos à emoção e a erros cognitivos. A existência de fatores emocionais e vieses cognitivos, como excesso de confiança e otimismo, interferem na decisão dos indivíduos. Essa nova corrente das finanças, surgiu para aperfeiçoar as concepções das finanças modernas e, a percepção sobre a influência do comportamento do indivíduo tomador de decisões impactou as teorias tradicionais de finanças (HALFELD; TORRES, 2001).

A incorporação das finanças comportamentais deu-se em resposta às dificuldades enfrentadas pelos paradigmas da tradicional teoria de finanças. Os desvios em relação ao comportamento racional são intrínsecos à natureza humana e devem assim, ser incorporados à análise econômica como uma extensão natural dos modelos tradicionais, uma vez que as distorções provenientes destes desvios podem ter implicações econômicas (THALER; BARBERIS, 2003).

Para Ramirez (2009) as finanças comportamentais estão centradas à ideia de que fatores cognitivos e questões emocionais impactam nos processos de tomada de decisões dos indivíduos, grupos e organizações. Na concepção de Lucena, Fernandes e Da Silva (2011) os indivíduos não agem unicamente de forma racional, suas decisões geralmente ganham um cunho psicológico; questões do tipo perda, ganhos, risco, retorno, fracasso e excesso de confiança podem induzir suas decisões e ser determinantes em suas escolhas.

A crescente literatura sobre psicologia e o comportamento humano sugere que a maior parte dos gestores das empresas e investidores possuem limitações em seus processos cognitivo e, que o viés do otimismo pode ser associado a uma percepção positiva exagerada da expectativa de ocorrência de eventos favoráveis. O excesso de confiança associado com a superestimação da qualidade e precisão das informações disponíveis, podem levar o indivíduo a pensar que possui maiores competências e habilidades do que os demais e assim fazer uma determinada escolha (BARROS; SILVEIRA, 2008).

Fuller (1998) considera que o excesso de confiança podem levar os investidores a desconsiderar novas informações, por acreditar em demasia nos seus conhecimentos e capacidades. Barber e Odean (2001) também afirmam que os seres humanos são excessivamente confiantes em suas habilidades, em seus conhecimentos e em suas expectativas futuras e, acrescentam que essa é uma explicação para os altos níveis de negociação nos mercados financeiros com baixos retornos.

Várias pesquisas sobre o comportamento humano demonstraram que muitos indivíduos apresentam excesso de confiança nas próprias habilidades de estimação. Não levam em consideração as incertezas que existem no processo. Pessoas creem que suas estimativas em situações que envolvem incerteza são mais precisas e certas do que realmente são (YOSHINAGA et al, 2008).

Um dos fatores que promovem o excesso de confiança é o acesso às informações disponíveis. Quanto mais as informações estão acessíveis, mais os indivíduos tendem a confiar que suas decisões serão acertadas, já que possuem informações que fundamentam a decisão escolhida. No entanto, uma excessiva carga informacional pode trazer consigo informações conflituosas e tornar decisões simples em mais complexas. Pesquisas têm apontado que um maior número de informações ocasiona um maior de nível de confiança nas decisões (KAHNEMANN & TVERSKY, 1974; LICHTENSTEIN & FISCHHOFF, 1977).

Ferreira e Yu (2003) relatam que a escolha de investimento é determinada pelas expectativas e preferências individuais dos investidores sobre o conjunto riscos e retornos que acredita ser mais adequado, entretanto, as pessoas cometem erros cognitivos ao avaliarem as informações ocasionando expectativas irreais sobre uma determinada decisão. Os autores justificam que isso ocorre devido ao excesso de confiança dos indivíduos em seus julgamentos e por desconsiderarem fatos que lhes permitem observar a real condição do mercado. Para Barberis e Thaler (2003) o excesso de confiança é reforçado pela tendência das pessoas atribuir o sucesso às suas próprias habilidades enquanto associam a falha à má sorte.

O viés do excesso de confiança faz com que os investidores acreditem que suas informações são melhores e mais confiáveis que as dos demais indivíduos atuantes no mesmo mercado. Comumente, em uma negociação, as partes envolvidas possuem informações diferentes, possivelmente contraditórias. Sabendo disso, os agentes deveriam fazer reflexões e apenas tomar decisões quando estivessem certos da confiabilidade das informações que recebem; todavia, a

confiança excessiva em suas habilidades e informações eleva a tendência a realizar um volume excessivo de negócios, arriscando mais do que o previsto (PIMENTA; BORSATO; RIBEIRO, 2010).

Malmendier e Tate (2008) observaram que os gestores mais otimistas assumiam riscos excessivos em suas decisões e perceberam também que os CEO's que eram mais otimistas possuíam maior quantidade de ações da empresa em seu poder; afirmaram que a concentração de investimentos pessoais dos CEO's em suas empresas, decorre do excesso de confiança. Ainda conforme os autores, os indivíduos são excessivamente confiantes sobre os resultados que eles acreditam estar sob seu controle.

Em síntese, as finanças comportamentais não visam substituir as teorias existentes, porém, vêm a complementá-las, a partir da conjectura de aspectos comportamentais para o entendimento do processo decisório dos agentes de mercado. Esse campo de estudo postula que alguns fenômenos financeiros são melhor explicados com o uso de modelos em que os agentes não são considerados completamente racionais. Os estudos das finanças comportamentais têm se concentrado na compreensão das ilusões cognitivas e suas implicações no comportamento dos tomadores de decisão no mercado financeiro (PIMENTA; BORSATO; RIBEIRO, 2010).

Os gerentes são "otimista" quando eles sistematicamente superestimam a probabilidade de bom desempenho da empresa e subestimam a probabilidade de mau desempenho, essa hipótese encontra apoio em uma grande literatura psicológica demonstrando que as pessoas são, em geral, muito otimistas. A teoria do otimismo gerencial liga os benefícios e os custos do fluxo de caixa livre a duas variáveis - o nível de otimismo gerencial e as oportunidades de investimento disponíveis para a empresa. Gestores otimistas realizam mais projetos, os mais otimistas são menos suscetíveis a financiar esses projetos externamente. Para as empresas com oportunidades de investimento pobres, a confiança no mercado de capitais externo é benéfica, isto implica uma preferência dos acionistas para a retenção de fluxo de caixa em empresas com alto otimismo e boa oportunidade de investimento (HEATON, 2002).

Neste mesmo sentido, Malmendier e Tate (2005) afirmam que os CEO's confiantes demais superestimam a qualidade de seus projetos de investimento e visualizam financiamento externo como indevidamente caro, como resultado, eles investem mais quando eles têm recursos internos à sua disposição. Os autores classificamos CEO's com excesso de confiança se repetidamente deixam de exercer as opções que estão em alta ou, se eles habitualmente adquirem ações de sua própria empresa. O principal resultado é que o investimento é significativamente mais sensível ao fluxo de caixa se o CEO apresenta excesso de confiança.

Para inferir crenças dos CEO's sobre o desempenho futuro da sua empresa a partir de suas operações de carteira pessoal requer informações detalhadas sobre sua carteira de transação pessoal transações em ações e opções de suas empresas. Para construir uma medida de excesso de confiança, os CEO's de grandes corporações recebem extensa remuneração baseada em ações, muitas vezes na forma de ações restritas e opções não transacionáveis. Além disso, o seu capital humano é investido em sua empresa. Assim, a aversão ao risco, mesmo modesta, prevê que os CEO's devem

diversificar as suas carteiras, ou seja, exercer as opções em dinheiro ou vender ações da empresa em um cronograma pré-comprometidos. Alguns CEO's, entretanto, fazem exatamente o oposto, eles detêm opções que estão com bom valor em vez de vender as ações da empresa. Esses CEO's apostam sua riqueza pessoal no futuro desempenho das ações da empresa. Uma maneira de medir o excesso de confiança, então, é olhar para os CEO's que possuem opções além dos limites racionais (MALMENDIER; TATE, 2005).

Conforme Gabrielli e Saito (2004), a aquisição de ações da própria empresa vem crescendo significativamente nos mercados acionários no mundo todo nos últimos anos, transformando-se em um importante meio de distribuição de caixa para os acionistas em substituição ao pagamento de dividendos. A recompra de ações é entendido como um mecanismo que se inicia quando uma empresa anuncia para o mercado sua intenção em adquirir uma determinada quantidade de ações de sua própria emissão junto ao mercado acionário, a partir daí a empresa está apta a comprar assim como qualquer outro investidor as ações de sua própria emissão, até uma determinada quantidade máxima e durante um determinado prazo, estipulados por lei. As ações recompradas são mantidas durante um certo período de tempo na tesouraria da companhia até serem recolocadas novamente no mercado acionário.

O valor de mercado das empresas pode ser obtido pela quantidade de ações emitidas pela empresa, multiplicada pela cotação das ações do dia, porém são necessários alguns ajustes na quantidade das ações. A quantidade de ações utilizada para se obter o valor de mercado da empresa é calculada a partir das ações emitidas pela empresa, somando-se as novas emissões e bonificações, e subtraídas as que estivessem em tesouraria. O intuito desse ajuste nas quantidades é tentar obter o volume total de ações em posse dos acionistas.

### **3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS**

Para analisar a relação entre o excesso de confiança e otimismo e o desempenho econômico-financeiro das empresas latino americanas, realizou-se uma pesquisa descritiva, documental e abordagem quantitativa.

O aspecto descritivo é observado na discussão dos aspectos cognitivos excesso de confiança e otimismo das empresas latino americana. Quanto aos procedimentos, classifica-se como pesquisa documental por utilizar-se de informações constantes nas demonstrações contábeis das empresas para obtenção dos dados. No que tange a abordagem do problema, a pesquisa é classificada como quantitativa em virtude do uso de instrumentos estatísticos nas fases de coleta, tratamento e análise dos dados.

#### **3.1 População e Amostra**

A população da pesquisa compreendeu as companhias abertas latino americanas dos três países com maior PIB nominal em 2012 e com dados disponíveis na base de dados Thomson®. Foram excluídas da população para obtenção da

amostra as empresas financeiras em razão do alto grau de alavancagem. Totalizou-se desta forma 157 empresas, sendo 23 empresas argentinas, 70 empresas brasileiras e 64 empresas chilenas.

### 3.2 Coleta e Análise dos Dados

A coleta dos dados da pesquisa foi efetuada na base de dados Thomson® para o período de 2009 a 2013. A coleta deu-se em maio de 2014 e os valores monetários estão em Dólares Americanos fornecidos diretamente pela Thomson®. Utilizou-se como variável dependente a quantidade de ações em tesouraria nas empresas analisadas. Adicionalmente, para explicar os efeitos da quantidade de ações em tesouraria, utilizadas variáveis independentes Lajirda, Tangibilidade, Tamanho, ROE, ROA e ROS. As variáveis utilizadas estão apresentadas no Quadro 2.

**Quadro 2 – Variáveis utilizadas**

Variável	Sigla	Nome da Variável	Definição	Autores
Dependente	AÇÕES	Ações em Tesouraria	Quantidade de ações em tesouraria mantida pelas empresas	Gabrielli, Saito (2004); Pereira, Securato (2004);
Independente	TANG	Tangibilidade	Ativo Imobilizado Bruto (antes da Depreciação) somado ao Estoque dividido pelo Ativo Total	Tedeschi (1997); Barros, Silveira (2008); Bastos, Nakamura (2009); Bonacin, Gaio, Ambrozini (2009)
	TAM	Tamanho	Logaritmo natural da Receita Líquida	Tedeschi (1997); Silveira, Barros, Famá (2004); Marcon et al. (2007); Barros, Silveira (2008); Bastos, Nakamura (2009)
	ROE	Retorno do Capital Próprio	Lucro Líquido dividido pelo Patrimônio Líquido	Waddock, Graves (1997); Gitman (2004); Marcon et al. (2007); Santos, Rodrigues (2012)
	ROA	Retorno do Ativo Total	Lucro Líquido dividido pelo Ativo Total	Waddock, Graves (1997); Gitman (2004); Bonacim, Ambrozin, Nagano (2006); Marcon et al. (2007); Bastos, Nakamura (2009); Santos, Rodrigues (2012)

Fonte: Dados da pesquisa.

Nesse sentido, buscou-se analisar a relação entre o excesso de confiança e otimismo e o desempenho econômico-financeiro das empresas latino americanas por meio da quantidade de ações em tesouraria nas empresas pesquisadas. Para isso utilizou-se da análise de dados em painel. O modelo geral de dados em painel pode ser expresso conforme a equação 1:

$$Y_{i,t} = \beta_{1i,t}X_1 + \dots + \beta_{ni,t} + e_{i,t}$$



onde o subscrito  $i = 1, \dots, N$  indica a empresa,  $t = 1, \dots, T$  o tempo e  $\beta$ 's os parâmetros da regressão. As variáveis são dadas por:

$Y_{it}$  = variável dependente para a empresa  $i$  no tempo  $t$ ;  $X_{1i}$  = variável independente 1 ou explicativa 1 para a empresa  $i$  no tempo  $t$ ;  $X_{ni}$  = variável independente "n" ou explicativa "n" para a empresa  $i$  no tempo  $t$ ;  $\epsilon_{it}$  = termo de erro para a empresa  $i$  no tempo  $t$ .

Existem basicamente três formas de simplificar e ajustar o modelo geral a fim de torná-lo mais funcional: o Modelo *Pooled*, o *Fixed-Effects Model* (Modelos Fixos) e o *Random Effects* (Efeitos Aleatórios).

No primeiro modelo o intercepto é o mesmo para toda a amostra, ou seja, assume-se que todos os elementos da amostra possuem comportamento idêntico. O Modelo de Efeitos Fixos baseia-se na premissa de que os coeficientes da regressão podem variar de indivíduo para indivíduo ou no tempo, ainda que permaneçam como variáveis fixas, ou seja, não aleatórias. Já no Modelo de Efeitos Aleatórios, segue a premissa de que a influência do comportamento do indivíduo ou o efeito do tempo não podem ser conhecidos. Dessa forma, admite-se a existência do erro não correlacionado com os regressores (MARQUES, 2000).

Para decidir qual o melhor método de estimação a ser empregado, deve-se utilizar-se de dois testes: o de Breusch-Pagan, que permite escolher entre a estimação por Efeitos Aleatórios e pelo Modelo Pooled, e o de Hausman, que permite realizar uma comparação entre os estimadores de efeitos fixos e aleatórios. No teste de Breusch-Pagan, a hipótese nula é que não há variância no erro advinda do efeito específico ( $\sigma_u = 0$ ). Assim, caso esta hipótese seja aceita, deve-se trabalhar com o modelo Pooled, que é mais eficiente, dado que os outros pressupostos sejam atendidos. Se a hipótese for rejeitada, usa-se o Método de Efeitos Aleatórios. Existindo variância no erro advinda do efeito específico, é necessário testar se esta variância advém de efeitos aleatórios (não correlacionados a  $x$ ) ou fixos. O teste de Hausman testa a hipótese nula de efeitos específicos não correlacionados a  $x$  (aleatórios). Se essa hipótese for rejeitada, deve-se usar o Método de Efeitos Fixos. Se ela for aceita, utiliza-se o Método de Efeitos Aleatórios que é mais eficiente (CERQUEIRA; SOARES, DAVID, 2009).

#### **4 DESCRIÇÃO E ANÁLISE DOS DADOS**

Nesta seção apresentam-se os resultados obtidos a partir da pesquisa realizada e está dividida em dois tópicos. O primeiro tópico refere-se a análise descritiva dos dados e o segundo tópico contempla a análise de dados em painel. Os dados a seguir foram coletados e analisados a partir do que se estabeleceu na metodologia e em conformidade com o objetivo proposto neste trabalho.

#### 4.1 Análise Descritiva dos Dados

A Tabela 1 apresenta um sumário descritivo das variáveis utilizadas no estudo, apresentadas por país.

Tabela 1. Estatística descritiva

País	Var	Mínimo	Máximo	Média	Desvio padrão
<b>2008</b>					
Argentina	Ações	0,6098	10,4851	5,5682	2,0782
	Tang	0,2196	0,8313	0,6722	0,1640
	Tam	2,6665	9,2202	5,8228	1,8244
	ROE	(0,1426)	0,2391	0,0803	0,0879
	ROA	(0,0476)	0,1478	0,0431	0,0474
Brasil	Ações	0,3436	15,1786	5,5757	2,1439
	Tang	0,0014	0,9161	0,4844	0,1829
	Tam	1,2470	11,4322	6,8384	1,6312
	ROE	(51,2679)	1,3882	(0,5523)	6,1555
	ROA	(0,2313)	0,3637	0,0697	0,0934
Chile	Ações	(4,6052)	10,1134	5,8512	2,2429
	Tang	0,0001	0,8954	0,4967	0,2457
	Tam	(1,2379)	9,2530	6,1974	1,8977
	ROE	(0,0957)	0,7077	0,1197	0,1387
	ROA	(0,036)	0,5008	0,0651	0,0866
<b>2009</b>					
Argentina	Ações	0,6206	10,4853	5,5560	2,0424
	Tang	0,3434	0,8409	0,6731	0,1352
	Tam	2,115	9,1082	5,8036	1,8048
	ROE	(0,4128)	0,2758	0,0355	0,1617
	ROA	(0,1056)	0,1591	0,0295	0,0656
Brasil	Ações	1,0613	15,1786	5,5541	2,0856
	Tang	0,0011	0,9349	0,4756	0,1837
	Tam	3,6017	11,5599	7,2492	1,4559
	ROE	(1,8605)	3,5364	0,2132	0,5216
	ROA	(0,0645)	0,7491	0,0857	0,1098
Chile	Ações	(3,912)	10,3728	5,8279	2,2805
	Tang	0,0000	0,9015	0,4983	0,2530
	Tam	(1,3093)	9,3909	6,3084	1,8874
	ROE	(1,2325)	0,8475	0,0817	0,3216
	ROA	(0,3841)	0,4947	0,0667	0,1220
<b>2010</b>					
Argentina	Ações	0,6206	10,4853	5,5418	2,0297
	Tang	0,3493	0,8983	0,6553	0,1402
	Tam	2,0516	9,3163	5,9867	1,7893
	ROE	(0,1588)	0,3325	0,1030	0,1292
	ROA	(0,0407)	0,2010	0,0567	0,0641
Brasil	Ações	0,8879	15,1786	5,5110	2,0910
	Tang	0,0007	0,9295	0,3257	0,2572
	Tam	4,0828	11,7635	7,5403	1,4302
	ROE	(0,2314)	0,5207	0,1745	0,1333
	ROA	(0,0429)	0,2531	0,0779	0,0566
Chile	Ações	(3,5066)	10,3728	5,8418	2,2483
	Tang	0,000	0,8699	0,4896	0,2482
	Tam	(2,4079)	9,4908	6,5158	1,9778
	ROE	(0,0238)	0,9103	0,1726	0,1474
	ROA	(0,0174)	0,5976	0,0895	0,1030
<b>2011</b>					
Argentina	Ações	0,6206	10,4853	5,2132	2,1081

	Tang	0,3836	0,8816	0,6705	0,1390
	Tam	2,4882	9,4859	6,1705	1,7163
	ROE	(0,3948)	0,3111	0,0981	0,1746
	ROA	(0,0808)	0,1634	0,0548	0,0626
Brasil	Ações	(2,8134)	15,1786	4,5424	2,3223
	Tang	0,0006	0,9181	0,3272	0,2619
	Tam	4,4770	11,7823	7,5652	1,4019
	ROE	(0,3407)	0,7708	0,1686	0,1623
	ROA	(0,0773)	0,3717	0,0706	0,0681
Chile	Ações	(2,8134)	10,5143	6,0273	2,1259
	Tang	0,000	0,8398	0,4927	0,2602
	Tam	0,2700	9,5868	6,3623	1,8986
	ROE	(1,9704)	2,5581	0,1068	0,4549
	ROA	(1,8178)	0,3998	0,0111	0,2842
<b>2012</b>					
Argentina	Ações	0,6259	8,2993	5,0130	1,8591
	Tang	0,3750	0,898	0,6495	0,1314
	Tam	2,4319	9,5225	6,1572	1,7041
	ROE	(2,4306)	0,3959	(0,0390)	0,5493
	ROA	(0,1495)	0,1513	0,0316	0,0675
Brasil	Ações	(2,8134)	9,4364	4,4548	1,9939
	Tang	0,0005	0,9009	0,3256	0,2683
	Tam	4,4454	11,8308	7,6305	1,3669
	ROE	(2,0645)	1,2438	0,1196	0,3386
	ROA	(0,1760)	0,2700	0,0572	0,0731
Chile	Ações	(3,2189)	10,5476	6,1074	2,1610
	Tang	0,000	0,8543	0,4934	0,2646
	Tam	(0,7340)	9,8579	6,4458	2,1572
	ROE	(0,3719)	2,0582	0,1592	0,3247
	ROA	(0,1466)	0,9216	0,0750	0,1378

Fonte: Dados da pesquisa.

Pode-se observar que as empresas argentinas possuem em média uma maior tangibilidade do que as empresas brasileiras e chilenas, nos cinco anos analisados. Com relação às empresas chilenas, pode-se observar que possuem o menor número de ações em tesouraria nos cinco períodos analisados, possuem o menor índice de tangibilidade, e são menores comparadas com as empresas dos outros dois países analisados. No entanto, em 2010, 2011 e 2012, as empresas chilenas apresentaram maiores índices de retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE) e sobre os Ativos (ROA), que as demais empresas.

Com relação às empresas brasileiras, pode-se observar que são as empresas que possuem mais ações em tesouraria em todos os períodos analisados. Além disso, essas empresas tem o maior índice de tangibilidade, e são maiores que às empresas dos outros dois países. Com relação ao desempenho, as empresas brasileiras tiveram maior ROE nos anos de 2008 e 2009. Porém seu retorno (ROE) médio foi maior que das demais empresas em 2009, 2010 e 2011. Já em relação ao ROA, somente em 2009 as empresas brasileiras tiveram um retorno superior às demais empresas. No entanto, o retorno médio foi melhor em 2008, 2009 e 2011.

Com as informações acima destacadas, pode-se afirmar que os gestores das empresas brasileiras são mais otimistas em relação aos gestores das empresas argentinas e chilenas conforme apontamentos de Malmendier e Tate (2008) que

observaram que os gestores mais otimistas possuíam maior quantidade de ações da empresa em seu poder; decorre do excesso de confiança.

## 4.2 Análise de Dados em Painel

Para a realização da análise de dados em painel, realizou-se primeiramente, a análise da amostra considerada como um todo, avaliando-se assim qual o melhor modelo a ser aplicado. Após realizou-se análises separadas por países.

### 4.2.1 Análise geral

Realizou-se o teste de Breusch-Pagan e de Hausman para verificar qual o melhor modelo para ser aplicado aos dados. Na Tabela 2, pode-se verificar os resultados encontrados com o teste de Breusch-Pagan.

Tabela 2. Teste LM de Breusch-Pagan

Teste LM de Breusch-Pagan		
Variáveis	Var	Sd=sqrt (Var)
Ações	4,810211	2,193219
E	0,5957335	0,7718378
U	3,662472	1,913759
<b>Test Var(u)</b>	0	
<b>Chi2</b>	1081,29	
<b>Prob&gt;Chi2</b>	0,0000	

Fonte: Dados da pesquisa.

Conforme Tabela 2, pode-se verificar que a hipótese nula de que não há variância no erro advinda do efeito específico ( $\sigma_u = 0$ ) foi rejeitada, devendo-se utilizar o Método de Efeitos Aleatórios. Dessa forma, realizou-se o teste de Hausman que automaticamente mostrou que não cabia para os dados o modelo de efeitos fixos.

Dessa forma, partiu-se para a análise dos dados em si. Na Tabela 3 pode-se verificar o modelo de efeitos aleatórios utilizando-se de toda a amostra de dados.

Tabela 3. Modelo de efeitos aleatórios geral

Modelo de efeitos aleatórios				
Variáveis	Coefficiente	Erro padrão	Z	P> Z
Tang	1,579986	0,246236	6,42	0,000
Tam	-0,0347121	0,439264	-0,79	0,429
ROE	0,152066	0,0167725	0,91	0,365
ROA	0,1223298	0,3218825	0,38	0,704
Cons.	4,972426	0,3494752	14,23	0,000
<b>Rho</b>	0,86009752			
<b>R<sup>2</sup> within</b>	0,0706			
<b>R<sup>2</sup> between</b>	0,0012			

<b>R<sup>2</sup> overall</b>	0,0045
Nº de Observações	785

Fonte: Dados da pesquisa.

Observa-se que o R<sup>2</sup> do modelo de efeitos aleatórios foi na ordem de 7,06%, o que pode ser considerados eficiente para o número total de observações e de variáveis. Já o R<sup>2</sup> overall apresentou-se mais baixo, sendo 0,45% de coeficiente de ajuste de modelo de efeitos aleatórios. Ademais, o efeito aleatório das *cross-sections* nos resíduos foi de 86,00% (rho) para o modelo, o que faz com que o efeito aleatório idiossincrásico seja de 14%.

Com relação às variáveis, pode-se observar que somente a tangibilidade e a constante foram significativas à 1% para o modelo. Dessa forma, pode-se inferir que possuir um maior número de ações em tesouraria está relacionado com a tangibilidade da empresa, ou seja, seu imobilizado e estoques.

#### 4.2.2 Análises por país

Com relação a cada país, realizou-se a análise de painel por efeitos aleatórios, assim como feito na análise geral.

Na Tabela 4, pode-se observar os resultados encontrados para as empresas argentinas.

Tabela 4. Modelo de efeitos aleatórios empresas argentinas

<b>Modelo de efeitos aleatórios</b>				
<b>Variáveis</b>	<b>Coefficiente</b>	<b>Erro padrão</b>	<b>Z</b>	<b>P&gt; Z </b>
Tang	1,2390	1,0938	1,13	0,257
Tam	0,1554	0,1410	1,10	0,270
ROE	0,8934	0,3430	2,60	0,009
ROA	1,4884	2,0688	0,72	0,472
Cons.	3,5104	1,0539	3,33	0,001
<b>rho</b>		0,8943		
<b>R<sup>2</sup> within</b>		0,1935		
<b>R<sup>2</sup> between</b>		0,2070		
<b>R<sup>2</sup> overall</b>		0,1802		
<b>Chi2</b>		24,20		
<b>Prob&gt;Chi2</b>		0,0001		
<b>Nº de Observações</b>		115		

Fonte: Dados da pesquisa.

Observa-se que o R<sup>2</sup> do modelo de efeitos aleatórios foi na ordem de 19,35%, o que pode ser considerados eficiente para o número total de observações e de variáveis. Já o R<sup>2</sup> overall apresentou-se mais baixo, sendo 18,02% de coeficiente de ajuste de modelo de efeitos aleatórios. Ademais, o efeito aleatório das *cross-sections* nos resíduos foi de 89,43% (rho) para o modelo, o que faz com que o efeito aleatório idiossincrásico seja de 10,57%.

Com relação às variáveis, pode-se observar que somente o ROE e a constante foram significativas à 1% para o modelo. Dessa forma, pode-se inferir que no caso das empresas argentinas, que possuem maior ações em tesouraria, também possuem um maior retorno sobre seu patrimônio líquido.

Na Tabela 5 pode-se visualizar os resultados encontrados para as empresas brasileiras.

Tabela 5. Modelo de efeitos aleatórios empresas brasileiras

Modelo de efeitos aleatórios				
Variáveis	Coefficiente	Erro padrão	Z	P> Z
Tang	1,8266	0,3648	5,01	0,000
Tam	0,0081	0,1085	0,07	0,940
ROE	(0,0015)	0,0231	(0,07)	0,947
ROA	1,9096	1,0079	1,89	0,058
Cons.	4,2215	0,8655	4,88	0,000
<b>rho</b>		0,7530		
<b>R<sup>2</sup> within</b>		0,0900		
<b>R<sup>2</sup> between</b>		0,0326		
<b>R<sup>2</sup> overall</b>		0,0438		
<b>Chi2</b>		29,37		
<b>Prob&gt;Chi2</b>		0,0000		
<b>Nº de Observações</b>		350		

Fonte: Dados da pesquisa.

Observa-se que o R<sup>2</sup> do modelo de efeitos aleatórios foi na ordem de 9%, o que pode ser considerados eficiente para o número total de observações e de variáveis. Já o R<sup>2</sup> overall apresentou-se mais baixo, sendo 4,38% de coeficiente de ajuste de modelo de efeitos aleatórios. Ademais, o efeito aleatório das *cross-sections* nos resíduos foi de 75,30% (rho) para o modelo, o que faz com que o efeito aleatório idiossincrático seja de 24,7%.

Com relação às variáveis, pode-se observar que somente a tangibilidade e a constante foram significativas à 1% para o modelo. Dessa forma, pode-se inferir que possuir um maior número de ações em tesouraria está relacionado com a tangibilidade da empresa, ou seja, seu imobilizado e estoques. Além disso, considerando uma significância de 10%, pode-se observar que a variável ROA também foi significativa, o que significa que um maior número de ações em tesouraria poderia influencia num maior retorno sobre os ativos das empresas brasileiras.

Na Tabela 6 pode-se visualizar os resultados encontrados para as empresas chilenas.

Tabela 6. Modelo de efeitos aleatórios empresas chilenas

Modelo de efeitos aleatórios				
Variáveis	Coefficiente	Erro padrão	Z	P> Z
Tang	0,0643	0,4192	0,15	0,878
Tam	(0,0096)	0,0332	(0,29)	0,772
ROE	0,3068	0,1107	2,77	0006
ROA	(0,3950)	0,1892	(2,09)	0,037
Cons.	5,9457	0,3305	17,99	0,000
<b>rho</b>		0,9607		
<b>R<sup>2</sup> within</b>		0,0525		
<b>R<sup>2</sup> between</b>		0,0410		
<b>R<sup>2</sup> overall</b>		0,0071		
<b>Chi2</b>		12,51		
<b>Prob&gt;Chi2</b>		0,0139		
<b>Nº de Observações</b>		64		

Fonte: Dados da pesquisa.

Observa-se que o  $R^2$  do modelo de efeitos aleatórios foi na ordem de 5,25%, o que pode ser considerado eficiente para o número total de observações e de variáveis. Já o  $R^2$  overall apresentou-se mais baixo, sendo 0,71% de coeficiente de ajuste de modelo de efeitos aleatórios. Ademais, o efeito aleatório das *cross-sections* nos resíduos foi de 96,07% (rho) para o modelo, o que faz com que o efeito aleatório idiossincrásico seja de 3,93%.

Com relação às variáveis, pode-se observar que somente o ROE e a constante foram significativas à 1% para o modelo. Dessa forma, pode-se inferir que no caso das empresas chilenas, que possuem maior ações em tesouraria, também possuem um maior retorno sobre seu patrimônio líquido. Além disso, considerando uma significância de 5%, pode-se observar que a variável ROA também foi significativa, o que significa que um maior número de ações em tesouraria poderia influenciar num maior retorno sobre os ativos das empresas chilenas.

Com relação ao volume de ações em tesouraria, pode-se dizer que aos gestores das empresas brasileiras possuem os aspectos cognitivos de excesso de confiança e otimismo mais acentuado do que os gestores das empresas dos demais países analisados, o que corrobora com as observações de Malmendier e Tate (2008) de que gestores otimistas assumem riscos excessivos em suas decisões e possuem maior quantidade de ações da empresa em seu poder.

Os resultados apontam que, de forma geral, o volume de ações mantido em tesouraria por parte das empresas dos três países não reflete em resultados positivos em todos os indicadores econômico-financeiro, o que corrobora com as afirmações de Barber e Odean (2001) de que os seres humanos excessivamente confiantes em suas habilidades, em seus conhecimentos e em suas expectativas futuras, é uma explicação para os altos níveis de negociação nos mercados financeiros com baixos retornos.

Isto também é corroborado por Heaton (2002), pois os gerentes otimistas sistematicamente superestimam a probabilidade de bom desempenho da empresa e subestimam a probabilidade de mau desempenho na qual encontra apoio em uma grande literatura psicológica demonstrando que as pessoas são, em geral, muito otimistas.

## **5 CONSIDERAÇÕES FINAIS**

O presente estudo teve como objetivo do estudo analisar a relação entre o excesso de confiança e o desempenho econômico-financeiro das empresas latino americanas baseado na quantidade de ações que as empresas possuem em tesouraria. Dessa forma realizou-se uma pesquisa descritiva, documental e abordagem quantitativa. A população da pesquisa compreendeu as companhias abertas latino americanas, sendo dos três países entre os seis com maiores PIB nominal em 2012 e com dados disponíveis na base de dados Thomson®, são eles: Argentina, Brasil e Chile. A análise de dados se deu através da técnica de dados em painel.

Os resultados demonstraram que, de forma geral, somente a tangibilidade e a constate foram significativas para o modelo. Dessa forma, pode-se inferir que possuir um maior número de ações em tesouraria está relacionado com a tangibilidade da empresa, ou seja, seu imobilizado e estoques.

Com relação a cada país, para as empresas argentinas e chilenas pode-se observar que somente o ROE e a constante foram significativas para o modelo. Dessa forma, pode-se inferir que no caso das empresas argentinas, que possuem maior ações em tesouraria, também possuem um maior retorno sobre seu patrimônio líquido. Já para as empresas brasileiras, pode-se observar que seguiram os resultados do modelo geral.

A contribuição do estudo encontra-se em demonstrar como as finanças comportamentais podem afetar o desempenho econômico financeiro das empresas de diversas formas, sendo neste estudo investigado a detenção de ações em tesouraria e como isso se reflete no resultado das empresas. Dessa forma, traz-se uma complementação para a literatura sobre o assunto. Como limitação da pesquisa, tem-se o número limitado de informações disponíveis sobre as empresas, o que dificulta a análise.

Para pesquisas futuras, recomenda-se analisar se o efeito da quantidade de ações em tesouraria reflete no desempenho econômico-financeiro de empresas de outros blocos econômicos, tal países da União Europeia, assim de empresas dos Estados Unidos da América a fim de comparar com os resultados deste estudo.

A aquisição de ações da própria empresa vem crescendo significativamente nos mercados acionários no mundo todo nos últimos anos, transformando-se em um importante meio de distribuição de caixa para os acionistas em substituição ao pagamento de dividendos, sendo assim, pode-se obter um linha de pesquisa que é analisar o comportamento do valor contábil e de mercado das empresas baseado no volume de ações mantidas como investimento pessoal do CEO, desse modo, pode-se traçar um perfil deste CEO quanto ao aspecto cognitivo de excesso de confiança e otimismo nos negócios geridos pelo mesmo.

## **REFERÊNCIAS**

ASSAF NETO. **Finanças corporativas e valor**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2012.

BALTUSSEN, Guido. Behavioral finance: an introduction. **Available at SSRN 1488110**, 2009.

BARBER, Brad M.; ODEAN, Terrance. Boys will be boys: Gender, overconfidence, and common stock investment. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 116, n. 1, p. 261-292, 2001.

BARBERIS, Nicholas; THALER, Richard. A survey of behavioral finance. **Handbook of the Economics of Finance**, v. 1, p. 1053-1128, 2003.



BARROS, Lucas Ayres B. de C.; SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. Excesso de confiança, otimismo gerencial e os determinantes da estrutura de capital. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 6, n. 3, p. 293-335, 2008.

BASTOS, Douglas Dias; NAKAMURA, Wilson Toshiro; BASSO, Leonardo Fernando Cruz. Determinants of capital structure of publicly-traded companies in latin america: an empirical study considering macroeconomic and institutional factors. **RAM. Revista de Administração Mackenzie**, v. 10, n. 6, p. 47-77, 2009.

BONACIM, Carlos Alberto Grespan; GAIO, Luiz Eduardo; AMBROZINI, Marcelo Augusto. Alavancagem financeira e tangibilidade dos ativos das empresas brasileiras do agronegócio no período pós-plano real. **CEP**, v. 5508, p. 900, 2009.

CASTRO JUNIOR, Francisco Henrique Figueiredo de; FAMÁ, Rubens. As novas finanças e a teoria comportamental no contexto da tomada de decisão sobre investimentos. **Caderno de Pesquisas em Administração**, São Paulo, v. 9, n. 2, p. 25-35, 2002.

CERQUEIRA, José Eloy Araújo; SOARES, Tufi Machado; DAVID, Marcus Vinícius. Novas Evidências Sobre a Relação entre a Geração de Valor ao Acionista e o Valor de Mercado das Ações: uma Análise em Painel Comparando o EVA® e o MVA® no mercado brasileiro. **Pesquisa Operacional para o Desenvolvimento**, v. 1, n. 2, 2009.

EDWARDS, Ward. The theory of decision making. **Psychological bulletin**, v. 51, n. 4, p. 380, 1954.

FAMÁ, Rubens; CIOFFI, Patrícia Leite de Moraes; COELHO, Paula Augusta Rodrigues. Contexto das finanças comportamentais: anomalias e eficiência do mercado de capitais brasileiro. **REGE Revista de Gestão**, v. 15, n. 2, p. 65-78, 2008.

FERREIRA, Vera Rita de Mello. **PSICOLOGIA ECONÔMICA**: origens, modelos, propostas. 2007. 286 f. Tese (Doutorado em Psicologia Social) - Programa de Estudos Pós-Graduados em Psicologia Social, Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2007.

FULLER, R. J. Behavioral Finance and the Sources of Alpha. **Journal of Pension Plan Investment**, v. 2, n. 3, p. 2-22, 1998.

GABRIELLI, Marcio Fernandes; SAITO, Richard. Recompra de ações: regulamentação e proteção dos minoritários. **RAE-Revista de Administração de Empresas**, v. 44, n. 4, p. 54-67, 2004.

GALVÃO, Marina Queiroz; KLOTZLE, Marcelo Cabus. Finanças comportamentais: diferenças entre gêneros na tomada de decisão de investimentos. In: GUTIERREZ, Margarida; BERTRAND, Hélène (Org). **Estudos em negócios IV**. ed 4. p.31-54. Rio de Janeiro: Mauad, 2005.

HALFELD, Mauro; TORRES, Fábio de Freitas Leitão. Finanças comportamentais: a aplicações no contexto brasileiro. **Revista de Administração de Empresas**, v. 41, n. 2, p. 64-71, 2001.

HEATON, James B. Managerial optimism and corporate finance. **Financial management**, p. 33-45, 2002.

HURSH, Steven R. Behavioral economics. **Journal of the experimental analysis of behavior**, v. 42, n. 3, p. 435-452, 1984.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of financial economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

KAHNEMAN, Daniel. Rápido e devagar: duas formas de pensar. **Editora Objetiva**, 2012.

KAHNEMAN, Daniel; TVERSKY, Amos. Prospect theory: An analysis of decision under risk. **Econometrica: Journal of the Econometric Society**, p. 263-291, 1979.

KIMURA, Herbert. Aspectos comportamentais associados às reações do mercado de capitais. **RAE-eletrônica**, v. 2, n. 1, p. 1-14, 2003.

LICHTENSTEIN, Sarah; FISCHHOFF, Baruch. Do those who know more also know more about how much they know?. **Organizational Behavior and Human Performance**, v. 20, n. 2, p. 159-183, 1977.

LUCENA, Wenner Gláucio Lopes; FERNANDES, Maria Sueli Arnoud; DA SILVA, José Dionísio Gomes. A Contabilidade Comportamental e os Efeitos Cognitivos no Processo Decisório: uma Amostra com Operadores da Contabilidade. **Revista Universo Contábil**, v. 7, n. 3, p. 41-58, 2011.

MALMENDIER, Ulrike; TATE, Geoffrey. CEO overconfidence and corporate investment. **The journal of finance**, v. 60, n. 6, p. 2661-2700, 2005.

MALMENDIER, Ulrike; TATE, Geoffrey. Does overconfidence affect corporate investment? CEO overconfidence measures revisited. **European Financial Management**, v. 11, n. 5, p. 649-659, 2005.

MALMENDIER, Ulrike; TATE, Geoffrey. Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the market's reaction. **Journal of Financial Economics**, v. 89, n. 1, p. 20-43, 2008.

MARCON, Rosilene; GRZEBIELUCKAS, Cleci; BANDEIRA-DE-MELLO, Rodrigo; MULLER, Roberta de Aquino. O comportamento da estrutura de capital e a performance de firmas brasileiras, argentinas e chilenas. **Revista de Gestão USP**, v. 14, p. 33-48, 2007.

MARQUES, L. D. **Modelos dinâmicos com dados em painel**: revisão da literatura. Série *Working Papers* do Centro de Estudos Macroeconômicos e Previsão (CEMPRE) da Faculdade de Economia do Porto, Portugal, n. 100, 2000.

PEREIRA, Leonel Molero; SECURATO, José Roberto. Avaliação de empresas pelo Modelo de Apreçamento de Opções com o uso de volatilidade implícita setorial de ativos: um estudo empírico. **Caderno de Pesquisas em Administração**, São Paulo, v. 11, p. 41-56, 2004.

PIMENTA, Daiana Paula; BORSATO, Jaluza Maria Lima Silva; RIBEIRO, Kárem Cristina de Sousa. Um estudo sobre a influência das características sociodemográficas e do excesso de confiança nas decisões dos investidores, analistas e profissionais de investimento à luz das finanças comportamentais. **REGE Revista de Gestão**, São Paulo – SP, Brasil, v. 19, n. 2, p. 263-280, abr./jun. 2012.

SEWELL, Martin. **An Introduction to Behavioral Finance**. London: University College of London, 2007.

SHEFRIN, Hersh. **Beyond Greed and Fear: Understanding behavioral finance and psychology of investing**. Boston, USA: Harvard Business School Press, 2000.

SILVA, César Augusto Tibúrcio; DE ARAÚJO SERPA, Saulo Augusto Félix. O Efeito Chamariz Nas Decisões De Investimento. **Revista de Administração FACES Journal**, v. 11, n. 1, 2012.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da; BARROS, Lucas Ayres B. de C.; FAMÁ, Rubens. Determinantes do nível de governança corporativa das companhias abertas brasileiras. **In: VII SEMINÁRIO EM ADMINISTRAÇÃO**, 2004, São Paulo. Anais.... São Paulo/SP, 2004.

SIMON, Herbert A. On the behavioral and rational foundations of economic dynamics. **Journal of Economic Behavior & Organization**, v. 5, n. 1, p. 35-55, 1984.

STATMAN, Meir. Behavioral finance: Past battles and future engagements. **Financial Analysts Journal**, p. 18-27, 1999.

TEDESCHI, Piero. **Estrutura de Capital**: uma investigação sobre seus determinantes no Brasil. 1997. 143 f. Tese (Doutorado em Administração Contábil e Financeira) - Programa de Pós Graduação da EAESP, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 1997.

THALER, Richard H. The End of Behavioral Finance. **Financial Analysts Journal**, v. 55, n. 6, p. 12-17, 1999.

WESTON, J. Fred. Toward theories of financial policy. **The Journal of Finance**, v. 10, n. 2, p. 130-143, 1955.

WORLD BANK. **World Development Indicators**. Disponível em: <<http://databank.worldbank.org/data/views/reports/tableview.aspx?isshared=true>>. Acesso em 07 de maio de 2014.

YOSHINAGA, Claudia Emiko et al. Finanças Comportamentais: uma introdução. **REGE Revista de Gestão**, v. 15, n. 3, p. 25-35, 2008.