

Excesso de Confiança e Otimismo Sobre a Estrutura de Capital de Firms Brasileiras com Diversidade no Conselho de Administração

Palavras-chave: Excesso de confiança. Mecanismos de governança corporativa. Estrutura de capital.

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

Paulo Roberto da Cunha

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: pauloccsa@furb.br

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

Rafael Ferla

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

E-mail: rafaelferla@live.com

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

Resumo

O objetivo foi analisar a influência do excesso de confiança e otimismo gerencial sobre a estrutura de capital de firmas brasileiras aderentes a diversidade no conselho de administração. Na análise dos dados utilizou-se a estatística descritiva e da análise em painel. Os resultados demonstraram que as empresas não aderentes a diversidade no conselho de administração possuem maior excesso de confiança e otimismo gerencial no endividamento e são mais propensas a recompra de ações em tesouraria do que as firmas que possuem adesão aos mecanismos de governança corporativa (não dualidade do conselho de administração, membros externos e presença de mulheres).

1. Introdução

Correntes na literatura de finanças corporativas apresentam que os gestores podem ter um impacto significativo nas decisões organizacionais, como as decisões que afetam a estrutura de capital (CRONQVIST et al., 2012). Segundo Frank e Goyal (2011), a característica do profissional pode ter um impacto sobre a variação da alavancagem entre as firmas, onde os vieses no comportamento podem ter poder explicativos para as decisões corporativas (ANDRIOPOULOS; LASFER, 2014). A teoria comportamental defende que a existência de possíveis vieses no comportamento dos agentes pode levá-los a tomar decisões menos voltadas em aspectos racionais e interferir na estrutura de capital (THALLER, 1999). Desta forma, gestores com excesso de confiança e otimismo tendem a superestimar os investimentos incertos (HIRSHLEIFER et al., 2012), ser mais propensos a recompra de ações (BEN-DAVID; HIRSHLEIFER, 2012; ANDRIOPOULOS; LASFER, 2014) e aumentam o nível de endividamento da empresa (SCHRAND; ZECHMAN, 2012).

Mohamed, Baccar, Fairchild e Bouri (2012) afirmam que os mecanismos de governança corporativa podem inibir o excesso de confiança e otimismo dos agentes. Os autores concluíram que os mecanismos de governança corporativa eficazes podem gerar grande impacto sobre a existência dos vieses comportamentais dos agentes, onde reduz a probabilidade de optar por estratégias corporativas que não sejam favoráveis as organizações.

A governança corporativa é vista como solução para resolver problemas de agência que possam derivar do potencial conflito de interesses entre acionistas e administradores (JENSEN; MECKLING, 1979). Neste foco, atribui-se a governança o papel de delimitar as estratégias discricionárias dos gestores e eliminar e/ou reduzir os conflitos de agência (MARNET, 2004). Fraga e Silva (2012) argumentam que o conselho é instância-chave para monitorar a gestão. Fama e Jensen (1983) descrevem sobre os problemas da separação entre propriedade e o controle e também a importância do conselho de administração, entre elas, visando monitorar as decisões relevantes das firmas.

No entanto, Oliveira (2013) ressalta que as práticas de governança corporativa receberam atenção, sobretudo, o conselho de administração, principalmente, a partir dos escândalos financeiros e contábeis na última década. Rost e Osterloh (2009) explicam que a principal razão para os conselheiros das empresas não terem visto os problemas dos casos de escândalos financeiros, como a crise financeira de 2008, foi a homogeneidade dos conselhos, com falta de uma representação diversa com ponto de vista diferente, o que conduziu ao comportamento de manada e de pensamento de grupo (*group think*).

Embora os problemas tradicionais causados pela separação de propriedade e controle, a literatura sugere que o viés comportamental pode beneficiar, bem como um altamente distorcido pode destruir o valor dos acionistas (BARNEJEE et al., 2014). Estudos trazem a suposição sobre o efeito potencial da governança corporativa para delimitar o efeito do otimismo dos gestores, como Malmendier e Tate (2005) e Huang et al. (2011). O excesso de confiança e otimismo induzem os gestores a acreditar no aumento de financiamento externo ou optar por uma estratégia de investimento com retorno negativo, conforme Campbell et al (2011) exemplifica. Desta forma, o viés psicológico dos gestores pode conduzi-los a decisões desfavoráveis.

Os mecanismos da governança corporativa podem ter efeito para limitar as irracionalidades gerenciais, onde o conselho de administração pode reduzir esses efeitos, com existência de conselheiros independentes para executar monitorização dos gestores (MOHAMED et al., 2012), que são descritos por Jensen (1983) como especialistas externos, a não dualidade entre os cargos de CEO e presidente do conselho, visto que será um tomador de decisões e um controlador (MOHAMED et al., 2012); e a presença das mulheres, onde o conselho de administração formado apenas por homens enfraqueceriam sua independência (TERJESEN; SINGH, 2009).

Visto o contexto, espera-se que as firmas que aderem aos mecanismos de governança devem ter impacto menor das características enviesadas na variação das decisões de alavancagem que as firmas que não aderem, visto que a diversidade incorporada dentro do conselho assume importância no contexto da governança no qual favorece maior diversidade de opiniões e interesses, necessário para manter discricção gerencial sobre as decisões operacionais e estratégicas dentro de limites razoáveis (FRANCOEUR; LABELLE; DESGAGNE, 2008). Desta forma, levanta-se a seguinte questão de pesquisa: **Qual a influência do excesso de confiança e otimismo gerencial sobre a estrutura de capital de firmas brasileiras aderentes a diversidade no conselho de administração?** O estudo tem como objetivo de analisar a influência do excesso de confiança e otimismo gerencial sobre a estrutura de capital de firmas brasileiras aderentes a diversidade no conselho de administração.

O estudo contribui para a literatura por investigar a influência do excesso de confiança e otimismo sob a perspectiva de firmas que aderem a diversidade de governança corporativa, acerca do seu efeito para delimitar o efeito dos vieses comportamentais dos gestores levantada por Malmendier e Tate (2005) e Huang et al (2011), no qual a discussão na literatura de finanças comportamentais ainda é seminal (MOHAMED et al., 2012). Mohamed et al. (2012) consideraram a existência do conselho de administração e membros externos, este estudo se diferencia por acrescentar a presença feminina no conselho de administração por considerar os estudos anteriores, como o Singh et al., (2008), que afirma que a homogeneidade apenas pela presença dos homens, na estrutura de governança corporativa, pode não limitar os efeitos das características enviesadas dos CEOs.

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 apresentada a importância da diversidade no conselho de administração nas decisões das firmas, levantados em base de dados como o Portal de Periódicos Capes, JSTOR, *Science Direct*, *Scopus - Document Search* e SPELL – *Scientific Periodicals Electronic Library*.

As palavras-chave utilizadas para as buscas dos estudos foram: “Excesso de confiança e otimismo”, “Governança Corporativa”, “Estrutura de Capital”, “Diversidade no Conselho de Administração”. Para artigos internacionais foram utilizados esses mesmos termos em inglês: “*Overconfidence and Optimism*”; “*Corporate Governance*”, “*Capital Structure*”, “*Diversity Board*”.

A partir destas publicações, foram levantados os trabalhos clássicos de períodos anteriores que possuem alto impacto (APOSTOLOU et al., 2010).

2.1 Estrutura de Capital

A abordagem tradicional relacionada à estrutura do capital, defendida pioneiramente por Durand (1952), no qual a existência de uma combinação ótima de capital a partir da utilização de capital próprio e de terceiros que favoreça a redução do custo do capital e maximize o valor da organização.

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

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

Modigliani e Miller (1963) concluíram que as firmas deveriam apresentar o maior grau de alavancagem possível, demonstrando que o valor da empresa depende linearmente do seu grau de endividamento. Os autores mostraram que o benefício fiscal pode afetar o custo de capital da empresa, e essas vantagens fiscais são recursos importantes para os acionistas, pois afetam diretamente o valor de mercado da empresa.

Desses estudos resultaram perspectivas como as teorias *Pecking order e Trade off*. Na teoria *Pecking Order*, por sua vez, há uma definição hierárquica dos recursos que serão utilizados para financiar os ativos da empresa. Utilizam-se

inicialmente os recursos internos, em função da assimetria de informação e custos de transação e em seguida, fontes externas, escolhidas em função do acesso e do custo (Myers, 1984; Myers; Majluf, 1984).

A hierarquia das fontes de financiamento apresenta que as firmas possuem preferência pela forma de financiamento, os gestores das organizações exercem a preferência por financiar-se, primeiramente, por meio dos lucros retidos, depois pelo endividamento e, em última circunstância, pela emissão de ações (MYERS, 1984).

Na teoria *Trade Off* defende que a firma necessita buscar uma combinação ótima entre o capital próprio e de terceiro para ser capaz de maximizar os benefícios do endividamento e minimizar seus custos ao mesmo tempo, atingindo assim o equilíbrio (MYERS, 1984).

Uma vasta literatura empírica demonstra os fatores determinantes da estrutura de capital, como Titman (1984), Titman e Wessels (1988), Harris e Raviv (1991), Nakamura (1992), Rajan e Zingales (1995), Ozkan (2001), Leal e Gomes (2001), Fama e French (2002), Perobelli e Famá (2002), Titman e Grinblatt (2002), Myers (2003), Frank e Goyal (2004), Klotzle e Biagini (2004), Brito e Lima (2005), Nakamura et al. (2007), Bastos et al. (2009).

Firmas com alto grau de liquidez corrente poderiam comportar maior grau de endividamento externo, pois teriam melhores condições para efetuar o pagamento dos empréstimos quando devido. Já as empresas com maior liquidez em seus ativos poderiam utilizá-los para financiar seus investimentos (OZKAN, 2001).

Kester (1986), empresas mais rentáveis tendem a manter um nível de endividamento mais baixo. Quanto ao lucro antes de juros e impostos e alavancagem, Titman e Wessels (1988), empresas financiam novos investimentos predominantemente com dívidas. Uma outra justificativa seria a de que as empresas que apresentam desempenho menor (lucro antes de juros e impostos baixo ou negativo) tendem a bancar suas despesas acumulando dívidas. A oportunidade de crescimento pode ser um dos motivos pelos quais a empresa toma mais dinheiro emprestado, fazendo com que aumente o endividamento (HEINEBERG; PROCIANOY, 2003; PEROBELLI et al., 2005; SOARES; KLOECKNER, 2008).

A tangibilidade é outro fator que causa o endividamento das firmas (BREALEY et al., 2008) Ativos tangíveis podem ser utilizados em situações de dificuldades financeiras, onde torna-se as operações mais seguras no ponto de vista dos credores. Desta forma, é mais confortável servindo de garantia na aquisição de dívidas, possibilitando maior capacidade de tomada de dívidas e de custos financeiros menores (HARRY; RAVIV, 1991; ROSS; WESTERFIELD; JAFFE, 2002; TITMAN; WESSELS).

Titman e Grinblatt (2002), organizações que estão gerando lucros substanciais antes de juros e impostos devem usar um montante significativo de dívidas para obterem as vantagens da dedutibilidade dos juros para fins de imposto de renda. Modigliani e Miller (1963) afirmam a dos impostos corporativos nas decisões de estrutura de capital no ponto que se considera um mercado em que há impostos sobre o lucro das empresas, chega-se facilmente à conclusão de que as empresas deveriam trabalhar com grandes proporções de dívidas, por conta da vantagem fiscal decorrente do fato de

que os juros, que remuneram as dívidas, são dedutíveis para fins de imposto de renda, o que não acontece com os fluxos de caixa pagos para os acionistas, principalmente os dividendos.

Os fatores supramencionados, que são utilizados para explicar a estrutura de capital das firmas, podem ser mensurados em valor contábil e de mercado, podendo conduzir à diferentes conclusões (FAMA; FRENCH, 2002). Segundo Barros e Silveira (2008), as teorias sobre estrutura de capital não apresentam medidas de alavancagem que deveriam ser utilizadas em pesquisas empíricas, pois em alguns casos pode ser mais apropriado a utilização de medidas “contábeis”, e em outros a utilização de medidas de alavancagem de “mercado”.

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

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

2.2 Excesso de Confiança e Otimismo Gerencial

Proposta pelos psicólogos Kahneman e Tversky (1979), a perspectiva comportamental indica que os indivíduos sofrem influência de diferentes estados mentais frente às situações de risco. Desta forma, abordagens psicológicas se mostram relevantes para explicar como os vieses cognitivos podem interferir nas preferências, no comportamento e nas decisões dos gestores (SHLEIFER; SUMMERS, 1990; BARBERIS; THALER, 2003).

Por meio de teorias comportamentais, diversos autores vêm demonstrando que é possível explicar a influência de possíveis vieses no comportamento dos tomadores de decisão, levando-os a optarem por alternativas menos pautadas em aspectos racionais interferindo, desta forma, na estruturação do capital das empresas (THALER, 1999; BARBER; ODEAN, 2011; MALMENDIER; TATE; YAN, 2011; CRONQVIST et al., 2012; ANDRIOSOPOULOS; LASFER, 2014; BARNEJEE et al., 2014).

O Excesso de confiança foi definido como uma superestimação das próprias capacidades e dos resultados relativos à própria situação pessoal (o efeito de ser melhor do que a média) (LANGER, 1975). A hipótese do excesso de confiança em finanças é baseada em uma extensa literatura de psicologia que encontra que as pessoas geralmente são excessivamente confiantes (FRANK, 1935; WEINSTEIN, 1980). O ser humano tende a superestimar a sua capacidade quando é comparado com outro, acreditando no seu poder de previsão é maior do que a média dos outros,

superestimando suas próprias habilidades e conhecimentos, se considerando acima da média em diversos aspectos, sejam sociais, morais ou da própria habilidade (SVENSON, 1981; TAYLOR; BROWN, 1988; ALICKE et al., 1995).

Existem duas principais objeções sobre os gestores serem excessivamente confiantes. A primeira objeção, aborda que os gerentes irracionais serão "arbitrados" afastado através de aquisições ou outros mecanismos. No entanto, aquisições corporativas envolvem custos extremamente elevados de transação e arbitadores terá de suportar grandes riscos idiossincráticos, o que limita severamente o poder de arbitragem (HEATON, 2002). Além disso, se a irracionalidade gerencial é um fenômeno generalizado, então não há nenhuma garantia de que o gerente substituto será racional (Paredes, 2004). Além disso, mecanismos de incentivo internos de uma empresa não podem eliminar a irracionalidade gerencial (GOEL; THAKOR, 2000; HEATON, 2002). A segunda objeção é que os gerentes irracionais não aprendem com a experiência para se tornar racionais. No entanto, o *feedback* de decisões financeiras corporativas normalmente é pouco frequente e lento. Nestas circunstâncias, é menos provável que os agentes vão aprender a partir da experiência (BREHMER, 1980; HEATON, 2002).

Os gestores otimistas acreditam que o retorno esperado dos projetos disponíveis para suas firmas é melhor do que eles realmente pensam, acreditando que os títulos emitidos pelas suas empresas são subavaliados pelo mercado (HEATON, 2002; KIMURA, 2003). 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; MALMENDIER; TATE 2005; LIN et al. 2005; HUANG et al. 2011; CAMPBELL et al 2011). 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).

Os estudos relatam que as características pessoais do gestor têm um impacto significativo sobre as políticas corporativas. Por exemplo, Barros e Silveira (2008) concluíram que os vieses cognitivos figuram entre a lucratividade, tamanho, tangibilidade e os padrões de governança corporativa. Cronqvist et al. (2012) mostram que o comportamento pessoal e suas decisões de alavancagem podem ter um impacto significativo sobre as decisões de estrutura de capital das empresas. Malmendier et al. (2011) mostram que traços de gestão podem explicar as escolhas de financiamento das empresas. Ben-David e Hirshleifer (2012) apresentam maior propensão ao endividamento da empresa, são menos voltados ao pagamento de dividendos e mais dispostos a recompra de ações. Graham et al. (2013) averiguaram que organizações com gestores otimistas possuem nível de endividamento maior. Andriosopoulos et al. (2014), concluíram que os vieses comportamentais, como o otimismo e o excesso de confiança do gestor interferem profundamente na

variação das decisões de alavancagem adotadas pelas empresas. Gestores 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. Fasolin, Silva e Nakamura (2014) concluíram que a alavancagem das firmas com gestores com excesso de confiança e otimismo tem relação com a lucratividade, crescimento. Em estudo recente, Silva, Mondini e Silva (2015) concluíram que gestores de firmas brasileiras apresentam maior excesso de confiança e são mais otimistas, possuem mais ações em tesouraria com maior alavancagem quando comparados aos gestores chilenos.

Os estudos comportamentais explicam que os vieses do otimismo e excesso de confiança são estreitamente relacionados entre si. Um indivíduo excessivamente confiante tenderá a ser otimista e vice-versa (TAYLOR; BROWN, 1988). A governança corporativa pode limitar as irracionalidades gerenciais (MOHAMED et al., 2012).

2.3 Diversidade no Conselho de Administração

Pesquisas anteriores em teoria financeira apresentam que o conselho de administração é uma parte essencial da estrutura de governança das grandes empresas, visto facilitar a força de governança corporativa e melhorar a confiabilidade da firma com os acionistas (PAN, 2013). O conselho deve ter, pelo menos, em algum grau, independência da gestão operacional para que cumpra a função de monitoramento adequadamente (DAVIS; SCHOORMAN; DONALDSON, 1997).

Jensen (1983) explica que conselho independentes do gestor exerce controle sobre a maneira que ele vai optar por gerenciar a firma e todas as suas decisões estratégicas e a existência de um bom conselho deve reduzir os vieses comportamentais. Assim como membros independentes são assumidos a agir como se fossem especialistas, além de monitorar os gestores de forma mais eficiente (FAMA, 1980).

Bebchuk et al. (2009) argumentam que um conselho de administração é fraco se o CEO for também o presidente do conselho, devido ao surgimento de conflitos de interesse. Jensen (1983) afirma que a separação entre os cargos melhora a capacidade de controle da administração. Desta forma, a associação da gestão (decisão) e a função de supervisão pode aumentar o otimismo gerencial (MOHAMED et al. (2012).

Em recordação aos escândalos financeiros, os novos códigos de governança e novas leis preocupam-se com a homogeneidade nos conselhos de administração, composto em sua maioria por homens (SINGH; TERJESEN; VINNICOMBE, 2008). A relação aborda na homogeneidade dos conselhos, que pode caracterizar-se por meio de pensamento de grupo e afeta a capacidade do grupo em avaliar com objetividade as alternativas e, em consequência, limita-se a gama de escolhas diferenciadas na tomada de decisão de alta qualidade (ROST; OSTERLOH, 2009). Desta forma, caso o grupo seja dominado por pessoas autoconfiantes, ele caminha na mesma direção. A defesa contra este extremismo é dada pelo sistema de liberdade de expressão, de diversidade de opiniões (SUNSTEIN, 2009). Zahra e Pearce (1989) e Forbes e Milliken (1999) afirmam que a presença da mulher no conselho pode influenciar a

produtividade e não apenas na diversidade de gênero. Excesso de confiança tem sido mais evidenciado em homens e em atividades percebidas como masculinas. Além disso, este viés é mais presente quando o *feedback* é demorado ou inconclusivo. Sendo assim, mercados financeiros, nos quais a maior parte dos participantes é homem e o feedback é controverso constituem o cenário ideal para o excesso de confiança (BARBER; ODEAN, 2001).

As discussões abordam o papel da diversidade como uma estrutura de governança com mecanismos para garantir aos acionistas a confiabilidade necessária, no qual se percebe que o viés comportamental pode influenciar nas decisões das firmas e o conselho de administração tem a incumbência de monitorar as ações irracionais gerenciais.

3. Procedimentos Metodológicos

Para analisar a influência do excesso de confiança e o otimismo gerencial sobre a estrutura de capital de firmas brasileiras aderentes a diversidade do conselho de administração, adotou-se uma pesquisa descritiva, com análise de dados provenientes da base *Thomson*. A abordagem da pesquisa foi quantitativa, com uso de procedimentos estatísticos para responder ao problema de pesquisa.

A população do estudo foi formada por 513 firmas que negociam suas ações na BM/FBovespa. Visando a constituição da amostra, foram excluídas 219 firmas classificadas como financeiras, 262 por não terem todas as informações financeiras necessárias e 88 por não atender ao critério de adesão (existência e não dualidade do conselho de administração, membros externos e presença de mulheres). Assim, a amostra do estudo foi composta por 50 empresas, divididas entre 26 que possuem todos os mecanismos e 24 não possuem nenhum dos mecanismos de governança corporativa.

Com a amostra do estudo definida, o próximo passo foi a coleta de dados econômicos e financeiros na base de dados *Thomson* que ocorreu em setembro de 2015. Os dados contemplaram o período de 2010 a 2014.

Posterior a coleta e catalogação dos dados, analisou-se a influência do excesso de confiança e otimismo gerencial, elencando como variáveis dependentes, a alavancagem contábil e a alavancagem de mercado. Visando explicar os efeitos destas alavancagens, utilizaram-se como variáveis independentes, a liquidez corrente, tangibilidade, retorno do ativo (ROA), *Market to book value*, oportunidade de crescimento, nível de pagamento do IR, lajirda e ações em tesouraria. Vale mencionar que as variáveis foram selecionadas considerando a revisão da literatura. Na tabela 2 apresentam-se as variáveis dependentes e independentes, com a proxy, fundamentação e o comportamento esperado de cada variável.

Tabela 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			+/-
Alavancagem contábil;	= Endividamento	Barros e Silveira (2009);	

Alavancagem de mercado.	financeiro total/ Ativo Contábil. = Endividamento total/ Ativo a valor de mercado	Graham et al. (2013); Silva et al. (2015)	
Variáveis independentes			
Liquidez corrente	= Ativo circulante/passivo circulante	Nakamura et al. (2007); Bastos et al (2009)	Positivo/Negativo
Tangibilidade	= Ativo imobilizado bruto (antes da depreciação) + estoque/ativo.	Bastos et al (2009); Barros e Silveira (2009);	Positivo/Negativo
Retorno do ativo (ROA).	= Ebit (lucro /ativo total)	Marcon et al. (2007); Bastos et al (2009); Silva et al., (2015)	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	Nakamura et al. (2007); Bastos et al (2009); Fasolin et al. (2014)	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 e Silveira (2009).	Negativo
Ações em tesouraria	= ações em tesouraria	Ben-David e Hirshleifer (2012); Andriosopoulos et al. (2013); Andriosopoulos & Lasfer (2014); Silva et al. (2015)	Positivo

Fonte: Dados da pesquisa (2016).

A análise buscou determinar as variáveis independentes com capacidade de explicar a variável dependente. Desta forma, os dados foram processados por meio da técnica estatística de Análise em Painel. 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.

Assim, como variáveis explicativas das alavancagens contábil e de mercado foram usados a liquidez corrente, tangibilidade, retorno do ativo (ROA), *Market to book value*, oportunidade de crescimento, nível de pagamento do IR, lajirda e ações em tesouraria.

4. Análise e Discussão de Dados

Nesta seção serão expostos e discutidos os resultados do estudo. Primeiramente, apresenta-se a análise descritiva dos dados e, em seguida, a análise dos dados em painel, referente à alavancagem contábil e de mercado.

Inicialmente, na Tabela 2, apresenta-se os resultados do sumário descritivo das variáveis utilizadas na pesquisa.

Tabela 2 – Estatística descritivas das variáveis

Variável	Mínimo	Máximo	Média	Desvio padrão
ALAVContábil (ComDi)	0,03	0,69	0,3649	0,13973
ALAVMercado (ComDi)	0,03	4,74	0,6647	0,76950
ALAVContábil (SemDi)	0,01	244,21	2,8155	22,36453
ALAVMercado (SemDi)	0,01	719,51	15,2750	79,91661
Índice de Liquidez (ComDi)	0,43	5,13	1,6644	0,69734
Tangibilidade (ComDi)	0,01	207,52	12,3345	28,10154
ROA (ComDi)	-0,08	0,39	0,1055	0,07377
Market (ComDi)	0,28	19,27	3,0958	3,24275
Oport. Cresc (ComDi)	-0,46	0,73	0,1012	0,21085
IR (ComDi)	-72,57	1,52	-0,4990	6,41706
Lajirda (ComDi)	2,06	70,56	32,9585	15,77798
Ações em Tesou (ComDi)	-2197,56	23228,11	911,8108	3486,01212
Índice de Liquidez (SemDi)	0,11	4,35	1,4525	,87552
Tangibilidade (SemDi)	0,00	8606,86	177,4128	842,09700
ROA (SemDi)	-6,14	0,53	-0,003	0,57854
Market (SemDi)	-8,68	57,15	2,5389	7,81813
Oport Cresc (SemDi)	-3,29	0,46	-0,0078	0,39154
IR (SemDi)	-1,39	8,54	0,2231	0,95483
Lajirda (SemDi)	5,49	100,00	29,6937	18,53180
Ações Tesou (SemDi)	65,08	9266,01	1803,3475	1843,41563

Fonte: Dados da pesquisa (2016).

Constatou-se que a alavancagem contábil e de mercado das empresas sem diversidade no conselho de administração foram maiores do que as empresas que possuem diversidade. Com relação as firmas que possuem diversidade no conselho de administração, pode-se observar que possuem um número inferior de ações em tesouraria, tangibilidade e nível de pagamento do imposto de renda. Entretanto, apresentam maiores índices de liquidez, retorno do ativo, *Market to book value*, oportunidade de crescimento e do Lajirda. Nas empresas que não possuem diversidade no conselho de administração, observa-se que possuem um maior volume de ações em tesouraria, bem como valores referentes à alavancagem contábil e de mercado, mais altos.

Por meio dos resultados encontrados foi possível concluir que os gestores das empresas sem diversidade no conselho de administração apresentam maior otimismo e excesso de confiança do que os gestores das empresas que possuem diversidade no conselho de administração. Barros e Silveira (2009) explicam que a alavancagem acentuada é uma característica presente em organizações administradas por gestores excessivamente confiantes e otimistas. Desta forma, o excesso de confiança e otimismo induzem os gestores a acreditar no aumento de financiamento externo ou optar por uma estratégia de investimento com retorno negativo, conforme Campbell et al (2011) exemplificam.

A partir das próximas tabelas, buscou-se, através da análise em dados em painel, analisar as variáveis explicativas que melhor preveem as variáveis independentes deste estudo. Antes da realização da regressão em painel dos dados, analisou-se a intensidade e o sentido das relações entre as variáveis por meio 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 5% ($p\text{-value} < 0.05$).

Com o intuito de verificar o modelo mais indicado a ser aplicado na análise em painel, fez-se uso dos testes de *Breusch-Pagan* e de *Hausman*. Os testes indicaram o uso do modelo de Efeitos Aleatórios e utilização do modelo de Efeitos Fixos, respectivamente. Os resultados da análise em painel das variáveis são demonstrados para as empresas com diversidade no conselho de administração e para as empresas sem nenhum mecanismo de governança corporativa, respectivamente, nas Tabelas 3 e 4.

Tabela 3 - Análise de Dados em Painel das Variáveis Empresas com Diversidade

Variáveis	Variáveis dependentes			
	Efeitos Fixos Alavancagem de Mercado		Efeitos Fixos Alavancagem Contábil	
	Coefic.	Sig.	Coefic.	Sig.
Liquidez	0.0177223	0.915	4.636857	0.755
Tangibilidade	0.0613217	0.262	4.308774	0.374
ROA	-1.725076	0.000	-280.8805	0.003
Market	0.0027328	0.820	-1481326	0.890
Crescimento	-01659997	0.602	-139913	0.621
IR	-0.221071	0.754	1.644712	0.852
Lajirda	0.0219288	0.088	1.766869	0.122
Ações de Tesouraria	0.0895212	0.481	5.940957	0.598
Constante	-0.02695431	0.746	-73.5707	0.322
R ² Ajustado	0.1746		0,1334	
Nº Observações	130		130	
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 3 descreve a análise da influência entre a alavancagem de mercado, alavancagem contábil e a estrutura de capital. O R² ajustado apresentou um valor pouco representativo, o que permitiu inferir que as variáveis independentes explicam apenas 17,46% e 13,34% da alavancagem de mercado e contábil, respectivamente.

Na alavancagem de mercado, observou-se que o Retorno do Ativo (ROA) e o Lajirda. Desta forma, essas variáveis explicam a alavancagem de mercado das empresas que possuem diversidade no conselho de administração. A alavancagem contábil foi explicada apenas pela variável Retorno do Ativo (ROA).

Destaca-se que a relação entre as variáveis dependentes e a variável explicativa ROA foi negativa. Kester (1986) explica que empresas mais rentáveis tendem a manter um nível de endividamento mais baixo. Este achado foi convergente aos estudos do Bastos et al., (2009) e Silva et al., (2015).

A relação entre as variáveis dependentes e a variável explicativa Lajirda foi positiva. Para Titman e Wessels (1988), empresas financiam novos investimentos predominantemente com dívidas ou as empresas que apresentam

desempenho menor (lucro antes de juros e impostos) tendem a bancar suas despesas acumulando dívidas. O resultado não corrobora ao estudo do Barros e Silveira que encontram relação negativa.

A partir da Tabela 4, apresentam-se os resultados relativos a análise de dados em painel das variáveis das empresas sem diversidade no conselho de administração.

Tabela 4 - Análise de Dados em Painel das Variáveis Empresas sem Diversidade

Variáveis	Variáveis dependentes			
	Efeitos Fixos Alavancagem de Mercado		Efeitos Fixos Alavancagem Contábil	
	Coefic.	Sig.	Coefic.	Sig.
Liquidez	-0.1651142	0.049	0.0177223	0.915
Tangibilidade	0.0022594	0.240	0.0613217	0.262
ROA	-2.594773	0.007	-1.725076	0.000
Market	-0.547053	0.087	0.0027328	0.820
Crescimento	0.7966173	0.000	-0.165997	0.602
IR	0.0050773	0.376	-0.221071	0.754
Lajirda	-0.0096487	0.186	0.0219288	0.088
Ações de Tesouraria	0.7951818	0.039	0.0895212	0.048
Constante	3.110557	0.000	-0.2695431	0.746
R ² Ajustado	0.4086		0.4258	
Nº Observações	96		96	
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 4 descreve a análise da influência entre a alavancagem de mercado, alavancagem contábil e estrutura de capital. O R² ajustado apresentou um valor relativamente significativo, com 40,86% e 42,58% de poder de explicação das variáveis independentes na alavancagem de mercado e contábil, respectivamente.

Com relação a variável dependente alavancagem de mercado, pode-se observar que a Liquidez, Retorno do Ativo (ROA), Oportunidade de Crescimento e Ações de Tesouraria. Assim, é possível inferir que estas variáveis explicam a alavancagem de mercado das empresas que não possuem diversidade no conselho de administração. Em relação à alavancagem contábil, observa-se que o Retorno do Ativo (ROA) foi significativo.

O resultado da relação negativa da variável Liquidez vai ao encontro dos achados do Nakamura et al. (2007) e do Silva (2015). Ozkan (2001) explica que empresas com maior liquidez em seus ativos poderiam utilizá-los para financiar seus investimentos. Os resultados da relação negativa do Retorno do Ativo corroboraram aos estudos do Bastos et al., (2009) e Silva et al., (2015). A relação positiva da variável Oportunidade de Crescimento vai ao encontro dos achados do Nakamura et al., (2007) e Bastos et al., (2009). Para Ferreira et al., (2005), quando uma firma tem oportunidade de crescimento, esta aumenta o seu valor e sua capacidade de endividamento.

A variável relacionada ao comportamento dos gestores, Ações em Tesouraria, se mostrou significativa em relação à alavancagem de mercado e contábil. Malmendier et al. (2011), Bem-David e Hirshleifer (2012) e Andriopoulos e Lasfer (2014) explicam que gestores confiantes investem mais, possuem maior propensão ao endividamento e se

mostram mais dispostos a recompra de ações. O resultado ratifica os estudos do Bem-David e Hirshleifer, Andriouopoulos et al., (2013) e o recente estudo a nível nacional Silva et al., (2015), cuja evidências demonstraram que empresas com elevadas taxa de recompra de ações são altamente alavancadas.

4.1 Discussão dos Resultados

Os resultados deste estudo demonstraram que as empresas não aderentes a diversidade no conselho de administração possuem maior excesso de confiança e otimismo gerencial no endividamento e são mais propensas a recompra de ações em tesouraria do que as firmas que possuem adesão aos mecanismos de governança corporativa (não dualidade do conselho de administração, membros externos e presença de mulheres). Frank e Goyal (2011) explicam que as características do profissional interferem nas preferências por ações de alavancagem.

As empresas não aderentes aos mecanismos de governança corporativa, com a presença do viés do excesso de confiança e otimismo gerencial dos seus gestores nas estratégias de investimentos, podem torná-los propensos a negociar maior quantidade de ativos de risco e, portanto, assumem maior risco quando comparados a gestores racionais (WANG; SHENG; YANG, 2013). Mohamed, Baccar, Fairchild e Bouri (2012) afirmam que os mecanismos de governança corporativa podem inibir o excesso de confiança e otimismo dos agentes. Os autores concluíram que os mecanismos de governança corporativa eficazes podem gerar grande impacto sobre a existência dos vieses comportamentais dos agentes, onde reduz a probabilidade de optar por estratégias corporativas que não sejam favoráveis as organizações.

Os resultados permitem inferir que um conselho independente do gestor exerce controle sobre a maneira que ele vai optar por gerenciar a firma e todas as suas decisões estratégicas e a existência de um bom conselho deve reduzir os vieses comportamentais, a separação entre os cargos melhora a capacidade de controle da administração (JENSEN, 1983).

Desta forma, o conselho de administração é parte essencial da estrutura de governança corporativa (PAN, 2013). A presença de membros independentes como especialistas e monitoram os gestores de forma eficiente (FAMA, 1980), a não dualidade dos cargos de CEO e do presidente do conselho de administração melhora a capacidade de controle da administração (JENSEN, 1983), visto que a associação da gestão (decisão) e a função de supervisão pode aumentar o excesso de confiança e o otimismo gerencial (MOHAMED et al, 2012). Os conselhos compostos com sua maioria por homens direcionam a homogeneidade de pensamento de grupo (ROST; OSTERLOH, 2009). Assim, caso o grupo de conselheiros seja dominado por pessoas autoconfiantes, ele caminha na mesma direção (SUNSTEIN, 2009). O excesso de confiança tem sido mais evidenciado em homens e em atividades percebidas como masculinas (BARBER; ODEAN, 2001).

5. Considerações Finais

Neste estudo partiu-se do princípio de que o excesso de confiança e otimismo gerencial dos gestores exercem influência na alavancagem das empresas e que os mecanismos de governança corporativa podem inibir o viés comportamental do gestor através da diversidade do conselho de administração. Estas perspectivas encontram respaldo teórico nos estudos, como Barber e Odean (2001), Malmendier e Tate (2005) e Huang et al. (2011) e Mohamed et al, (2012).

O objetivo da pesquisa foi analisar a influência do excesso de confiança e otimismo gerencial sobre a estrutura de capital de firmas brasileiras aderentes a diversidade no conselho de administração. Para tanto, adotou-se ao critério de adesão (existência e não dualidade do conselho de administração, membros externos e presença de mulheres). Assim, a amostra do estudo foi composta por 50 empresas, divididas em duas, das quais 26 possuíam todos os mecanismos e 24 não tinham nenhum dos mecanismos de governança corporativa.

Ao analisar a alavancagem de mercado para empresas aderentes a diversidade no conselho de administração, pode-se concluir que esta variável foi explicada pelo Retorno do Ativo (ROA) e o Lajirda. Já, a variável dependente alavancagem contábil, foi explicada pela variável independente Retorno do Ativo (ROA).

Nas empresas não aderentes a diversidade no conselho de administração, a variável alavancagem de mercado foi explicada pelas variáveis independentes Liquidez, Retorno do Ativo (ROA), Oportunidade de Crescimento e Ações de Tesouraria. A alavancagem contábil foi explicada pelo Retorno do Ativo (ROA).

Os resultados permitem inferir que os gestores das organizações sem os mecanismos da governança corporativa levantados por este estudo apresentam maior excesso de confiança e são mais otimistas. Observou que possuem maior volume de ações em tesouraria, bem como alavancagem contábil e de mercado. Os resultados acedem aos achados de Andriopoulos et al. (2013), Andriopoulos e Lasfer (2014) e Silva et al., (2015) que evidenciaram a relação positiva entre CEOs confiantes e otimistas, propensão a recompra de ações e empresas altamente alavancadas.

A contribuição da pesquisa versa em demonstrar evidências empíricas que os mecanismos de governança corporativa podem ter efeito de limitar o excesso de confiança e otimismo gerencial das empresas, o que os estudos internacionais trazem a suposição sobre o efeito potencial da governança corporativa para delimitar o efeito do excesso de confiança e otimismo dos gestores, como Malmendier e Tate (2005) e Huang et al. (2011).

Coloca-se como limitação o número restrito de informações disponíveis sobre as empresas que dificultaram a composição da amostra. Como oportunidade para novas pesquisas, analisar as características pessoais dos CEOs, como a educação financeira, participação acionária explicam o excesso de confiança e otimismo das organizações.

Referências

ANDRIOSOPOULOS, Dimitris; LASFER, Meziane. The market valuation of share repurchases in Europe. **Journal of Banking & Finance**, 2014.

APOSTOLOU, Barbara et al. Accounting education literature review (2006–2009). **Journal of Accounting Education**, v. 28, n. 3, p. 145-197, 2010.

BANERJEE, Suman; HUMPHERY-JENNER, Mark; NANDA, Vikram K. Restraining Overconfident CEOs through Improved Governance: Evidence from the Sarbanes-Oxley Act. **UNSW Australian School of Business Research Paper**, n. 2013, 2014.

Barros, L. A. B. D. C., & Silveira, A. D. M. D. Overconfidence, managerial optimism, and the determinants of capital structure. **Brazilian Review of Finance**, 6(3), 293-335, 2009.

BEN-DAVID, Itzhak; HIRSHLEIFER, David. Are investors really reluctant to realize their losses? Trading responses to past returns and the disposition effect. **Review of Financial Studies**, v. 25, n. 8, p. 2485-2532, 2012.

BEBCHUK L, COHEN A, FERRELL A. What matters in corporate governance? **Rev Financ Stud**, 22(2):783–827, 2009.

CAMPBELL C, JHONSON S, RUTHERFORD J, STANLEY B. CEO confidence and forced turnover. **J Financ Econ** 101(3):695–712, 2011.

CRONQVIST, Henrik; MAKHIJA, Anil K.; YONKER, Scott E. Behavioral consistency in corporate finance: CEO personal and corporate leverage. **Journal of financial economics**, v. 103, n. 1, p. 20-40, 2012.

FAMA, Eugene F.; JENSEN, Michael C. Separation of ownership and control. **Journal of law and economics**, p. 301-325, 1983.

FRAGA, João Batista; SILVA, Vinícius Augusto Brunassi. Diversidade no conselho de administração e desempenho da empresa: uma investigação empírica. **Brazilian Business Review, BBR Conference**, p. 58-80, 2012.

FRANCOEUR, Claude; LABELLE, Réal; SINCLAIR-DESGAGNE, Bernard. Gender diversity in corporate governance and top management. **Journal of business ethics**, v. 81, n. 1, p. 83-95, 2008.

FRANK, MURRAY Z.; GOYAL, VIDHAN K. TRADE-OFF AND PECKING ORDER THEORIES OF DEBT. **Handbook of Empirical Corporate Finance: Empirical Corporate Finance**, v. 2, p. 135, 2011.

FERREIRA, A. M. A.; LORCA, M. E. P; ESCOBAR, E. D. C. **Análisis de la estructura de financiamiento en Chile**. Tesis Pregrado - Facultad de Economía y Negocios, Chile, 2005.

HIRSHLEIFER, David; LOW, Angie; TEOH, Siew Hong. Are overconfident CEOs better innovators?. **The Journal of Finance**, v. 67, n. 4, p. 1457-1498, 2012.

HUANG, Wei et al. Agency cost, top executives' overconfidence, and investment-cash flow sensitivity—Evidence from listed companies in China. **Pacific-Basin Finance Journal**, v. 19, n. 3, p. 261-277, 2011.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Rights and production functions: An application to labor-managed firms and codetermination. **Journal of business**, p. 469-506, 1979.

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

- MARNET, O. Behavioural aspects of corporate governance. **Adv Financ Econ**, 9:265–285, 2004.
- MOHAMED, Ezzeddine Ben et al. Does corporate governance affect managerial optimism? Evidence from NYSE panel data firms. **International Journal of Euro-Mediterranean Studies**, v. 5, n. 1, p. 41-56, 2012.
- OLIVEIRA, Carine. **A participação feminina nos conselhos de administração e o desempenho corporativo: um estudo sobre as empresas listadas na BM&FBovespa de 2002 a 2011**. Dissertação de Mestrado Apresentada ao Programa de Pós-graduação em Ciências Contábeis da Universidade do Vale do Rio dos Sinos – Unisinos, 2013.
- PAN, Linjian. A Contemporary Literature Review of Corporate Governance: An Overview. **Available at SSRN 2256968**, 2013.
- ROST, Katja; OSTERLOH, Margit. Management fashion pay-for-performance for CEOs. **Schmalenbach Business Review**, v. 61, p. 119-149, 2009.
- SILVA, T. B. J.; MONDINI, V. E. D.; SILVA, T. P. Influência do excesso de confiança e otimismo no endividamento em empresas de menor porte brasileiras e chilenas. In: **Encontro Brasileiro de Economia e Finanças Comportamentais**, 2015, São Paulo/SP. EBFC. São Paulo/SP: FGV/SP, 2015. v. II. p. 1-16.
- SCHRAND, Catherine M.; ZECHMAN, Sarah LC. Executive overconfidence and the slippery slope to financial misreporting. **Journal of Accounting and Economics**, v. 53, n. 1, p. 311-329, 2012.
- TERJESEN, Siri; SEALY, Ruth; SINGH, Val. Women directors on corporate boards: A review and research agenda. **Corporate governance: an international review**, v. 17, n. 3, p. 320-337, 2009.
- THALER, R. H. The end of behavioral finance. **Financial Analysts Journal**, 12-17, 1999.