

UNIVERSIDADE FEDERAL DA PARAÍBA
CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS
CURSO DE MESTRADO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS

JEFFERSON PEREIRA DE ANDRADE

ANÁLISE DA RELAÇÃO ENTRE O EXCESSO DE CONFIANÇA DE GESTORES
DE EMPRESAS BRASILEIRAS E A ESTRATÉGIA EMPRESARIAL

JOÃO PESSOA –PB

2019

UNIVERSIDADE FEDERAL DA PARAÍBA
CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS
CURSO DE MESTRADO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS

JEFFERSON PEREIRA DE ANDRADE

**ANÁLISE DA RELAÇÃO ENTRE O EXCESSO DE CONFIANÇA DE GESTORES
DE EMPRESAS BRASILEIRAS E A ESTRATÉGIA EMPRESARIAL**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Federal da Paraíba (PPGCC UFPB), como requisito à obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.

Linha de pesquisa: Informação contábil para usuários internos

Orientador: Prof. Dr. Wenner Glaucio Lopes Lucena.

JOÃO PESSOA – PB

2019

Catálogo na publicação
Seção de Catalogação e Classificação

A553a Andrade, Jefferson Pereira de.

Análise da relação entre o excesso de confiança de
gestores de empresas brasileiras e a estratégia
empresarial / Jefferson Pereira de Andrade. - João
Pessoa, 2019.

98 f. : il.

Dissertação (Mestrado) - UFPB/CCSA.

1. Estratégia. 2. Vieses cognitivos. 3. Excesso de
confiança. 4. Tomada de decisão. 5. Competitividade. I.
Título

UFPB/BC

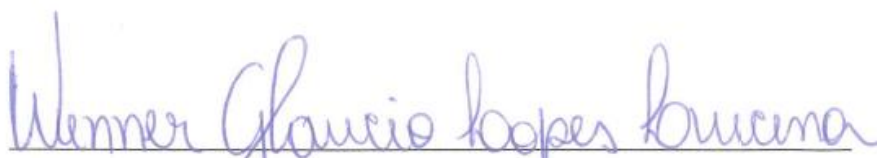
JEFFERSON PEREIRA DE ANDRADE

**ANÁLISE DA RELAÇÃO ENTRE O EXCESSO DE CONFIANÇA DE GESTORES
DE EMPRESAS BRASILEIRAS E A ESTRATÉGIA EMPRESARIAL**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Federal da Paraíba (PPGCC UFPB), como requisito à obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.

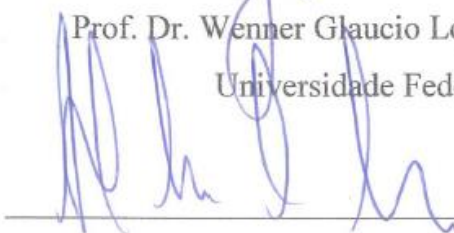
Aprovado em: 06 de fevereiro de 2019.

BANCA EXAMINADORA:



Prof. Dr. Wenner Glaucio Lopes Lucena (Orientador)

Universidade Federal da Paraíba



Prof. Dr. Aldo Leonardo Cunha Callado (Examinador interno)

Universidade Federal da Paraíba

Prof. Dr. Joseilton Silveira da Rocha (Examinador externo)

Universidade Federal da Bahia

JOÃO PESSOA-PB

2019

AGRADECIMENTOS

Agradeço a Deus em primeiro lugar por ter me proporcionado direcionamento e a oportunidade de cursar uma pós-graduação, além da sabedoria e força ao longo de todo o curso.

Aos meus pais, João Bosco de Andrade e Rute Simão Pereira por estarem ao meu lado, dando apoio e incentivo.

Ao meu orientador o professor Dr. Wenner Glaucio Lopes Lucena, a quem tive o prazer de trabalhar desde a minha graduação em ciências contábeis, sendo ele responsável por muitos dos conhecimentos que adquirir e por todas as contribuições ao longo do processo de construção do presente trabalho.

Aos professores Dr. Aldo Leonardo Cunha Callado e Dr. Joseilton Silveira da Rocha pelas contribuições efetuadas na minha qualificação, assim como as contribuições efetuadas na minha defesa final.

À todos os professores do PPGCC a quem tive a honra de partilhar conhecimentos e experiências dentro de sala de aula.

À coordenação do Programa de Pós-graduação em Ciências Contábeis e Universidade Federal da Paraíba.

O presente trabalho foi realizado com apoio da
Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de
Nível Superior – Brasil (CAPES) – Código de
Financiamento 001

RESUMO

A confiança excessiva dos gestores, líderes e empreendedores compreende um viés que pode constituir uma possível ameaça à estratégia empresarial, uma vez que ela pode influenciar o processo decisório, subestimando os riscos envolvidos na tomada de decisões. O objetivo da presente pesquisa consistiu em analisar a influência do excesso de confiança dos gestores de companhias abertas brasileiras na estratégia empresarial. Foram estudadas seis dimensões estratégicas (Gestão do capital de giro e ciclo de produção; intensidade publicitária; intensidade de pesquisa e desenvolvimento; estrutura de gastos; investimento em ativos fixos e a estrutura de capital), as quais foram relacionadas a três diferentes indicadores de excesso de confiança (o índice geral de confiança; o índice de excesso de confiança e a variável *dummy* gestor empreendedor), por meio da análise de regressões múltiplas estimado pelo método dos mínimos quadrados ordinários (OLS). Foram utilizados dados em painel desbalanceado referentes a 244 empresas de capital aberto, no período de 2011 a 2017, através dos quais se chegou aos seguintes resultados: os indicadores evidenciaram que nem todos os gestores estudados são excessivamente confiantes (segundo o índice geral de confiança esse total chega a 85,9%, enquanto que a variável gestor empreendedor indica 54,1%). Entre as dimensões analisadas, apenas a intensidade publicitária, a intensidade de P&D e a estrutura de gastos não demonstraram ser influenciadas pelo excesso de confiança do gestor. Com relação à gestão de capital e giro e estrutura de capital, os resultados demonstraram uma influência negativa do excesso de confiança dos gestores nesta dimensões, implicando que gestores otimistas tem maior dificuldade de promover maior giro de estoque, impactando principalmente a estrutura de capital. Já no que se refere ao investimento em ativos fixos, assim como à mudança estratégica, os resultados demonstram existir uma influência positiva do viés cognitivo do excesso de confiança, verificando-se que os gestores confiantes tendem a exporem a empresa a maior risco causado pela incerteza vinda da mudança e dos retornos dos investimentos.

Palavras-Chave: Estratégia. Vieses cognitivos. Excesso de confiança. Tomada de decisão. Competitividade.

ABSTRACT

The overconfidence of managers, leaders and entrepreneurs comprises a bias that may constitute a possible threat to business strategy, since it can influence the decision-making process, underestimating the risks involved in making decisions. The objective of the present study was to analyze the influence of the overconfidence of managers of Brazilian companies in the business strategy. Six strategic dimensions were studied (working capital and production cycle, advertising intensity, research and development intensity, expenditure structure, investment in fixed assets and capital structure), which were related to three different indicators of overconfidence (the general confidence index, the overconfidence index and the *dummy* entrepreneur manager), through multiple regression analysis estimated by Ordinary Least Squares (OLS). Panel data were used unbalanced regarding 244 public companies, for the period 2011-2017, through which the following results were obtained: the indicators showed that not all the managers studied are overconfident (according to the general confidence index this total reaches 85,9%, while the entrepreneur manager variable indicates 54,1%). Among the analyzed dimensions, only the advertising intensity, the P&D intensity and the expenditure structure have not been shown to be influenced by the manager's overconfidence. With regard to working capital management and capital structure, the results have shown a negative influence of managers' overconfidence, implying that optimistic managers have greater difficulty in promoting greater inventory turnover, mainly impacting the capital structure. Regarding investment in fixed assets, as well as strategic change, the results show a positive influence of the cognitive bias of the overconfidence, and it is verified that the confident managers tend to expose the company to the greater risk caused by the uncertainty coming through change and with investments returns.

Keywords: Strategy. Cognitive biases. Overconfidence. Decision making. Competitiveness

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1 - Processo decisório.....	24
Figura 2 - Esquema básico do processo informacional envolvendo as seis dimensões de estudo.....	29
Figura 3 - Relação linear entre o excesso de confiança e a estratégia empresarial	63

LISTA DE QUADROS

Quadro 1- Metodologias para a mensuração da estratégia empresarial	44
Quadro 2 - Pontuações para o cálculo do IEC.....	48
Quadro 3 - Variáveis de controle.....	50

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Total de empresas estudadas por setor econômico.....	42
Tabela 2 - Dimensões estratégicas analisadas	46
Tabela 3 - Estatística descritiva das variáveis estudadas.....	53
Tabela 4 - Estatística descritiva por setor IBGE.....	58
Tabela 5 - Associação das variáveis com base na correlação de Pearson	61
Tabela 6 - Relação entre o excesso de confiança e a intensidade publicitária	64
Tabela 7 - Relação entre o excesso de confiança e a intensidade de P&D.....	67
Tabela 8 - Relação entre o Excesso de confiança e o investimento em ativos fixos.....	70
Tabela 9 - Relação entre o excesso de confiança e a estrutura de gastos	72
Tabela 10 - Relação entre o excesso de confiança e a gestão de capital de giro e ciclo de produção	74
Tabela 11- Relação entre o excesso de confiança e a estrutura de capital	76
Tabela 12 - Relação entre o excesso de confiança e a mudança estratégica	78
Tabela 13 - Resumos dos resultados das regressões para a influência do excesso de confiança na estratégia empresarial	81

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	13
1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO	13
1.2 TEMA E PROBLEMA DE PESQUISA	15
1.3 OBJETIVOS	17
1.3.1 Objetivo Geral	17
1.3.2 Objetivos específicos	17
1.4 JUSTIFICATIVA	17
2 REFERENCIAL TEÓRICO	20
2.1 ESTRATÉGIA: CONCEITO	20
2.2 A ESTRATÉGIA COMO UM PROCESSO DELIBERADO	21
2.3 PROCESSO DECISÓRIO RACIONAL X INCREMENTAL	23
2.3.1 O viés do Excesso de confiança	26
2.4 DIMENSÕES ESTRATÉGICAS ESTUDADAS	28
2.4.1 Intensidade publicitária	30
2.4.2 Intensidade de P&D	32
2.4.3 Investimento em ativos fixos	35
2.4.4 Estrutura de gastos	36
2.4.5 Gestão de capital de giro e ciclo de produção	37
2.4.6 Estrutura de capital	39
3 METODOLOGIA.....	42
3.1 POPULAÇÃO E AMOSTRA	42
3.2 COLETA DOS DADOS.....	43
3.3 VARIÁVEIS E MODELO ECONOMETRICO	44
3.3.1 Variáveis dependentes: Mensuração das dimensões estratégicas.....	44
3.3.2 Variável independente: Mensuração do excesso de confiança.....	47
3.3.3 Análise estatística	51

4 ANÁLISE DOS DADOS	53
4.1 ANÁLISE DESCRITIVA	53
4.2 ANÁLISE DA RELAÇÃO DA ESTRATÉGIA E O EXCESSO DE CONFIANÇA	60
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	83
REFERÊNCIAS	85
APÊNDICE A – Cálculo do IGC	98

1 INTRODUÇÃO

1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO

A instabilidade que envolve o ambiente externo as empresas, exige que elas disponham de ferramentas capazes de possibilitar o alcance da continuidade e rentabilidade. A forte concorrência aliada às mudanças no comportamento de consumo das pessoas, forçam as empresas utilizarem ferramentas que as forneça competitividade e diferenciação em relação às demais empresas do mercado.

Embora o produto ofertado em termo de qualidade, custo e preço, seja por si só um elemento de diferenciação, ele não é suficiente para garantir a competitividade, obrigando as empresas a usar todas as ferramentas necessárias para lidar com a concorrência.

A *estratégia*, entendida como o conjunto de decisões tomadas pela gestão empresarial (MINTZBERG, 1967) corresponde a uma dessas ferramenta capaz de auxiliar as empresas nesse processo, através de uma consistência de ações que irão nortear as empresas tanto no presente, quanto no futuro.

Embora a estratégia, em um contexto amplo, seja entendida como algo imaterial, ou seja, sem aplicações práticas ou consequências visíveis, as decisões estratégicas podem impactar a organização em vários de seus aspectos como a inovação de produtos, modernização de equipamentos e a margem de lucro obtida.

Além dos vários aspectos da organização com que a estratégia se relaciona, ela também está relacionada ao tempo. A frequência e constância das decisões ao longo do tempo, implica na existência de uma estratégia atual e de uma estratégia futura. A “estratégia atual” orienta as atividades do hoje, enquanto que a “estratégia futura” visa o amanhã e é necessária para orientar o desenvolvimento e a transformação da empresa (ABELL, 2014). Ambas possuem implicações significativas em longo prazo, exigindo compromissos financeiros importantes que podem levar a mudanças de desempenho (MILLER, 1987; LANGABEER II; DALLIFRAINE, 2011).

Ao considerar a estratégia como um conjunto de decisões, e de se esperar que o processo decisório ocupe um lugar de destaque, sendo necessário considerar o tomador de decisão e a matéria objeto da decisão. Ao tomador de decisão se atribui a qualidade de principal estrategista, sendo ele representado pela figura do presidente da empresa ou *Chief Executive Officer* (CEO), já com relação a matéria objeto de decisão essa estar relacionada a qualquer aspecto da empresa, podendo ser comercial, financeiro ou recursos humanos.

Ao longo dos anos, houveram diferentes entendimentos acerca da estratégia, as quais incluíam desde a sua formação até a sua execução (BEPPLER; PEREIRA; COSTA, 2011),

porém algumas ideias eram convergentes, como por exemplo a do CEO como um dos principais envolvidos no processo decisório estratégico, sendo ele o líder, descrito por Mintzberg (1978) como capaz de mediar a força do ambiente em constante mudança, com a busca organizacional para estabilizar suas ações em meio a este ambiente.

Segundo Gabrich e Castro (2013), às escolas estratégicas do *Design*, do Posicionamento e do Empreendedorismo assumem o processo estratégico como prescritivo e deliberado, o que implica na estratégia como um processo *top-down*. Na escola do *Design*, por exemplo Hattangadi (2017) aponta o CEO como a chave no desenvolvimento e execução da estratégia empresarial, já na Escola Empreendedora o autor, aponta a visão do CEO como o principal determinante da estratégia.

Sabendo-se que o CEO é o ator principal do processo estratégico, é necessário que se reconheça a influência de suas características e de suas ações individuais na estratégia empresarial (BONN, 2005). Segundo Chatman et al. (1986), ao olhar o comportamento individual dos gestores de uma organização, é possível ver duas pessoas, o indivíduo propriamente dito, isto é, quem ele é de verdade, e o indivíduo que representa a coletividade. Dessa maneira, Chatman et al. (1986) demonstra que, apesar de os gestores representarem a coletividade, a pessoa individual pode exercer influências sobre a entidade como um todo, implicando na estratégia como um processo social.

De acordo com Lasbech e Lavarda (2018), a formação da estratégia corresponde a um processo social, uma vez que representa o produto da atividade individual, capaz de influenciar os demais membros da organização. Ao mesmo tempo que corresponde a um processo social, a formação pode ser entendida como um processo deliberado de **decisões racionais** consideradas ideais para o perfil da organização (SCHEFFEL, 2013).

O CEO na qualidade de estrategista principal deve buscar a excelência de seu processo decisório visando alcançar as decisões ideais para as empresas e os problemas a serem resolvidos, beneficiando acionistas, clientes e credores. Ao CEO cabe utilizar o seu potencial racional para **tomar essas decisões de forma consciente e informada**.

Como um processo de decisão racional, a estratégia corresponde a um reflexo de decisões lógicas e consistentes, mas estudos relacionados à psicologia cognitiva (STUBBART, 1989; STANOVICH; WEST, 2000; KAHNEMAN, 2012; BRAHMANA; HOOY; AHMAD, 2012) demonstram que nem sempre os gestores agem de maneira racional. O entendimento clássico de que os agentes econômicos buscam a maximização da utilidade esperada acabou gerando o reducionismo exacerbado dos mecanismos psicológicos dos indivíduos, sendo eles

representados como engrenagens programadas para tomar decisões maximizadoras da utilidade (PEREIRA; BRUNI; CORDEIRO FILHO, 2012).

Contrapondo-se fortemente à ideia defendida pela utilidade esperada, os trabalhos de Simon (1955, 1959) foram responsáveis por introduzir os primeiros questionamentos quanto à premissa da racionalidade ilimitada dos agentes, entretanto esses questionamentos só ganharam aporte empírico com a Teoria do Prospecto de Kahneman e Tversky (1979).

1.2 TEMA E PROBLEMA DE PESQUISA

Segundo Tversky e Kahneman (1974), em muitos casos, as decisões envolvem eventos incertos ou probabilísticos, exigindo das pessoas certa compreensão de probabilidade subjetiva para viabilizar uma decisão ideal. Para Bazerman e Moore (2014), uma decisão ideal exige das pessoas a capacidade de agir racionalmente por meio de um processo decisório sistemático.

Embora a teoria econômica se utilize da premissa da decisão racional, Brătianu (2015) chama atenção para o fato que o mundo real tem uma complexidade quase infinita no tempo, no espaço, e na sua estrutura, contrapondo-se à capacidade do nosso cérebro para processar todos os dados e informações provenientes deste mundo infinito. Assim, vive-se o paradoxo de compreender um mundo infinito usando o poder finito de nosso cérebro. Neste contexto, as pessoas contam com um limitado conjunto de princípios heurísticos que reduzem as tarefas complexas, principalmente em ambientes de incerteza a julgamentos simples (TVERSKY; KAHNEMAN, 1974).

Esses princípios denominados de *heurísticas comportamentais* correspondem a todos os atalhos mentais ou regras simplificadoras utilizadas para facilitar o processo decisório (YOSHINAGA; RAMALHO, 2014). Em geral, esses processos são bastante úteis para a decisão, entretanto, eles podem conduzir a graves erros devido à interferência de desvios de pensamento denominados de *vieses cognitivos* (TVERSKY; KAHNEMAN, 1974).

Na literatura, é possível encontrar diversos vieses cognitivos catalogados e que já foram frutos de inúmeras pesquisas, sendo os principais deles: O excesso de confiança, a representatividade, a ancoragem, a disponibilidade, o efeito manada, o efeito segunda-feira e o efeito tamanho da empresa. Dentre esses atalhos mentais designados na literatura, o excesso de confiança corresponde aos mais pesquisados devido às suas implicações (CHAMBERS; WINDSCHITL, 2004; TONIN et al., 2016; SILVA FILHO; LUCENA; LEITE, 2017).

Constituindo um elemento da personalidade humana, o excesso de confiança representa a tendência em superestimar suas habilidades, **conhecimentos ou a qualidade e precisão das informações que são capazes de obter** (BARROS; SILVEIRA, 2008). Pode

afetar todas as esferas da vida, incluindo as decisões gerenciais de uma empresa (PRIMS; MOORE, 2017).

Ao se considerar a definição de *estratégia* de Mintzberg (1967), como o conjunto de decisões tomadas dentro de uma organização, é possível estabelecer a relação teórica entre o excesso de confiança e a estratégia empresarial. Geralmente, dentro das organizações, figura um ambiente mal estruturado de decisão, e a estratégia, muitas vezes, não apresenta variáveis discretas, o que propicia o desenvolvimento do excesso de confiança (SIMON; HOUGHTON, 2003).

A estratégia como resultado de um processo deliberado, tem o CEO como ator principal, tornando o julgamento humano necessário, o que para Barnes Junior (1984) demanda atenção à capacidade dos tomadores de decisão, uma vez que seu julgamento é necessário para interpretar as descobertas e determinar a sua relevância para o futuro organizacional.

Embora as decisões estratégicas refiram-se à organização em todos os seus aspectos (financiamento, investimentos, vendas, inovação), no presente estudo, estas possibilidades serão limitadas a seis dimensões estratégicas propostas e validadas por Finkelstein e Hambrick (1990), e que mais tarde foram utilizadas por autores como Carpenter (2000), Zhang (2006), Zhang e Rajagopalan (2010) e Wang e Jiang (2017). Essas dimensões correspondem à *intensidade publicitária, intensidade de pesquisa e desenvolvimento (P&D), investimento em ativos fixos, estrutura de gastos, gestão de capital de giro e ciclo de produção e estrutura de capital*. A razão para escolha dessas dimensões reside no fato de se tratarem de decisões deliberadas pela alta gerência, por serem capazes de influenciar o desempenho organizacional, além disso, uma dessas dimensões compreende um foco específico e importante da estratégia empresarial, podendo ser afetada pelo excesso de confiança dos gestores.

O excesso de confiança dos gestores pode conduzi-los a negligenciar ou a julgar mal o caminho do desastre (BARNES JUNIOR, 1984). Além disso, o otimismo é apontado por Camerer e Lovallo (1999) como uma das possíveis causas de fracasso das empresas em ambientes de concorrência. Embora seja difícil de se mensurar um traço de personalidade, entende-se que possível mensurar o excesso de confiança dos gestores por meio de *proxies*, como o índice geral de confiança, desenvolvido por Kermani, Kargar e Zarei (2014), o índice de excesso de confiança, desenvolvido por Costa, Correia e Lucena (2017), e a participação do gestor no capital da empresa, conforme apontado por Barros e Silveira (2008). A partir dessas medidas, é possível verificar o grau de relacionamento do excesso de confiança dos gestores com as decisões gerenciais.

Diante dessas possibilidades, o presente trabalho busca responder à seguinte questão de pesquisa: **Quais dimensões estratégicas são influenciadas pelo excesso de confiança dos gestores de empresas brasileiras de capital aberto?**

1.3 OBJETIVOS

1.3.1 Objetivo Geral

Verificar que características da estratégia empresarial são influenciadas pelo excesso de confiança dos gestores de empresas de capital aberto.

1.3.2 Objetivos específicos

- 1) Caracterizar o excesso de confiança dos gestores;
- 2) Identificar o grau de relacionamento entre seis dimensões estratégicas e o excesso de confiança dos gestores.
- 3) Relacionar o excesso de confiança dos gestores com as seis dimensões estratégicas;
- 4) Relacionar o excesso de confiança dos gestores com a mudança estratégica.

1.4 JUSTIFICATIVA

A tomada de decisão corresponde a principal atividade atribuída a gestão empresarial. Os gestores devem decidir sobre cada aspecto da organização e assim definir o seu futuro. Embora os resultados das decisões muitas vezes não possam ser controlados, os gestores devem assegurar que as decisões tomadas sejam as mais adequadas para a entidade, e para isso, é necessário que o processo de decisão seja condizente com o processo sistemático racional.

Embora o processo decisório sistemático, não garanta o sucesso da organização, é importante que ele seja objeto de estudo. Em condições ideais, as decisões tomadas devem ter como base fatos concretos e lógicos, e os gestores devem dispor de todas as informações necessária para assegurar que todas as possibilidades sejam consideradas, reduzindo a probabilidade de erros.

Mesmo que o processo decisório seja um tema consolidado na literatura empresarial, as novas abordagens teóricas e formas de visualizar o homem exigem um novo olhar para o tema, agora, homem disciplinado, racional e metódico que se baseava a literatura clássica, deu lugar a um homem emocional e falho cuja decisões estratégicas podem facilmente desviar do processo de decisão sistemático, promovendo implicações significativas para o ambiente empresarial.

Não só a nova abordagem envolvendo o processo de decisão, mais também as consequências dessa abordagem justificam o desenvolvimento da presente pesquisa. Por natureza o homem não é um ser dotado de plenitude racional, os traços de sua personalidade interagem entre si e moldam o seu comportamento em vários aspectos, incluindo o processo de decisão. Como parte dos traços de personalidade, o excesso de confiança corresponde a um viés cognitivo capaz de encurtar o processo de decisão através da eliminação de etapas importantes, como por exemplo a necessidade informacional.

Ao eliminar ou reduzir a necessidade informacional o viés cognitivo do excesso de confiança interfere na relevância de informações destinadas a respaldar o processo de decisório, como por exemplo a informação contábil gerencial. Além do impacto no processo decisório em si o excesso de confiança também possui implicações no desempenho da organização.

A possibilidade de erros cometidos em razão de vieses comportamentais, compreende uma forte ameaça à saúde financeira das empresas, segundo Busenitz e Barney (1997), em estágios iniciais do ciclo de vida organizacional, o excesso de confiança do gestor pode representar um impulso ao desenvolvimento empresarial, entretanto, na maturidade, esse fenômeno pode ser um caminho para a descontinuidade. Dessa forma, os vieses correspondem a uma espécie de “faca de dois gumes” cujas consequências estão relacionadas às peculiaridades do ambiente decisório.

Dessa forma, o estudo das relações entre o excesso de confiança dos gestores e as decisões estratégicas empresarial é importante não só para contabilidade, uma vez que um maior relacionamento entre essas variáveis promove uma redução da relevância dos relatórios contábeis gerenciais, mas também para as organizações, ao promoverem efeitos em seus resultados.

Neste contexto a presente pesquisa amplia o entendimento de pesquisas como as de Simon e Houghton (2003); Malmendier e Tate (2005); Ben-David, Graham e Harvey (2007); Brown e Sarma (2007); Hirshleifer, Low e Teoh (2008); Malmendier e Tate (2008); Chen, Zheng e Wu (2011); Eichholtz e Yönder (2011); Galasso e Simcoe (2011); Langabeer II e Dellifraire (2011); Deshmukh, Goel e Howe (2013); Herz, Schunk e Zehnder (2014); Costa, Correia e Lucena (2017) e Silva et al. (2017), porém se diferencia das demais, ao analisar simultaneamente seis dimensões estratégicas a partir de indicadores objetivos, além de empregar três diferentes metodologias para se mensurar o excesso de confiança dos gestores, o que confere maior robustez às análises.

Ao definir as dimensões estratégicas (*intensidade publicitária, intensidade de pesquisa e desenvolvimento (P&D), investimento em ativos fixos, estrutura de gastos, gestão*

de capital de giro e ciclo de produção e estrutura de capital) a pesquisa levou em consideração a natureza e a necessidade de informações financeiras de cada uma delas. Como parte do processo natural de desenvolvimento das estratégias, cada uma dimensão demanda informações antes, durante e depois do processo de decisão, cuja relevância pode ser fortemente afetada pela confiança do gestor.

Já com relação a adoção de diferentes medidas para o excesso de confiança, ao adotar tal prática, o trabalho leva em consideração as limitações inerentes a mensuração da variável, e a busca pela minimização de resultados espúrios obtidos em função das mensurações adotadas.

Outro fator relevante para a justificativa da presente pesquisa se refere a necessidade de melhorar a compreensão do excesso de confiança visando uma possível prevenção de seus efeitos, uma vez que as decisões tomadas via heurísticas comportamentais geralmente promovem a sensação de satisfação, o que implica no aumento da frequência de utilização de atalhos mentais, tornando os erros e vieses uma constante no processo decisório (LIMA FILHO et al., 2010; ČULÁKOVÁ et al., 2017).

De acordo com Brown e Sarma (2007) existem dois entendimentos principais quanto aos gestores excessivamente confiantes, o primeiro deles corresponde ao fato de que a mera substituição de um gestor não implica em uma eliminação do viés e sua influência nas decisões gerenciais, pois esse é um fenômeno generalizado, já o segundo entendimento refere-se à redução do excesso de confiança, a partir do aprendizado obtido por meio da experiência, entretanto a falta de um *feedback* dessas interferências não permite esse aprendizado.

Para que seja eficiente, o combate ao viés exige uma vasta compreensão de sua abrangência e consequência, uma vez que segundo Simon e Houghton (2003) um *feedback* pequeno ou ambíguo sobre as decisões passadas aumenta o excesso de confiança, assim como receber *feedback* intempestivos em relação a essas decisões.

Ao fornecer um *feedback* sobre as relações entre o excesso de confiança dos gestores e as características estratégicas, o presente estudo busca contribuir para melhora do processo decisório estratégico, uma vez que, segundo Busenitz e Barney (1997), as pesquisas relacionadas ao tema ainda precisam estabelecer implicações desses efeitos dentro das organizações. Por meio desses estudos, é possível estabelecer o quadro teórico social capaz de explicar como o otimismo e outras características da personalidade influenciam a percepção dos indivíduos quanto ao meio ambiente (WOOD; BANDURA, 1989).

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 ESTRATÉGIA: CONCEITO

A palavra *estratégia* deriva da palavra grega “*strategos*”, que tem suas raízes no exército e representa o planejamento efetuado pelo comandante para vencer os inimigos, usando os recursos disponíveis de forma efetiva (TERENCE, 2002; ATHAPATHTHU, 2016).

Tornou-se presente no âmbito empresarial a partir do século XX, quando passou a ser sinônimo de vantagem competitiva, e, desde então, ganhou notoriedade acadêmica a partir de duas vertentes de estudo, o planejamento estratégico (focado nos processos organizacionais, estruturas e resultados) e a formação da estratégia (focado em sua natureza e concepção) (GOLDMAN; SCOTT; FOLLMAN, 2015).

Dos múltiplos conceitos encontrados na literatura, alguns deles ainda refletem o contexto militar do qual se originou (ATHAPATHTHU, 2016). Ao longo do tempo, a abordagem da estratégia sofreu alterações que, segundo Mintzberg, Ahlstrand e Lampel (2010), devem ser consideradas na formulação dos conceitos. As diferentes formas de se idealizar a estratégia implicam na necessidade de distintas abordagens conceituais, das quais Mintzberg, Ahlstrand e Lampel (2010) sugerem cinco, sendo elas:

- A estratégia como plano – corresponde a um guia para o futuro organizacional, um curso de ação para o futuro;
- A estratégia como um padrão – corresponde a uma composição de padrões que norteiam a coerência da organização ao longo do tempo;
- A estratégia como posição – corresponde à colocação ou afirmação de determinados produtos em determinados mercados;
- A estratégia de posição – corresponde à maneira fundamental da empresa fazer as coisas, compreendendo um olhar para dentro da organização, mas também de cima;
- A estratégia como um truque ou manobra – corresponde às ações desenvolvidas pela empresa para enganar um oponente ou um concorrente.

Ao sugerirem essas abordagens, Mintzberg, Ahlstrand e Lampel (2010) retratam a realidade existente na literatura quanto a não existência de um conceito universal envolvendo a estratégia, o que pode ser facilmente percebido no trabalho de Snow e Hambrick (1980), ao destacarem a existência clara de uma discordância quando se refere à inclusão de metas e objetivos no conceito de estratégia.

Apesar das divergências, Bouer (2008) salienta que mais importante do que definir é buscar compreender a amplitude do seu impacto e as distintas perspectivas que contribuem para compor um quadro amplo e rico do significado de estratégia. Neste contexto, ao longo do presente trabalho, a concepção de estratégia adotada tem como foco o processo decisório e as ações adotadas pelas empresas e expressa nos conceitos propostos por Mintzberg (1967), Hambrick (1982) e Andrews (2005).

Para Mintzberg (1967), a estratégia corresponde à soma de todas as decisões tomadas pela organização em todos os seus aspectos. Já Hambrick (1982), de forma análoga, define a estratégia como um fluxo padrão de decisões importantes. Andrews (2005), por sua vez, define a estratégia como o padrão de decisão que determina e revela os objetivos, propósitos ou metas de uma organização.

De acordo com Mintzberg (1978), a definição da estratégia levanta questões que envolvem resultado *ex post* processo decisório, assim como as diretrizes para a tomada de decisão, o que implica em dois tipos de estratégias, a estratégia pretendida e a realizada. Juntas, elas podem originar três combinações distintas de estratégia, quais sejam: a estratégia deliberada, a não realizada e a emergente.

A deliberada corresponde à estratégia pretendida e realizada, ou seja, refere-se à estratégia planejada e executada. A estratégia não realizada corresponde àquela que é pretendida (planejada), mas que não é realizada. Já a estratégia emergente diz respeito àquela que não foi pretendida (planejada), mas que foi realizada.

No presente estudo, o conjunto de decisões que compõem a estratégia é resultado principalmente de um processo de deliberação da gestão, e o CEO, na qualidade de líder e membro do *Top Management Team* (TMT), corresponde à figura principal na definição da estratégia empresarial.

2.2 A ESTRATÉGIA COMO UM PROCESSO DELIBERADO

Geralmente no que tange à formulação da estratégia, três visões podem ser consideradas: a visão universal, a específica do negócio e a contingencial (PEHRSSON, 2007). Em uma visão geral, as leis universais da estratégia, existem e se aplicam em todas as configurações competitivas, independentemente do ambiente e da empresa. Em uma visão específica do negócio, a estratégia é vislumbrada como um arranjo engenhoso de fatores ambientais e características da empresa, implicando que não podem ser tiradas conclusões gerais. Em uma abordagem contingencial, a estratégia bem-sucedida depende da definição

apropriada do relacionamento entre variáveis controladas (como características de produtos) e aquelas que estão fora do controle direto do gerenciamento estratégico.

Na maioria das organizações, a estratégia surge como o resultado da interação de três forças básicas: (a) o ambiente com mudanças contínuas, porém irregulares, com frequência descontínuas e grandes oscilações em sua taxa de mudança; (b) um sistema organizacional, ou burocracia, que, acima de tudo, busca estabilizar suas ações, apesar das características do meio ambiente; (c) uma liderança cujo papel é mediar essas forças, para manter a estabilidade da organização ao longo do tempo (MINTZBERG, 1978).

Em um ambiente dinâmico, a estratégia compreende uma ferramenta para lidar com as mudanças, pois a mudança traz uma nova combinação de circunstâncias para a organização, de forma a atribuir à estratégia ausência de padrões decisórios, uma vez que, ela se apresenta não estruturada, não programada, não-rotineira e não-repetitiva (CHAFFEE, 1985). A ausência de padrões implica em um ambiente decisório dinâmico, cujos resultados podem ser fortemente influenciados pelo elemento liderança, visto que, de acordo com Simon e Houghton (2003), os ambientes não estruturados de decisão são propícios para o excesso de confiança.

Ao definir a liderança como parte importante no processo de formação da estratégia, Mintzberg (1978) destaca a gestão empresarial como responsável pela cadeia de decisões que a forma. De acordo com Child (1972), o paradigma da escolha estratégica postula que os tomadores de decisão possuem um controle considerável sobre a direção futura de uma organização. Neste aspecto, assume-se o processo estratégico como composto de deliberações da alta direção (CARDOSO; LAVARDA, 2015).

Hierarquicamente, dentre os membros da alta administração, o principal líder organizacional corresponde ao CEO, responsável por exercer uma função fundamental do processo estratégico, que é fornecer uma direção primária para a empresa, figurando como principal estrategista (PEARCE; ROBINSON, 1987; LANGABEER II; DELLIFRAINE, 2011).

A posição de destaque do CEO, em relação aos demais membros da organização, é resultado de seu legítimo *status*, atribuído pela hierarquia organizacional, e ao fato de todos os outros funcionários da organização se reportarem e se submeterem à sua figura, tornando necessário que, na qualidade de líder, ele exerça uma influência única sobre os processos e resultados organizacionais (DAILY et al., 2002). Em empresas menores, essa influência é mais acentuada, servindo como *locus* de controle e tomada de decisão.

Um fator significativo do processo decisório corresponde à figura do Conselho da Administração, porém, segundo Tarus e Tuwey (2016), a característica denominada CEO

power desempenha um importante papel nesse processo. Segundo os autores, utilizando-se da dualidade de cargos, tempo no cargo e do seu grau de participação, ele é capaz de influenciar a redução da probabilidade de envolvimento do Conselho de Administração no processo estratégico (TARUS; TUWEY, 2016).

Dessa forma, como principal estrategista, cabe ao CEO perceber quais os problemas que a empresa enfrenta e desenvolver estratégias para toda a organização de maneira a possibilitar o seu sucesso (OLSON; COOPER, 2007). Esse envolvimento exige habilidade decisória, a qual se pressupõe a maximização da utilidade esperada.

Em uma abordagem clássica, a tomada de decisão estratégica adota a premissa da racionalidade dos gestores, manifestada principalmente por meio do processo de decisão. Segundo Langabeer II e Dellifrairie (2011), às decisões estratégicas têm sido descritas como um conjunto de dimensões, dentre as quais está a racionalidade, entretanto as novas abordagens trazidas na literatura, como o incrementalismo, admite a influência de fatores comportamentais nas decisões estratégicas.

2.3 PROCESSO DECISÓRIO RACIONAL X INCREMENTAL

Tradicionalmente, o homem vislumbrado na teoria econômica e nas finanças modernas é denominado de “homem econômico”, cuja principal característica é a racionalidade. Desse indivíduo, presume-se que ele possui conhecimento dos aspectos relevantes do ambiente, capacidade de organização de suas preferências e habilidade de alcançar essas preferências (SIMON, 1955).

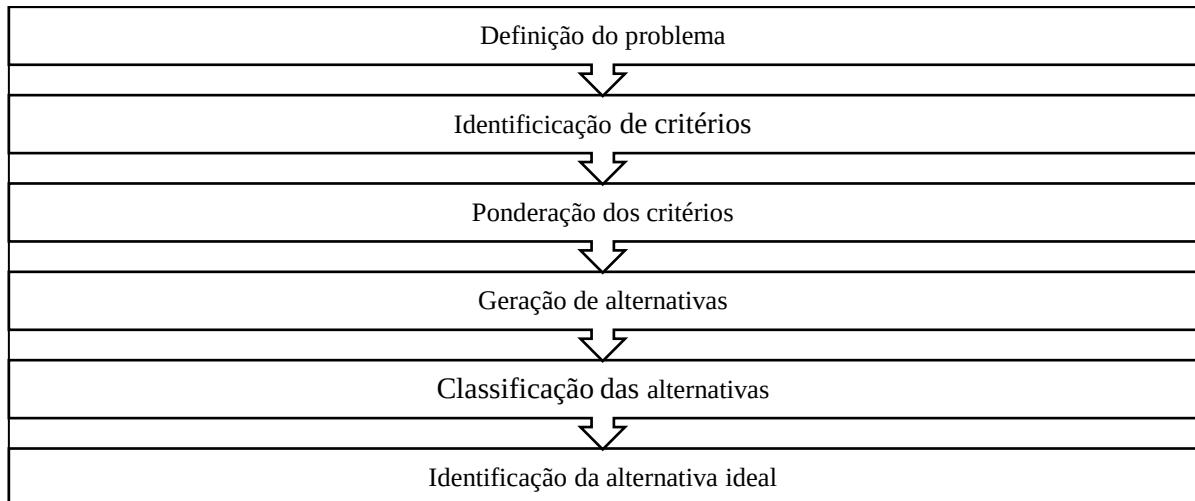
O homem econômico é resultado de uma concepção do homem essencialmente composto de corpo, mente e razão (ROCHA; ROCHA, 2011). Sua capacidade de estar plenamente informado de todas as opções, combinações e resultados, juntamente com sua capacidade de racionalidade plena correspondem ao fundamento desse conceito (CAPUTO, 2013).

Em uma abordagem normativa, o homem econômico faz referência a uma pessoa capaz de otimizar seu processo decisório de forma a atingir os objetivos pretendidos, utilizando de sua capacidade de tomar decisões racionais. Para que uma decisão racional ocorra, faz-se necessária a existência de uma consistência lógica independente da maneira como as escolhas são apresentadas (MARTINO et al., 2006).

Essa consistência lógica pode ser alcançada por meio do chamado processo de decisão que compreende a cadeia de reflexões e ações que vão da percepção do problema até necessidade de agir (ABRAMCZUK, 2009). Para Bazerman e Moore (2014), o processo de

decisão corresponde a uma composição de seis procedimentos (conforme descrito na figura 1, abaixo) que tem início com a definição do problema e fim com a identificação da alternativa mais adequada.

Figura 1 - Processo decisório



Fonte: Baseado em Bazerman e Moore (2014).

No processo decisório de Bazerman e Moore (2014), as três primeiras etapas (definição do problema, identificação dos critérios e ponderação dos critérios) envolvem o problema em si e os objetivos a serem alcançados. O tomador de decisão deve definir com clareza o problema envolvido, uma vez que uma definição equivocada induz ao erro. Já no que diz respeito à identificação dos critérios, cada objetivo almejado deve ser considerado e, quando se tratar de múltiplos objetivos, é necessário a ponderação dos mesmos, devido a sua importância variável para o tomador de decisão.

Nas três últimas etapas (geração de alternativas, classificação das alternativas e identificação da alternativa ideal) do processo decisório de Bazerman e Moore (2014), surge a necessidade informacional. A geração de alternativa exige que o decisor tenha conhecimento de todos os cursos de ação possíveis, sendo necessária a obtenção de informações que respaldam o processo decisório. Cada curso de ação deve ser relacionado aos objetivos ponderados, permitindo assim a identificação do curso de ação ideal.

Vale destacar que o número de processos apresentados na figura 1 não é unânime entre os autores. É comum encontrar, na literatura, autores que caracterizem a decisão em um número menor ou maior de processos. Abramczuk (2009), por exemplo, considera o processo de decisão como composto de apenas cinco processos: necessidade de agir, determinação do propósito da ação, busca de ações alternativas, classificação e avaliação das alternativas. De forma geral, os

dois processos decisórios (ABRAMCZUK, 2009; BAZERMAN E MOORE, 2014) apresentam fundamentos parecidos e podem ser aplicados em quaisquer decisões.

No ambiente corporativo, a utilização de processos de decisão é um procedimento rotineiro e, segundo Hammond, Keeney e Raiffa (2006), corresponde ao trabalho mais importante de qualquer executivo, além de ser o mais difícil, pois decisões ruins podem prejudicar o negócio e a própria carreira do gestor. Ainda de acordo com os autores, embora muitas decisões tomadas ocorram em situações em que as alternativas não foram claramente definidas, custos não foram devidamente ponderados ou informações corretas não foram coletadas, muitos erros são cometidos não devido aos problemas no processo decisório, mas sim ao fato de o tomador de decisão tornar o processo decisório inconsistente com o modelo racional.

Com o trabalho intitulado “*Prospect Theory: An analysis of decision under risk*”, Kahneman e Tversky (1979) demonstraram que os agentes econômicos nem sempre agem de maneira racional, tornando esse o principal argumento das finanças comportamentais.

A Escola Behaviorista da psicologia argumenta que todas as decisões humanas têm como base seu comportamento, resultando em uma incorporação da psicologia a decisões econômicas, pois o fator psicológico pode ajudar a explicar o comportamento irracional (BRAHMANA; HOOY; AHMAD, 2012).

De acordo com Kahneman (2003), o raciocínio é feito de maneira deliberada e com esforço, mas os pensamentos intuitivos manifestam-se espontaneamente, sem uma busca consciente e sem esforço, implicando em duas formas diferentes de pensar: O raciocínio e a intuição. Essas duas formas de pensar foram denominadas, genericamente, por Stanovich e West (2000), como sistema 1 e sistema 2, ambos oriundos da Teoria do Raciocínio em Dois Processos. O sistema 1 é responsável por decisões automáticas, rápidas, involuntárias e, quase sempre, sem esforço, já no sistema 2, as decisões são controladas, voluntárias, requerem muito esforço, concentração e envolvem problemas complexos como, por exemplo, cálculo (KAHNEMAN, 2012; BARDDAL, 2016).

Do sistema de pensamento 1 ou da intuição, originam-se o que a literatura intitula de heurísticas comportamentais (EVANS, 1984). A capacidade da mente humana para formular e resolver problemas complexos é muito pequena em comparação com o tamanho dos problemas no mundo real, forçando tomadores de decisão a usarem de estratégias simplificadoras (SIMON, 1959).

A capacidade limitada dos indivíduos em reproduzir tarefas complexas os torna dependente de um número limitado de princípios heurísticos responsáveis por simplificar as

operações de julgamento, tornando-as mais simples (TVERSKY; KAHNEMAN, 1974). As heurísticas reduzem os limites existentes do processo de decisão, entretanto não as tornam livre de erros (OLIVEIRA, 2009).

Das heurísticas comportamentais surgem os erros sistemáticos denominados vieses cognitivos. Os vieses cognitivos distanciam o processo decisório da racionalidade, uma vez que promovem desvios sistemáticos em relação a uma decisão normativa¹ (BRAHMANA; HOOY; AHMAD, 2012; CAPUTO, 2013). Na literatura, muitos vieses cognitivos já foram mapeados e estudados, entretanto ainda carecem de uma taxonomia comum entre eles. Carter, Kaufmann e Michel (2007), em uma revisão da literatura, identificaram aproximadamente 76 diferentes nomenclaturas referentes a vieses cognitivos, entretanto os autores perceberam que boa parte das nomenclaturas se referem ao mesmo viés, dificultando assim a identificação do número total de vieses catalogados.

Em meio a essa abundância de vieses cognitivos, o principal deles é o excesso de confiança, correspondendo ao mais pesquisado devido a suas implicações (CHAMBERS; WINDSCHITL, 2004; TONIN et al., 2016; SILVA FILHO; LUCENA; LEITE, 2017).

2.3.1 O viés do Excesso de confiança

O excesso de confiança trata-se de um viés relacionado a diversos aspectos da vida humana, que, ao longo dos anos, recebeu inúmeras nomenclaturas, sendo possível atribuir a ele os nomes de “*hubris*” e “Otimismo” (CHEN; ZHENG; WU, 2011).

Conceitualmente, segundo Fischhoff, Slovic e Lichtenstein (1977) o excesso de confiança pode ser definido como o exagero das pessoas sobre até que ponto eles sabem o que é correto. Para Li e Tang (2010), o excesso de confiança ocorre quando a certeza do indivíduo sobre suas próprias previsões excede a sua precisão. Já Siwar (2011), define o excesso de confiança como a tendência dos indivíduos de superestimar a precisão das informações disponíveis.

De maneira geral, o excesso de confiança descreve, entre outras coisas, a tendência de as pessoas acreditarem que seu julgamento é mais precioso do que realmente é, trazendo como resultado um descompasso entre a confiança nos próprios julgamentos e a precisão real desses julgamentos (HARDIES; BRESCH; BRANSON, 2012). Segundo autores como Moore e

¹ Na teoria econômica, o estudo da decisão pode ser segregado em três abordagens principais: Normativa, Descritiva e Prescritiva. A abordagem normativa refere-se àquela que vislumbra a decisão como a ideal, dentro de um contexto racional. A abordagem descritiva considera as decisões da maneira como ela realmente ocorre. Já a abordagem prescritiva utiliza-se de uma combinação das duas (CAPUTO, 2013; WORKMAN, 2012).

Healy, (2008); Chao (2011) Malmendier e Taylor (2015) e Prims e Moore (2017), o excesso de confiança se manifesta nas pessoas de três maneiras diferentes:

- (1) Superestimação (*Overestimation*) – situação em que as pessoas sobreavaliam suas próprias habilidades;
- (2) Maior que a média (*Overplacement*) – as pessoas acreditam que são melhores que a média;
- (3) Excesso de precisão (*Overprecision*) – neste caso, o excesso de confiança é relacionado ao uso de números, geralmente com porcentagens irreais ou intervalo.

Outros autores como Čuláková et al. (2017) apontam o otimismo como mais uma das formas de excesso de confiança, entretanto existem discordâncias na literatura. Tonin et al. (2016) defendem que tanto o otimismo como o excesso de confiança possuem o mesmo significado, já Barros e Silveira (2008) tratam ambos como vieses distintos, mas com alto grau de relacionamento. Silva et al. (2017) discutem que em um ambiente das finanças comportamentais clássicas ambos os efeitos são distintos, entretanto contribuem de forma integrada para os mesmos resultados. Neste estudo, assume-se que ambos se tratam do mesmo viés.

Independentemente da nomenclatura usada, os efeitos do viés do excesso de confiança são reais e podem impactar as decisões organizacionais. No cenário corporativo, a racionalidade dos gestores é muitas vezes limitada, seu conhecimento é incompleto e sua atenção sobrecarregada, porém, mesmo que as limitações cognitivas existam, ainda assim, há gestores qualificados para desenvolver uma estratégia de forma competente e inovadora. O contraste entre gestores qualificados e gestores com capacidade cognitiva limitada origina um dilema entre o conhecimento e racionalidade (STUBBART, 1989).

Em contextos decisórios, os gestores podem contar com o auxílio de três artifícios para a tomada de decisão: A lógica, a estatística e as regras heurísticas (GUERCINI, 2012), mas é preciso estar atento às armadilhas psicológicas, que são especialmente perigosas, já que elas podem minar estratégias relacionadas ao desenvolvimento de novos produtos, à aquisição de empresas e estratégias de alienação (HAMMOND, KEENEY E RAIFFA, 2006).

Em geral, pessoas que assumem o cargo de gestão tendem a ser mais excessivamente confiante do que aquelas que não atuam nesta função (BROWN; SARMA, 2007). No caso dos CEOs, o excesso de confiança pode ter um efeito significativo nas operações da empresa, devido à sua responsabilidade, tanto pela tomada de decisão sobre procedimentos, quanto sobre o desenvolvimento futuro da empresa (ČULÁKOVÁ et al., 2017).

De acordo com Ben-David, Graham e Harvey (2007), decisões que envolvem possibilidades de ganhos ou perdas, são frequentemente afetadas pelo seu histórico. Um histórico de sucessivos ganhos pode despertar no tomador de decisão (o gestor) mais confiança sobre seus julgamentos por meio de um mecanismo de autoatribuição, mesmo que o resultado de sua decisão seja independente das decisões anteriores.

Em um estudo desenvolvido por Langabeer II e Dellifrairie (2011), os autores avaliaram a relação entre o excesso de confiança de 170 CEO americanos e sua relação com o processo estratégico e, como resultado, concluíram que, quanto maior o otimismo dos gestores, menos racional é o processo decisório estratégico.

Na literatura, algumas decisões estratégicas têm se demonstrado mais propensas aos efeitos da confiança excessiva, dessa forma a presente pesquisa passa a ter como foco seis dimensões estratégicas que, potencialmente, podem ser impactadas pelo viés cognitivo do excesso de confiança.

2.4 DIMENSÕES ESTRATÉGICAS ESTUDADAS

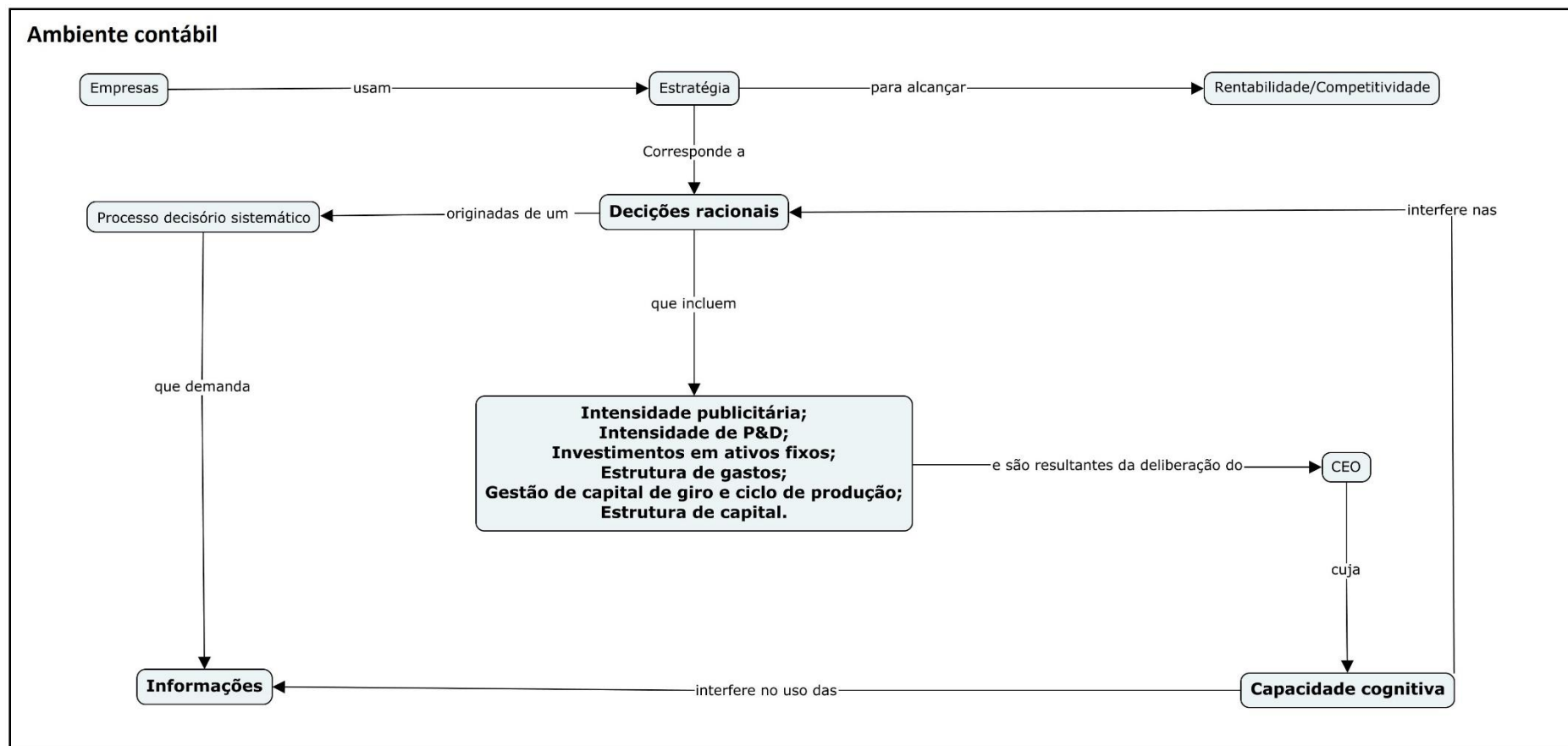
As dimensões estratégicas utilizadas na presente pesquisa têm como base os trabalhos de Finkelstein e Hambrick (1990); Carpenter (2000); Zhang (2006); Zhang e Rajagopalan (2010) e Wang e Jiang (2017), sendo elas a intensidade publicitária, intensidade de P&D, investimento em ativos fixos, estrutura de gastos, gestão de capital de giro e ciclo de produção e estrutura de capital. Cada dimensão retrata um aspecto relevante da organização, sujeita à deliberação dos gestores, o que constitui fonte de vantagem competitiva (FINKELSTEIN; HAMBRICK, 1990).

Cada uma das dimensões envolve a destinação ou obtenção de recursos financeiros capazes de modificar o desempenho empresarial, cujo processo decisório racional implicaria na necessidade informacional, suprida principalmente pela contabilidade gerencial (SHANK; GOVINDARAJAN, 1997; VEIGA, 2001; KUMAR; NAGPAL, 2011).

Ao estar sujeita aos desvios comportamentais do CEO, o processo decisório tem seus limites reduzidos, as informações financeiras relacionadas às dimensões estudadas têm seu uso comprometido (BARROS; SILVEIRA, 2008), implicando na perda de relevância.

Ao tomar decisões com base no excesso de confiança, o CEO encurta o processo de decisão eliminando a necessidade informacional ou subestimando a relevância das informações nesse processo, conforme demonstrado na figura 2.

Figura 2 - Esquema básico do processo informacional envolvendo as seis dimensões de estudo



Fonte: Elaboração própria (2019).

As decisões que compõem a estratégia e incluem as seis dimensões estudadas dizem respeito ou necessitam de informações sobre os recursos financeiros. De acordo com processo decisório racional, descrito tanto por Abramczuk (2009) quanto por Bazerman e Moore (2014) na busca por alternativas e cursos de ação, ocorre uma demanda informacional, mas a teoria financeira comportamental sugere a redução de sua relevância frente ao excesso de confiança do CEO, ao superestimar sua habilidade e capacidade de processamento e obtenção de informações. As próximas seções, detalham cada uma dessas dimensões estudadas, demonstrando a sua relevância.

2.4.1 Intensidade publicitária

A publicidade é um fenômeno associado aos mercados competitivos e corresponde a uma das estratégias mais importantes da organização, com impactos no custo total da empresa, nas preferências do consumidor e no bem-estar social de mercados não-competitivos (MAVROMMATI; PAPADOPOULOS, 2005). Ela atua como “dispositivos tecnológicos” cujo propósito é reduzir o custo de negociação, por meio do fornecimento de uma quantidade “ideal” (maximizadora de utilidade e lucro) de informações para consumidores (EKELUND; MIXON; ROSSLER, 1995).

Por meio da publicidade, as empresas conseguem emitir sinais em relação aos seus produtos para clientes em potenciais. Quanto mais informações os consumidores possuem sobre o produto fornecido, menor será o tempo dispendido por eles na localização dos bens e serviços desejados. Ao utilizarem-se da publicidade, as empresas permitem ao cliente reduzir seus custos de informação, além de satisfazer a sua demanda informacional acerca da qualidade e durabilidade dos produtos ofertados (EKELUND; MIXON; ROSSLER, 1995).

Mesmo que a publicidade tenha como objetivo fornecer informação acerca de produtos e serviços, quando o conteúdo publicitário não for suficiente para suprir as necessidades informacionais dos consumidores, Koetz, Santos e Cliquet (2015) argumentam que eles podem considerar o valor gasto em publicidade como um sinal da qualidade do produto. De acordo com Kirmani (1990), a lógica inerente a essa afirmação reside no fato de que as empresas definem seus orçamentos independentemente das vendas, implicando que elas acreditam na qualidade dos produtos que ofertam.

Como parte das decisões que compõem a estratégia, o volume de recursos destinados à publicidade (aqui denominado intensidade publicitária) corresponde a uma decisão importante, uma vez que a literatura empírica tem demonstrado que os gastos com publicidade impactam principalmente na percepção dos clientes quanto à qualidade dos produtos, a

fidelidade à marca, a disposição do cliente em pagar um valor maior por determinado produto, o crescimento das vendas e o valor da firma (KOETZ; SANTOS; CLIQUET, 2015).

Ainda que a intensidade publicitária corresponda a um indicativo de qualidade, Koetz, Santos e Cliquet (2015) destacam que se os consumidores comprarem o produto e acharem que a qualidade não é tão alta quanto o esperado, eles não são susceptíveis de comprar o produto novamente e a empresa, provavelmente, não recuperaria suas despesas em publicidade.

Ao melhorar a conscientização sobre seus produtos, a empresa melhora a sua posição competitiva, aumenta a preferência dos clientes e fortalece a imagem da marca (ASSAF et al., 2015). Empresas com marcas mais fortes investem menos em publicidade, pois enfrentam pouca ameaça das marcas mais fracas; em contrapartida, marcas mais fracas defendem suas franquias gastando mais em publicidade, devido à dificuldade em atrair os consumidores fidelizados de marcas mais fortes (HA et al., 2011).

Mesmo que os gastos com publicidade de uma empresa não gerem retornos financeiros imediatos ou de curto prazo, os investidores podem reconhecer que a publicidade representa um investimento importante que permite à empresa construir ativos intangíveis, o que pode alavancar a rentabilidade futura da firma (GUENTHER; GUENTHER, 2018).

É por meio dela (da publicidade) que os consumidores têm suas avaliações subjetivas em relação aos produtos modificadas, interferindo no gosto e no comportamento desses consumidores em favor de um produto e levando a uma demanda menos elástica (ASSAF et al., 2015). Quando expostas à propaganda, as pessoas estão mais sujeitas a pagar um valor maior por um determinado produto, conferindo assim uma menor sensibilidade da demanda aos aumentos de preços e, conseqüentemente, afetando a rentabilidade (TSUI, 2012).

Outra característica inerente à intensidade publicitária está relacionada à quantidade de produtos demandada. Em uma estrutura de mercado monopolista sem publicidade, o custo marginal aumentará, a quantidade diminuirá, e o preço aumentará, entretanto, segundo a Teoria da Perspectiva Dinâmica, a publicidade fornece informações que aumentam demanda pelo produto (MAVROMMATI; PAPADOPOULOS, 2005). Contudo, não é possível afirmar que essa relação se comporta de maneira linear.

De acordo com Assaf et al. (2015), os retornos publicitários mudam com os diferentes graus de gastos. Segundo Johansson (1979), a relação entre venda e intensidade publicitária pode ser representada, não de forma linear, mas sim na forma de “S”, em que os gastos iniciais com publicidade têm pouco impacto no desempenho de vendas, entretanto, quando se intensificam esses gastos, a publicidade começa a ter um efeito. Uma provável explicação para

esse relacionamento corresponde ao tempo de resposta do cliente, que impediria a visualização do resultado efetivo em curto prazo (MARTINS, 2011).

Mais do que uma estratégia competitiva, a intensidade publicitária corresponde a um elemento de diferenciação. De acordo com Boulding, Lee e Staelin (1994), inúmeros estudos evidenciam que à medida que as empresas direcionam mais recursos para publicidade, elas reduzem a concorrência de preços, implicando em uma diferenciação em relação ao mercado.

2.4.2 Intensidade de P&D

Em razão do ambiente econômico ser caracterizado pela competição global, as empresas necessitam de processos inovadores para se manterem competitivas na busca por resultados mais expressivos (BAGGIO; WEGNER, 2016). De acordo com Schreiber (2014), ao longo do tempo, a inovação deixou de ser uma opção e passou a ser um requisito institucional obrigatório e legitimador.

Associada à estratégia empresarial, a inovação requer a criação de competências internas capazes de gerar e sustentar vantagem competitiva (HOFFMANN; CORAL; JARA, 2014). Em ambientes corporativos, muitas das inovações são alçadas por meio de projetos de pesquisa e desenvolvimento (P&D) resultantes dos esforços de membros da organização ou do esforço multiorganizacional, que ocorre em determinada faixa de tempo e recursos, objetivando a geração de novos conhecimentos exclusivos (CRESPI; COSTA; PREUSLER, 2018). Esses conhecimentos são destinados ao aperfeiçoamento de produtos e serviços, visando à melhora do desempenho institucional (GONÇALVES; LEMES, 2018).

Embora o desenvolvimento de projetos de P&D seja resultado do envolvimento humano – conforme descrito por Crespi, Costa e Preusler (2018) – sua viabilização demanda recursos que vão além. De acordo com Canto e González (1999), para que seja viável, a atividade de P&D deve envolver recursos físicos, humanos e financeiros.

No que tange aos recursos físicos, a empresa deve dispor de uma estrutura adequada e condizente com o tipo de atividade a ser desenvolvida, tornando o tamanho da organização e seus ativos fixos características fundamentais. Empresas maiores são mais propensas a investir em P&D, entretanto, esse não corresponde a uma relação empírica constante na literatura. No que se refere aos ativos fixos, programas de P&D demandam a utilização de ativos específicos, geralmente sofisticados e de alto valor (CANTO; GONZÁLEZ, 1999).

Quanto aos recursos humanos, esses dizem respeito a todo conhecimento científico e técnico dentro da organização. Para ser bem-sucedida, a organização, além dos meios físicos e

financeiros, deve contar com a disponibilidade de uma equipe de cientistas e técnicos com qualificação adequada e *know-how* em atividades de P&D (CANTO; GONZÁLEZ, 1999).

Já os recursos financeiros incluem dívida, capital próprio, lucros retidos e toda a disponibilidade de recursos que podem afetar a realização de atividades de P&D. Geralmente, essas atividades são financiadas com recursos internos, devido à assimetria informacional e à necessidade de transparência que envolve os recursos externos. A necessidade de transparência que envolve os recursos externos se contrapõe ao sigilo inerente às atividades de P&D, dado que elas não devem ser inteiramente relatadas, pois poderiam comprometer a potencial vantagem competitiva por elas promovidas (CANTO; GONZÁLEZ, 1999; CERQUETI; MARAZZINA; VENTURA, 2015).

Dada a necessidade de resguardar certas informações para garantir a vantagem competitiva, poucas informações sobre esses projetos são apresentadas nos relatórios anuais das empresas, porém, o Manual Oslo argumenta que muito da estratégia de inovação pode ser obtida a partir dos gastos com P&D, já para Hoffmann, Coral e Jara (2014), o investimento em Pesquisa e Desenvolvimento (P&D) constitui um indicador consagrado mundialmente para medir os esforços de inovação de empresas, regiões e países.

Ao incorrerem neste tipo de gastos, as empresas objetivam a geração de benefícios futuros, que conferem a essa destinação de recursos o caráter de ativo intangível de destaque, devido à sua mensurabilidade (CRISÓSTOMO; GONZÁLEZ, 2006; AZEVEDO; GUTIERREZ, 2009).

Mesmo diante dos potenciais benéficos que envolvem os gastos de P&D, trata-se de uma decisão de grande risco, pois, a introdução de um novo produto no mercado implica em enfrentar uma demanda altamente incerta (CERQUETI; MARAZZINA; VENTURA, 2015). Espera-se que o P&D resulte em vantagem competitiva, entretanto, se os gastos dessas áreas não são capazes de trazer benefícios econômicos para a empresa, a entidade consome recursos que poderiam ser aplicados em outras áreas mais rentáveis (GONÇALVES; LEMES, 2018).

Em um contexto geral, no mercado brasileiro, essas atividades ainda são limitadas. Entre os países do BRICs (Brasil, Rússia, Índia e China), o Brasil está em último lugar em valores despendidos, o que evidencia a necessidade de ampliação dos investimentos em P&D, bem como o seu alinhamento com estratégias corporativas para fortalecer a capacidade de inovação e competitividade das empresas nacionais (QUANDT; SILVA JUNIOR; PROCOPIUCK, 2008). Neste contexto, foi criada a Lei 11.196 de 2005 que dispõe sobre incentivos à inovação tecnológica e científica, além disso, setores como o de energia elétrica,

por força da legislação vigente (Lei 9.991/2000), são obrigadas a empregar parte de suas receitas em atividades de pesquisa e desenvolvimento.

Mesmo que as atividades de P&D não resultem em uma inovação de produtos e processos, a literatura demonstra que existem benefícios associados aos gastos relacionados com P&D. Em um estudo desenvolvido por Azevedo e Gutierrez (2009) com empresas de capital aberto, listadas na NYSE, os autores verificaram que as empresas que destinam maior proporção de recursos à P&D apresentam maior crescimento de longo prazo.

Apesar dos benefícios associados aos gastos com P&D, ainda não existe uma clara definição dos fatores que motivam as empresas a embrenharem por essas atividades, entretanto, a literatura fornece evidências. Fatores como a participação da empresa no mercado (MATESCO, 1993); setor de atuação (SCHERER, 1965); tamanho da empresa (CANTO; GONZÁLEZ, 1999) nível de endividamento e estratégia empresarial (HOSKISSON; HITT, 1988) são apresentados como motivadores das atividades de P&D.

Ainda com relação aos fatores determinantes dos gastos com P&D, segundo Schreiber (2014), é possível afirmar que o conjunto de vivências pessoais e profissionais dos gestores responsáveis pela tomada de decisão influenciam a sua percepção dos riscos dos projetos propostos e das linhas de investigação, intervindo na decisão de P&D a ser tomada.

Cada pessoa tem a sua própria experiência e trajetória (pessoal e profissional), que orientam a percepção de mundo individual e a interpretação da realidade contextual, encontrando, no ambiente organizacional, um conjunto de significados a serem compartilhados com outras pessoas, o que influencia diretamente no seu modo de ver a realidade. Cabe ao gestor, na qualidade de líder, compreender a realidade organizacional e fazer escolhas entre alternativas na aplicação dos recursos organizacionais sob sua gestão. Dessa forma, surge a necessidade de reflexão mais profunda sobre como o gestor procede e sobre em quais critérios ele fundamenta as suas opções (SCHREIBER, 2014).

Ao relacionarem características pessoais como o excesso de confiança e a inovação, Hirshleifer, Low e Teoh (2008), Galasso e Simcoe (2011) e Herz, Schunk e Zehnder (2014) constataram que os CEOs excessivamente confiantes estão mais dispostos a correr riscos e, por esse motivo, são mais propensos à pesquisa e ao desenvolvimento de registro de patentes do que os CEOs menos confiantes.

Por fim, Simon e Houghton (2003) avaliaram a relação do excesso de confiança e a introdução de produtos pioneiros no mercado, encontrando uma relação positiva demonstrando que os gestores excessivamente confiantes acreditam na extrema certeza de alcançar o sucesso de seus produtos.

2.4.3 Investimento em ativos fixos

Uma combinação eficiente de ativos fixos promove nas empresas diferenciação em relação às demais, auxiliando de forma mais rápida a concretização de mudanças e concedendo vantagem em relação à concorrência, além de auxiliarem no desempenho e persistência dos resultados organizacionais (LEVITT, 1994; CARVALHO, 2009; MOURA; MECKING; SCARPIN, 2013).

Assim como qualquer outra decisão de investimento, as decisões que envolvem a compra de ativos fixos devem ser ponderadas e, segundo Lyra e Olinguevitch (2007), devem seguir os mesmos princípios empregados na avaliação de investimentos, tornando-se válida a análise do binômio risco e retorno (KAHRAMAN, 2011).

De forma geral, os parâmetros para análise de investimento são geralmente os fluxos de caixa (aporte inicial, custos anuais, benefícios e valores resgatados), taxa mínima de retorno e vida útil (KAHRAMAN, 2011). Já em relação ao imobilizado, especificamente, segundo Levitt (1994), várias empresas utilizam-se de análises do valor presente líquido, fluxo de caixa e desempenho para tomar essas decisões, o que é consistente com o entendimento clássico do processo decisório racional (ver Bazerman e Moore, 2014).

Ao optar pela compra de planta e equipamentos industriais, o gestor compreende o capital de modo durável, na esperança de manter ou melhorar a situação econômica futura (LYRA; OLINQUEVITCH, 2007). Diferente de outros investimentos, a aquisição de ativos fixos é caracterizada pela irreversibilidade das imobilizações, tornando real o custo de oportunidade atrelado a essas decisões e aumentando os riscos da operação (LYRA; OLINQUEVITCH, 2007). Diferentemente de outros investimentos como ações, debêntures e derivativos, é necessário que se considere características como o design, aquisição, manutenção e instalação desses equipamentos (EDWARDS; HOLT, 2008).

Ao incorrerem em gastos dessa natureza, as empresas buscam a substituição de equipamentos, expansão da capacidade produtiva ou a modernização de suas instalações (LYRA; OLINQUEVITCH, 2007). Um dos fatores que pode influenciar a composição dos ativos corresponde ao grau de competitividade em que se situam as organizações, uma vez que empresas situadas em ambientes mais competitivos necessitam de melhores combinações de ativos e melhor uso desse conjunto (MOURA; MECKING; SCARPIN, 2013).

O alto risco inerente às imobilizações, juntamente com as possibilidades de retorno podem despertar o otimismo do CEO, principalmente no que refere à incerteza desses investimentos. Segundo Kahraman (2011), um dos fatores cruciais das decisões de investimento

é a incerteza, definida como o conhecimento limitado com o qual é impossível descrever o resultado futuro. Dentro do contexto estratégico, Barnes Junior (1984) afirma que a estratégia se desenvolve como uma espécie de aposta, na qual a incerteza e o otimismo do CEO podem comprometer os resultados alcançados.

Ao estudarem o otimismo e as decisões de investimentos, Malmendier e Tate (2005) e Eichholtz e Yönder (2011) concluíram que os CEOs excessivamente confiantes tendem a efetuar maiores investimentos. Já Brown e Sarma (2007) e Malmendier e Tate (2008) encontraram uma relação positiva entre o excesso de confiança dos CEOs e as decisões de aquisição de outras empresas. Para Brown e Sarma (2007), o excesso de confiança do gestor é tão significativo quanto a influência do gestor no processo de gestão da organização.

2.4.4 Estrutura de gastos

Na busca pela sobrevivência, as organizações necessitam de um olhar tanto para seu interior quanto para seu exterior. No ambiente interno, segundo Porter (2008), a liderança em custos representa uma estratégia genérica na busca pela competitividade, eficiência e desempenho.

Ao utilizar-se da dimensão estratégica da estrutura de gastos, o presente trabalho parte da prerrogativa de liderança demonstrada por Porter (2008) e tem como base a definição de custos gerenciáveis de Bornia (2017), que os define como o valor dos insumos utilizados pela empresa, englobando os custos de fabricação e despesas.

Por meio das estratégias de custos, as empresas podem alcançar resultados positivos, nulos ou negativos em relação à competitividade (KUMAR; NAGPAL, 2011). Os resultados positivos são consequências de decisões que colocam a empresa em situação de liderança, enquanto que os resultados nulos, como o nome sugere, correspondem a decisões cujos resultados não se relacionam com a competitividade, embora tenham ela como o principal motivador, já com relação aos resultados negativos, refere-se a decisões que, diferentemente do planejado, fazem com que a empresa perca competitividade.

Os potenciais resultados das decisões de custos evidenciam a complexidade envolvida no processo, que, segundo Porter (2008), exige decisões sobre a redução das experiências de custos, além do seu controle rigoroso e minimização de gastos em áreas de pesquisas, por exemplo, despesas com vendas, publicidade e outras, além de exigir um maior controle dos custos.

Cada setor de atividade demanda uma faixa de custos e despesas capaz de afetar sua rentabilidade, os gestores devem utilizar-se de instrumentos estratégicos como a gestão de

produtos, processos e pessoas, o gerenciamento de preços, a terceirização e a avaliação econômica de projetos, para contornar tal situação (SOUZA, 2011). Embora aparentemente a estratégia de custos pareça se resumir a cortar custos de forma aleatória, Groth e Kinney (1994) demonstram que o gerenciamento de custos assume três formas diferentes: A contenção, a evasão e a redução.

A primeira abordagem, denominada por Groth e Kinney (1994) de contenção, refere-se a decisões que buscam evitar custos futuros. A segunda forma de gestão, denominada evasão, tem como fundamento decisões que buscam eliminar atividades que geram custos injustificáveis quando considerado seu risco e retorno. Já a redução, por sua vez, busca reduzir os custos relacionados às atividades essenciais.

Por meio dessas abordagens, é que as empresas conseguem atingir a competitividade, além de usufruírem de benefícios como a redução de risco do negócio, o efeito assimétrico favorável entre a redução de custos, a criação de valor e o aumento dos benefícios fiscais, uma vez que permite o ajuste no financiamento da empresa com os benefícios fiscais (GROTH; KINNEY, 1994; GUERRA; ROCHA; CORRAR, 2007).

2.4.5 Gestão de capital de giro e ciclo de produção

Independentemente do setor, tamanho e objetivos sociais o capital de giro corresponde a uma preocupação de todas as empresas, retratando a necessidade de financiamento de curto prazo e sendo um parâmetro vital para as decisões gerenciais da organização (SHRIVASTAVA; KUMAR; KUMAR, 2017).

Essas decisões ocorrem de forma diária e de forma simultânea a diversas outras decisões comerciais e financeiras, contudo apresentam natureza complexa ao envolver um *trade-off* entre risco, liquidez e rentabilidade (CARVALHO; SCHIOZER, 2012).

A viabilidade do negócio depende da capacidade de gerenciar com eficiência os recebíveis, estoques e contas a pagar, implicando que muito dos esforços gerenciais têm sido gastos para trazer os ativos circulantes e os passivos circulantes para um nível ideal, isto é, um nível de equilíbrio entre risco e eficiência, possibilitando às empresas reduzirem os custos ou aumentarem a quantidade de fundos disponíveis (FILBECK; KRUEGER, 2005).

Diretamente relacionado as estratégias de financiamento da organização, o capital de giro representa os recursos originados internamente. Para Autukaite e Molay (2011), as firmas podem reduzir sua dependência de financiamento externo, reduzir o custo de financiamento e gozar de flexibilidade financeira por meio de gestão eficaz do capital de giro.

A busca pela definição de nível ideal do capital de giro deve ser uma constante entre os gestores, pois, segundo Afrifa e Padachi (2016), é mediante seu ajuste que as empresas conseguem maximizar a lucratividade empresarial. Empregar maior volume de recursos no capital circulante líquido implica em melhor desempenho, por intermédio do estímulo das vendas, impedindo interrupções na produção, fortalecendo o relacionamento de longo prazo dos clientes e influenciando a aquisição de mercadorias em tempos de baixa demanda (AFRIFA, 2016).

É preciso ressaltar que esses sejam possíveis benefícios atribuídos ao capital de giro só são aplicáveis quando a empresa adota uma postura mais agressiva (aumentando o capital de giro), o que não extingue a possibilidade de aumento de rentabilidade quando as empresas adotam uma postura mais conservadora (menor capital de giro) (AFRIFA; PADACHI, 2016).

Mesmo que a destinação de recursos para o capital de giro esteja correlacionada com desempenho da entidade, ela também pode ser o caminho para a falências. De acordo com Afrifa (2016), o capital de giro é responsável por reter parte dos recursos da entidade, sendo essa uma de suas principais fraquezas, pois, quando empregado de maneira inadequada pode provocar a falência da empresa ao reter recursos que possivelmente seriam mais bem empregados em outras áreas. Neste contexto, Fusco (1996) argumenta que a principal tarefa dos gestores é decidir sobre as várias contas que compõem o capital de giro, levando em conta a liquidez empresarial de forma que ela não se torne tão agressiva, ou tão conservadora.

Em geral, as fragilidades do capital de giro são sentidas com maior intensidade por empresas de menor porte. Segundo dados do SEBRAE (2004), entre 2002 e 2004 cerca de 49,9% das empresas de pequeno e médio porte fecharam suas portas, principalmente devido à má gestão do capital de giro. De acordo com Carvalho e Schiozer (2012), as empresas maiores e mais maduras apresentam estrutura de gestão e controle maior em relação às empresas menores e mais jovens, além disso, empresas menores possuem maior dependência de recursos internos.

No que diz respeito às decisões sobre o capital de giro, o risco corresponde a um dos fatores mais fortes, é percebido principalmente na demanda de produtos, no valor de mercado das mercadorias, na qualidade e disponibilidade de produtos, matérias-primas e fornecedores, além do fato de que é do risco que se origina boa parte das estratégias que envolvem as contas do ativo circulante (capital de giro) (FUSCO, 1996).

Caracterizadas pelo risco e incerteza, as decisões de capital de giro correspondem a potenciais ambientes para a uso das heurísticas comportamentais. Segundo Tversky e Kahneman (1974), a incerteza, geralmente expressa nos processos decisórios em forma de

probabilidade subjetiva, estimula o uso de vieses comportamentais. O excesso de confiança, que pode se manifestar na forma de superestimação do conhecimento e otimismo em relação aos resultados pretendidos (Moore; Healy, 2008; Chao, 2011; Malmendier; Taylor, 2015; Prims; Moore, 2017), sendo ele um fator significativo nas relações potenciais com o capital de giro.

Os estudos de Ben-David, Graham e Harvey (2007), Deshmukh, Goel e Howe (2013) e Chen, Zheng e Wu (2011) não tratam especificamente do capital de giro, mas os autores estudaram o financiamento por meio de recursos internos analisando a distribuição de lucro. Segundo os resultados encontrados pelos autores, empresas com CEOs excessivamente confiantes tendem a pagar menos dividendos, utilizando esses recursos fonte de financiamento interna.

2.4.6 Estrutura de capital

Um dos fatores que determinam o quão valorizada é uma empresa corresponde aos seus investimentos passados e futuros, que estão diretamente associados à disponibilidade de recursos e às decisões de financiamento, cabendo às empresas escolherem um *mix* “ideal” entre as fontes de financiamento para o bem-estar da organização (KUMAR; COLOMBAGE; RAO, 2017).

As decisões envolvendo esse *mix* de capital, cuja literatura denomina de estrutura de capital, dependem de um conjunto complexo de fundamentos teóricos e considerações práticas, o que motivou grande parte da literatura a se concentrar em tentar explicar como a estrutura de capital observada é desenvolvida e qual o seu papel sobre o valor da empresa (LIAO; TAMM, 2014; STRETCHER; JOHNSON, 2011).

O estudo de Modigliani e Miller (1958) foi o primeiro a examinar as decisões envolvendo estrutura de capital. Neste estudo, os autores concluíram que a estrutura de capital não estava relacionada ao valor da empresa, isso considerando a inexistência de custos de transação e falência, o que ficou conhecida como Teoria da Irrelevância (AL-NAJJAR; HUSSAINEY, 2011; WANG; ZHU, 2013; CHEN; JIANG; LIN, 2014). Segundo Ramjee e Gwatidzo (2012), mesmo após mais de meio século do trabalho seminal de Modigliani e Miller (1958), ainda se está longe de finalizar o debate acerca da estrutura de capital. Até agora, não há um consenso geral sobre o tema, e não está claro o que impulsiona essas decisões (SEPPA, 2008; AL-NAJJAR; HUSSAINEY, 2011).

Em um levantamento efetuado por Kumar, Colombage e Rao (2017), os autores evidenciaram a clara tentativa da academia em explicar a estrutura de capital a partir de distintas

abordagens, o que resultou em um leque de abordagens que vão desde a Teoria da Irrelevância até as abordagens mais contemporânea baseadas em elementos comportamentais. Dentre as teorias utilizadas para apoiar essas discussões, a Teoria do *Trade-off* e a *Pecking Order* são as mais utilizadas e debatidas (KAYA, 2011; RAMJEE; GWATIDZO, 2012).

Para a Teoria do *Trade-off*, as empresas têm uma estrutura de capital ideal ou alvo, que é determinada pelo contraponto entre vantagens e desvantagens (REINHARD; LI, 2010). Em meio aos seus fundamentos teóricos, dois pontos específicos originam o dilema decisório que dá origem à denominação *Trade-off* da teoria: A dedutibilidade dos juros e o aumento do risco oriundo da alavancagem.

No que se refere à dedutibilidade dos juros, uma vez que a despesa é dedutível no cálculo de impostos, quanto mais dívida, mais riqueza será gerada por meio de pagamentos de impostos menores, o que é denominado “escudo fiscal”. Como uma empresa usa mais e mais dívida, o escudo fiscal se tornará maior, agregando valor à empresa, entretanto a segunda característica, que é o risco, aumenta à medida que a empresa adiciona dívida à estrutura de capital. A dívida seria muito benéfica em níveis baixos, mas, ao tomar grandes proporções, a empresa começa a ser pressionada financeiramente para cumprir as obrigações de pagamento de juros (STRETCHER; JOHNSON, 2011).

A partir dos dois pontos principais, a ideia da decisão da estrutura de capital começa a tomar forma, isto é, as empresas gostariam de usar dívida, até o ponto em que o seu valor fosse maximizado pela estrutura de capital ótima, caracterizando essa como uma decisão de capital totalmente racional, mas que pode ser semirracional quando se assume a existência de margens ao redor do nível ideal de alavancagem (STRETCHER; JOHNSON, 2011).

A Teoria *Pecking Order* ou Hierarquia das Fontes de Financiamento baseia-se na hipótese de que existem assimetrias de informação entre gerentes e investidores. Como resultado, os gestores preferem escolher fontes de financiamento com o menor custo de informação primeiro (RAMJEE; GWATIDZO, 2012). Diferentemente da Teoria do *Trade-off*, que apresenta um grau de alavancagem ideal, a *Pecking Order* afirma que existe uma ordem ótima de preferência quanto às fontes de financiamento (STRETCHER; JOHNSON, 2011).

As empresas preferem primeiro usar dinheiro gerado internamente, quando disponível, e se for necessário mais dinheiro do que o gerado internamente, a empresa emitirá dívida. Uma vez que a empresa não pode emitir mais dívida, emitirão títulos patrimoniais como último recurso devido ao alto custo de capital e à diluição da estrutura de capital (LIAO; TAMM, 2014; GÓMEZ; RIVAS; BALAÑOS, 2014). Tradicionalmente, a *Packing Order* era explicada pelos custos de transação e emissão, uma vez que reter lucros envolvem custos de transação mais

baixo do que a emissão de ações; além disso, o financiamento da dívida também envolve uma relação de impostos se a empresa tiver um lucro tributável (FRYDENBERG, 2004).

De acordo com Seppa (2008), nem a Teoria do *Trade-off* nem a Teoria *Parking Order* fornecem uma descrição satisfatória da estrutura de capital na prática. A Teoria do *Trade-off*, por exemplo, não consegue explicar porque as empresas mais lucrativas obtêm o mínimo de capital e porque empresas com o mesmo regime de tributação apresentam diferentes estruturas de capital (CHEN, STRANGE, 2005). Frank e Goyal (2003) indicam que a Teoria *Order Packing* descreve melhor o comportamento de grandes empresas, mas não de pequenas empresas.

Ao longo dos anos, segundo Lemmon, Roberts e Zender (2008), os estudos sobre a estrutura de capital identificaram que fatores como lucro, crescimento, tamanho, escudos fiscais e ativos fixos afetam as decisões da estrutura de capital das empresas; já segundo Chen, Jiang e Lin (2014), também se relacionam à estrutura de capital características como a lucratividade, tamanho, valor de garantia dos ativos, oportunidade de crescimento, singularidade, indústria e volatilidade.

Mais recentemente, a partir de outra abordagem empírica sobre a estrutura de capital, tem se desafiado a confiabilidade desses fatores com o argumento de que fatores específicos não observáveis explicam a maior parte da variação transversal na estrutura de capital das empresas (LEMMON; ROBERTS; ZENDER, 2008).

Infelizmente, esses efeitos não observáveis específicos da empresa, como capacidade ou habilidades de gerenciamento, são difíceis de medir, o que pode explicar por que essas variáveis são frequentemente omitidas na modelagem da estrutura de capital (MATEMILOLA; BANY-ARIFFIN; MCGOWAN, 2013).

Assim como as outras dimensões estratégicas, a literatura evidencia que o excesso de confiança possui implicações significativas sobre o financiamento das empresas. Autores como Ben-David, Graham e Harvey (2007) concluíram que CEOs excessivamente confiantes preferem endividamento de longo prazo. Costa, Correia e Lucena (2017) estudaram o excesso de confiança em empresas brasileiras e americanas e concluíram que à medida que o excesso de confiança aumenta a alavancagem também aumenta, além disso concluíram que as decisões estão voltadas a perfis individuais. Silva et al. (2017) verificaram que CEOs de empresas cinquentenárias são mais confiantes do que CEOs de empresas não cinquentenárias.

3 METODOLOGIA

3.1 POPULAÇÃO E AMOSTRA

O universo pesquisado corresponde a empresas não financeiras de capital aberto que negociam ações na Bolsa de Valores *Brasil, Bolsa, Balcão* (B3). Segundo informações disponíveis no *site* da B3, atualmente encontram-se listadas 289 empresas a partir da qual se origina a presente amostra de pesquisa.

A amostra foi definida a partir de três critérios básicos: O primeiro deles corresponde à disponibilidade de dados; o segundo diz respeito ao valor das vendas diferente de 0 (zero); o terceiro critério corresponde ao valor do ativo imobilizado também diferente de 0 (zero). Os dois últimos critérios de amostragem foram utilizados para extinguir a limitação matemática inerente ao cálculo do IGC e para o indicador da dimensão estratégica de investimento em ativos fixos. A não observância de tais critérios resultaria em uma razão com denominador zero, inviabilizando o cálculo dos índices.

Do total de empresas listadas foram excluídas 45, devido a não observância dos critérios pré-definidos (5 empresas apresentavam receita igual a 0; 10 apresentavam imobilizado igual a 0; 4 apresentavam tanto imobilizado quando receita igual a zero, e 26 não apresentavam dados), resultando em uma amostra de 244 empresas, equivalente a 84,43% da população estudada. A amostra da pesquisa está caracterizada na tabela 1, a seguir.

Tabela 1 - Total de empresas estudadas por setor econômico

Setor econômico B3	Nº de empresas	Grande categoria econômica	Nº de empresas	(%)
Bens industriais	48	Bens de capital	55	22,54%
Tecnologia da informação	07			
Petróleo, gás e biocombustível	11	Bens intermediários	60	24,59%
Materiais básicos	28			
Consumo não cíclico	21			
Consumo cíclico	76	Bens de consumo	76	31,15%
Saúde	16	Bens não especificados	53	21,72%
Telecomunicações	04			
Utilidade pública	33			
Total	244	Total	244	100%

Fonte: Adaptado da Brasil, Bolsa, Balcão (2018) e IBGE (2013).

Conforme verifica-se na tabela 1, as empresas estão discriminadas por setores econômicos e categorias econômicas. A classificação por setor econômico corresponde à

utilizada pela B3, porém, devido à grande dispersão do número de empresas listadas em cada um dos setores e a necessidade de considerar o fator atividade nas dimensões estratégicas utilizadas, optou-se por utilizar nas análises desenvolvidas as grandes categorias econômicas propostas pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE, 2013), o que tornou o número de empresas em cada uma delas mais homogênea.

Os setores econômicos foram associados às categorias econômicas com base nas descrições fornecidas pelo IBGE (2013). A classificação em grandes categorias econômicas é utilizada pelo órgão no desenvolvimento das estatísticas nacionais. Corresponde a uma classificação “de baixo para cima”, isto é, inicia-se nas categorias mais básicas (existem 19 categorias básicas, equivalentes ao nível três da classificação) e são agrupadas em quatro grupos econômicos.

3.2 COLETA DOS DADOS

Os dados da pesquisa foram coletados baseados na disponibilidade das fontes de informação e atentando ao objetivo específico 4, que propõe “relacionar o excesso de confiança dos gestores com a mudança estratégica das empresas de capital aberto” (Seção 1.3.2 Objetivos específicos).

Ao atentar-se para a disponibilidade de dados e considerando que o formulário de referência constitui uma das principais fontes de informação da presente pesquisa, verificou-se que a sua disponibilidade só se deu a partir de 2010, em razão da Instrução nº 480/09 da Comissão de Valores Imobiliários (CVM).

Em relação ao objetivo específico 4, levou-se em consideração a proposição de Snow e Hambrick (1980), segundo a qual o modelo matemático só é capaz de detectar a mudança estratégica e distingui-la de um simples ajuste estratégico quando se tem no mínimo um intervalo de 5 anos de dados, dessa forma, ao se definir o horizonte temporal de 2011 a 2017 esse critério é atendido.

A coleta dos dados se deu a partir das bases *Thomson Reuters*[®] e *Economática*[®], além das Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFP), disponíveis no *site* da CVM, dos Formulários de Referência e também dos Relatórios da Administração.

Nas DFP, os dados foram coletados das demonstrações consolidadas, entretanto, quando não aplicável, foram utilizadas as demonstrações individuais. Todos os dados coletados referem-se ao período de 31 de dezembro de cada ano, as empresas que não possuem o exercício social alinhado ao ano fiscal tiveram suas informações extraídas do formulário de Informações Trimestrais (ITR) referente ao trimestre findo em 31 dezembro.

Devido à dinâmica de abertura e fechamento de capital e à existência de processos de recuperação judicial (a existência de tais processos permite que as empresas não divulguem determinadas informações disponíveis do formulário de referência), nem todas as empresas apresentam dados para todos os anos de análise, o que resultou na utilização de dados em painel desbalanceado.

Outro fator relevante em relação aos dados, trata-se das dimensões estratégicas de intensidade publicitária e intensidade de P&D. Por se tratar de dimensões de grande relação com o setor de atuação, é comum que algumas empresas não destinem recursos para tais atividades, dessa forma, quando as DFP não discriminavam valores para tais gastos atribui-se o valor 0.

3.3 VARIÁVEIS E MODELO ECONOMETRICO

Para avaliar a influência do excesso de confiança na estratégia empresarial, há necessidade de mensurar ambas as características. As próximas sessões discorrem sobre essas mensurações, além de evidenciarem a abordagem estatística a ser utilizada.

3.3.1 Variáveis dependentes: Mensuração das dimensões estratégicas

A estratégia que se origina da estratégia pretendida e da estratégia realizada, limita a sua mensuração, entretanto não a torna impossível. De acordo com Snow e Hambrick (1980), existem na literatura pelo menos quatro abordagens utilizadas para a mensuração da estratégia empresarial, sendo elas a inferência do investigador; a autodeclaração (*self-typing*); a avaliação externa e os indicadores objetivos. As quatro abordagens estão descritas no quadro 1, a seguir.

Quadro 1- Metodologias para a mensuração da estratégia empresarial

Metodologia	Descrição	Pontos positivos	Pontos negativos
Inferência do investigador	Nessa perspectiva, o pesquisador utiliza-se de todas as informações disponíveis para avaliar a estratégia empresarial, sendo essa a técnica mais utilizada em estudos de casos.	• Maior número de informação são fornecidas aos pesquisadores; • A combinação de informações e quadro teórico pode permitir que o pesquisador faça uma leitura mais precisa da estratégia.	• Incapacidade de obtenção de amostra grandes para inferência estatística; • Outro problema corresponde à tendência do investigador de avaliar a partir de determinados aspectos.
<i>Self-typing</i>	Nesta perspectiva, o pesquisador solicita aos altos executivos para caracterizarem a estratégia adotada pela empresa.	• É possível coletar dados referentes a percepções e opiniões dos altos gestores quanto à estratégia empresarial	• A primeira limitação dessa metodologia refere-se ao fato de muito dos gestores acreditarem que suas organizações são únicas e que não se enquadram em padrões,

		(pelo menos a pretendida); • É possível, a partir de instrumentos de pesquisa (Geralmente um <i>survey</i>), obter amostras grandes que permitam a inferência estatística.	dificultando a tentativa de classificá-las; • As variações existentes entre os gestores quanto a sua percepção de estratégia; • Os executivos geralmente relatam a intenção de suas estratégias organizacionais em oposição à emergente ou realizada; • As respostas obtidas dos gestores não são passíveis de confirmações externas.
Avaliação externa	Nesta perspectiva, a estratégia é traçada a partir de informações obtidas de indivíduos externos à empresa (como por exemplo de consultores, analistas setoriais e especialistas)		• Possíveis divergências de opinião entre os indivíduos acerca da estratégia da empresa focal; • Possibilidade de os indivíduos externos não possuírem opinião quanto a estratégia adotada pela empresa focal.
Indicadores objetivos	Envolvem medidas que não dependem das percepções de indivíduos internos ou externos à empresa.	• Controle dos vieses perceptivos individuais, deixando apenas aspectos mais objetivos de estratégia a serem medidas; • Possibilidade de obtenção de grandes amostras, permitindo a inferência estatística; • Quando a disponibilidade de dados no tempo é suficiente (geralmente cinco anos ou mais), é possível diferenciar as mudanças estratégicas dos ajustes estratégicos.	• Possibilidade de inexistência de informações ou disponibilidade em formato não desejado; • Raramente se baseia em dados que permitam identificar a estratégia pretendida, isto é, tem como foco a estratégia realizada. • Esse método não permite refletir recentes alterações da estratégia.

Fonte: Snow e Hambrick (1980).

As quatro abordagens metodológicas para mensuração da estratégia (demonstradas no quadro 1) apresentam aspectos positivos e negativos que devem ser ponderados pelos objetivos da pesquisa. Considerando a pretensão da presente pesquisa de se investigar a influência do excesso de confiança na estratégia empresarial, esta foi avaliada a partir de indicadores objetivos, uma vez que foi possível obter uma amostra representativa o suficiente para permitir a inferência estatística e eliminar o viés de percepção dos gestores. Nesse caso, a limitação do método de não ser capaz de refletir mudanças estratégicas de forma instantânea é contornada pelo horizonte temporal utilizado.

Os indicadores objetivos utilizados partem da concepção de estratégia defendida por Miller (1987) e por Langabeer II e Dellifrairie (2011) e, como já mencionado, baseiam-se nas seis dimensões estratégicas propostas nos trabalhos de Finkelstein e Hambrick (1990); Carpenter (2000); Zhang (2006); Zhang e Rajagopalan (2010) e Wang e Jiang (2017). Cada dimensão estratégica será constituída a partir de dados integrantes das demonstrações contábeis padronizadas (DCP) das companhias estudadas e calculadas conforme demonstrado na tabela 2.

Tabela 2 - Dimensões estratégicas analisadas

Dimensão estratégica	Conceito adotado	Indicador utilizado	Fonte
Intensidade Publicitária	Proporção de gastos com publicidade em relação às vendas.	$\frac{\text{Publicidade}}{\text{Vendas}}$	Finkelstein e Hambrick (1990); Carpenter (2000); Zhang (2006); Zhang e Rajagopalan (2010) e Wang e Jiang (2017).
Intensidade de P&D	Valor gasto com P&D em relação às vendas.	$\frac{\text{P\&D}}{\text{Vendas}}$	
Investimento em ativos fixos	Compra de ativos fixos no período.	$\frac{\text{Imobilizado líquido}}{\text{Imobilizado bruto}}$	
Estrutura de gastos	Proporção de gastos administrativos e comerciais em relação às vendas.	$\frac{\text{Desp. administrativas, vendas e geral}}{\text{Vendas}}$	
Gestão de capital de giro e ciclo de produção	Capacidade de geração de recursos internos através da gestão eficiente dos ativos e passivos circulante.	$\frac{\text{Estoques}}{\text{Vendas}}$	
Estrutura de capital	Proporção de capital próprio e de terceiros utilizado pela empresa.	$\frac{\text{Débito}}{\text{Patrimônio líquido}}$	

Fonte: Elaboração própria (2019).

Quatro razões motivaram a escolha das seis dimensões a serem analisadas: (a) em primeiro lugar, estas são dimensões controladas por altos executivos; (b) elas possuem

importante efeitos sobre o desempenho das organizações; (c) elas são complementares, cada foco é importante, mas específico da estratégia empresarial; (d) elas permitem a coleta dos dados e tem comparabilidade confiável entre empresas do mesmo setor (FINKELSTEIN; HAMBRICK, 1990).

3.3.2 Variável independente: Mensuração do excesso de confiança

O excesso de confiança corresponde a uma característica humana explicada pela Teoria Psicológica dos Traços de Personalidade e cuja mensuração é problemática, uma vez que não existem instrumentos para se medir diretamente esses traços de personalidade (BROWN; SARMA, 2007).

Geralmente, os efeitos do excesso de confiança são mensurados por experimentos de laboratórios, entretanto, poucos experimentos são robustos o suficiente para obter validade ecológica, motivando, assim, os pesquisadores a recorrerem a mensurações indiretas (ESHMAGHI; TAFFLER, 2012). Dessa forma, muitas *proxies* foram propostas na literatura para representar essa característica humana.

Simon e Houghton (2003) mensuraram o excesso de confiança a partir de uma medida conservadora de certeza, considerando o fator de sucesso que avalia a extrema certeza. Ben-David, Graham e Harvey (2007) mensuraram o excesso de confiança a partir do mapeamento de previsões de gestores do *Standard & Poor's 500* (S&P500), originando duas *proxies* para o excesso de confiança, uma de curto prazo e uma de longo prazo. Malmendier e Tate (2005, 2008) utilizaram uma medida baseada no exercício de opções de ações de posse do CEO da empresa. Já Schrand e Zechman (2012) utilizaram duas *proxies* para excesso de confiança, a primeira delas baseada no exercício das opções de ações pelos gestores e a segunda relacionada a decisões de investimentos e financiamento.

No presente estudo, ao considerar a estratégia como um processo deliberado, isto é, *top-down*, o administrador é colocado como o ator principal desse processo e, por esse motivo, para mensurar o excesso de confiança, foram utilizadas três *proxies* diferentes. Embora ao longo do referencial teórico se tenha assumido o CEO como principal gestor e decisor, é preciso reconhecer o papel do conselho de administração nas decisões corporativas, desta forma optou-se por utilizar duas variáveis diretamente relacionadas à figura do CEO e uma mais geral, relacionada à empresa como um todo, ou seja, incluindo todo o *top management teams* (TMT).

A primeira *proxy* utilizada corresponde ao **índice geral de confiança (IGC)**, uma variável mais geral que expressa a confiança da administração como um todo, e foi calculada conforme a metodologia descrita por Kermani, Kargar e Zarei (2014), a partir de uma análise

de regressão simples. De acordo com metodologia proposta, o excesso de confiança é explicado a partir do investimento efetuado pela empresa em ativos.

$$\Delta Vendas_{it} = \beta_0 + \beta_1 \Delta Ativos_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

De acordo com esse modelo, a variação das vendas ($\Delta Vendas_{it}$) da empresa i no tempo t é explicada pela variação do total de ativos ($\Delta Ativos_{it}$) da empresa i no tempo t . O β_0 corresponde ao intercepto da regressão e o ε_{it} são os resíduos do modelo.

O modelo baseia-se na proposição demonstrada por Malmendier e Tate (2005, 2008) de que os gestores excessivamente confiantes apresentam maior propensão a fazer o investimento, principalmente quando inexistem fontes externas de financiamento, uma vez que eles subestimam sua capacidade de gerar retornos.

O excesso de confiança é mensurado a partir dos resíduos da regressão, de forma que erros maiores que 0, isto é, resíduos positivos, indicam investimento excessivo em ativos, implicando em excesso de confiança. Resíduos menores que 0 implicam em menor investimento em ativos, indicando menor confiança por parte dos gestores.

Para o cálculo das variações nas vendas e do total de ativos descrito no modelo, foram utilizadas as equações 2 e 3 apresentadas a seguir.

$$\Delta Vendas = (Vendas_{it} - Vendas_{it-1}) / Vendas_{it-1} \quad (2)$$

$$\Delta Ativo = (Ativo_{it} - Ativo_{it-1}) / Ativo_{it-1} \quad (3)$$

A variação das vendas é calculada pela diferença das vendas da empresa i nos tempos t e $t-1$, dividido pelas vendas da empresa i no tempo $t-1$. Quanto à variação do ativo, ela é calculada mediante a diferença entre o ativo da empresa i nos tempos t e $t-1$, dividido pelo ativo da empresa i no tempo $t-1$.

A segunda *proxy* utilizada para se mensurar o excesso de confiança corresponde ao **índice de excesso de confiança (IEC)**, baseado em Costa, Correia e Lucena (2017) e constituído a partir da ponderação de características pontuais dos gestores, conforme descrito a seguir.

Quadro 2 - Pontuações para o cálculo do IEC

Dimensão	Pontuação atribuída
Idade	Idade do gestor (Variável contínua).

Gênero	A gestores do sexo masculino será atribuído o valor 1 (um) e a gestores do sexo feminino será atribuído o valor 0 (zero).
Educação	A gestores com educação em nível superior será atribuído 1 (um) e a gestores sem educação superior 0 (zero).
Desempenho passado	Se o desempenho medido pelo ROE no ano anterior foi positivo, será atribuído o valor 1 (um), em caso de ser negativo 0 (zero).
Experiência	Se o gestor, anteriormente, ocupou um cargo de nível executivo como CEO, COF, COO, CIO ou vice-presidência, o valor será 1 (um), caso contrário será 0 (zero).
Foto de perfil	Se no relatório da administração apresentar foto do CEO maior que meia página será atribuída o valor 4 (quatro), se for menor que metade da página será atribuído o valor 3 (três), se for ele com outra pessoa será 2 (dois) e se não houver foto 1 (um).
Dualidade CEO/ Chairman	Se o gestor ocupar a mesma função que o diretor presidente e o presidente do conselho de administração terá valor 1 (um), caso contrário 0 (zero).

Nota. As abreviaturas referem-se aos cargos de *Chief executive officer* (CEO), *Chief financial officer* (CFO), *Chief information officer* (CIO) e *Chief Operating Officer* (COO).

Fonte: Costa, Correia e Lucena (2018).

As dimensões do índice são originadas de pesquisas anteriores como Hardies, Breesch e Branson (2012), Mishra e Metilda (2015), Prims e Moore (2017), que demonstraram diferenças no que tange ao excesso de confiança entre pessoas com determinadas características comuns. O índice de excesso de confiança é obtido a partir da soma das pontuações descritas no quadro 2.

A terceira *proxy* utilizada para caracterizar o excesso de confiança corresponde à variável binária denominada **gestor empreendedor (GE)**. De acordo com Salamouris (2013), às pessoas que gerem seu próprio negócio são mais propensas a sobrestimarem suas habilidades. Em um estudo com 124 empresários, Busenitz e Barney (1997) concluíram que os empreendedores são mais otimistas do que os gerentes, entretanto o autor salienta que sem vieses como o excesso de confiança e a disponibilidade, muitas decisões dos empreendedores não seriam tomadas. Ainda segundo o autor, os vieses comportamentais dos empreendedores ajudam a explicar a razão pela qual muitos empreendedores se tornam gerentes ruins.

A variável *proxy* gestor empreendedor, conforme o trabalho de Barros e Silveira (2008), assume o valor de 1, quando o presidente (CEO) é o acionista majoritário, ou quando o gestor e o dono da organização são as mesmas pessoas. Quando o CEO e o proprietário não são as mesmas pessoas, ou quando a participação acionária do gestor não o torna acionista majoritário, a variável assume o valor de 0.

Além das variáveis de interesse, oito variáveis de controle foram utilizadas, pois, de acordo com Hoffmann (2006), ao avaliar a relação entre duas variáveis, o controle inapropriado de características específicas que se relacionam com a característica estudada pode mascarar o efeito que se deseja captar. As variáveis utilizadas têm origem na literatura e representam características inerentes aos gestores que influenciam a sua tomada de decisão estratégica.

Quadro 3 - Variáveis de controle

Variável	Abreviação	Definição	Relação esperada	Referência
CEO <i>tenure</i>	CEO_TEN	Tempo de mandato de CEO.	(-)	Wiersema e Bantel (1992); Ocasio (1999); Finkelstein e Hambrick (1990); Zhang (2006); Herrmann e Nadkarni (2014); Wang e Jiang (2017);
Grau de educação do CEO	CEO_EDU	<i>Dummy</i> que assume o valor de 1 quando o CEO da empresa apresenta nível superior e 0 quando não.	(+/-)	Herrmann e Datta (2002); Herrmann e Nadkarni (2014).
<i>Tunorve</i> do CEO	TUN_CEO	<i>Dummy</i> que assume o valor de 1 quando houve mudança de CEO e 0 quando não.	(+)	Seo et al. (2015); Wang e Jiang (2017).
Separação de CEO e COO	CEO_COO	<i>Dummy</i> que assume o valor de 1 quando o CEO e COO são a mesma pessoa e 0 quando não.	(+)	Zhang (2006); Wang e Jiang (2017).
Tamanho da empresa	TAM_EMP	Mensurado pelo número de funcionários.	(+/-)	Zhang (2006); Herrmann e Nadkarni (2014); Wang e Jiang (2017).
Tamanho do conselho	TAM_CON	Número de conselheiros	(-)	Zhang (2006)
Independência do conselho	IND_CON	Número de membros independentes	(-)	Zajac e Westphal (1996); Zhang (2006); Wang e Jiang (2017).
Desempenho anterior da empresa	DES_ANT	Mensurado pelo ROA (Retorno sobre ativo).	(-)	Zhang (2006)

Fonte: Elaboração própria (2019).

Além das variáveis listadas no quadro 3, também foram utilizadas como variáveis de controle as grandes categorias econômicas do IBGE (2013), fundamentadas em Scherer (1965), Movrommati e Papadoulos (2005), Moura Mecking e Scarpim (2013) e Chen, Jiang e Lin (2014) e o Produto Interno Bruto (PIB).

3.3.3 Análise estatística

Inicialmente, os dados coletados passaram por uma análise descritiva preliminar, cujo objetivo era conhecer as características da amostra estudada e identificar possíveis erros na base de dados utilizada. A partir desta análise, foram identificados alguns problemas, como, por exemplo, o preenchimento incorreto da planilha, resultado da coleta manual de dados (algumas variáveis *dummys*, como o gênero e dualidade do CEO, que deveriam assumir apenas os valores 0 ou 1 apresentavam valores diferentes) e divergência na unidade de medidas de informações extraídas de diferentes fontes (os valores foram extraídos das bases de dados em milhares de reais, entretanto algumas DFP não estavam representadas na mesma unidade).

Todas as inconsistências identificadas foram corrigidas por meio de uma nova consulta às fontes de informação, e, após a eliminação dos problemas inerentes à base de dados procedeu-se às análises descritas a seguir.

Para se chegar aos objetivos de pesquisa foi efetuada a mensuração da confiança dos gestores, o que permitiu a identificação dos gestores excessivamente confiantes. Posteriormente, foram calculadas as estatísticas descritivas de todas as variáveis de interesse, fornecendo um quadro geral dos dados, das dimensões estratégicas estudadas e da confiança dos gestores.

Para analisar a relação entre as variáveis, inicialmente foi utilizada a correlação de Pearson que mede a força de associação linear entre duas variáveis (GUJARATI; PORTER, 2011). Também foi utilizada análise de regressão, que, de acordo com Brooks (2014), preocupa-se em descrever e analisar a relação entre dada variável com outra (as), correspondendo a uma tentativa de explicar os movimentos dessa variável por referência aos movimentos da outra (as).

Em linhas gerais, a metodologia econométrica origina-se com a disposição da teoria, exposição do modelo matemático e, posteriormente, a exposição do modelo estatístico e econométrico (GUJARATI; PORTER, 2011). Quanto ao modelo estatístico e econométrico, foram realizadas regressões múltiplas estimadas pelo método dos mínimos quadrados ordinários, com dados em painel desbalanceado no período de 2011 e 2017 e conforme equação 04, a seguir.

$$\text{Estratégia}_{it} = \beta_0 + \beta_1 * \text{Excesso de confiança} + \beta_2 * \text{CEO_TEN}_{it} + \beta_3 * \text{CEO_EDU}_{it} + \beta_4 * \text{TUN_CEO}_{it} + \beta_5 * \text{CEO_COO}_{it} + \beta_6 * \text{TAM_EMP}_{it} + \beta_7 * \text{TAM_CON}_{it} + \beta_8 * \text{IND_CON}_{it} + \beta_9 * \text{DES_ANT}_{it} + \beta_{10} * \text{GRU_ECO}_{it} + \beta_{11} * \text{PIB} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

O modelo econométrico foi desenvolvido com objetivo de retratar as características do CEO que afetam o seu poder de decisão em relação à estratégia empresarial. De acordo com o modelo proposto, a estratégia é explicada pelo excesso de confiança do CEO, mensurada pelo índice geral de confiança, pelo índice de excesso de confiança e pela variável gestor empreendedor, além das variáveis de controle, CEO *tenure* (CEO_TEN), grau de educação do CEO (CEO_EDU), *turnover* do CEO (TUN_CEO); tamanho da empresa (TAM_EMP), tamanho do conselho (TAM_CON), independência do conselho (IND_CON); desempenho anterior da empresa (DES_ANT); grupo econômico do IBGE (GRU_ECO) e produto interno bruto (PIB).

Para analisar a influência do excesso de confiança com mudança estratégica, as seis dimensões estudadas foram utilizadas para calcular o índice mudança estratégica, assim como utilizado por Finkelstein e Hambrick (1990); Carpenter (2000); Zhang (2006); Zhang e Rajagopalan (2010) e Wang e Jiang (2017), porém os autores utilizaram-se de diferentes formas de cálculo.

No presente trabalho, optou-se por seguir a metodologia de Zhang e Rajagopalan (2010) e Wang e Jiang (2017), ou seja, primeiro foram calculadas as variações estratégicas de um ano para o outro (Por exemplo: Intensidade publicitária_t – intensidade publicitária_{t-1}), depois foi subtraída a mediana das empresas do setor primário, em seguida os resultados foram agrupados e padronizados na forma de Z-score, com média 0 e desvio padrão 1, obtendo assim, o índice. O indicador foi regredido como variável dependente, conforme equação 5, descrito a seguir.

$$\begin{aligned} \text{MUD_EST}_{it} = & \beta_0 + \beta_1 * \text{Excesso de confiança} + \beta_2 * \text{CEO_TEN}_{it} + \beta_3 * \text{CEO_EDU}_{it} + \beta_4 * \text{TUN_CEO}_{it} + \\ & \beta_5 * \text{CEO_COO}_{it} + \beta_6 * \text{TAM_EMP}_{it} + \beta_7 * \text{TAM_CON}_{it} + \beta_8 * \text{IND_CON}_{it} + \beta_9 * \text{DES_ANT}_{it} + \beta_{10} * \text{GRU_ECO}_{it} + \\ & \beta_{11} * \text{PIB} + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (5)$$

Assim como na equação 4, foram utilizadas as *proxies* para o excesso de confiança e as variáveis de controle CEO *tenure* (CEO_TEN), grau de educação do CEO (CEO_EDU), *turnover* do CEO (TUN_CEO); tamanho da empresa (TAM_EMP), tamanho do conselho (TAM_CON), independência do conselho (IND_CON); desempenho anterior da empresa (DES_ANT), grupo econômico do IBGE (GRU_ECO) e produto interno bruto (PIB).

4 ANÁLISE DOS DADOS

4.1 ANÁLISE DESCRITIVA

Na tabela 3 estão dispostas a média, o desvio padrão e os pontos de máximo e mínimo dos indicadores das dimensões estratégicas estudadas, do excesso de confiança e das variáveis de controle utilizadas.

Tabela 3 - Estatística descritiva das variáveis estudadas

Grupo	Variáveis	Observações	Média	Desvio-padrão	Mínimo	Máximo
Estratégia	INT_PUB	1462	0,0080	0,0206	0,0000	0,2630
	INT_PED	1462	0,0036	0,0205	0,0000	0,4489
	INV_ATI	1462	0,6056	0,2026	0,0600	0,9972
	EST_GAS	1462	0,7033	6,3987	-0,6947	196,3598
	CAP_GIR	1462	0,2202	0,4533	0,0000	7,2683
	ALV_FIN	1462	0,6867	0,6147	0,0847	11,0382
Excesso de confiança	IGC	1462	0,0000	3,1304	-1,9111	109,8014
	IEC	1462	58,0410	10,3571	28,0000	96,0000
	GE	1462	0,5410	0,4985	0,0000	1,0000
Variáveis de controle	CEO_TEN	1462	3,6655	4,5552	1,0000	36,0000
	CEO_EDU	1462	0,9541	0,2092	0,0000	1,0000
	TUN_CEO	1462	0,1525	0,3597	0,0000	1,0000
	CEO_COO	1462	0,1724	0,3778	0,0000	1,0000
	TAM_EMP	1462	9600,2390	21657,3400	0,0000	227168,0000
	TAM_CON	1462	8,6389	4,8419	1,0000	32,0000
	IND_CON	1462	1,7202	2,0448	0,0000	20,0000
	DES_ANT	1462	0,0155	0,1639	-1,5952	2,2457

Fonte: Elaboração própria (2019).

As informações constantes na tabela 3 estão agrupadas de acordo com a natureza das variáveis (dependente, independente e de controle) estudadas. O primeiro grupo denominado “estratégia” evidencia as seis dimensões estratégicas aqui estudadas.

A primeira dimensão denominada intensidade publicitária (INT_PUL), apresentou média de 0,008, implicando que, dos valores relativos às vendas, apenas 0,8% são destinados a campanhas publicitárias. Embora o valor médio do indicador tenha sido baixo, os dados apresentam grande amplitude e, ao analisar os valores de máximo e mínimo, verifica-se que a intensidade publicitária não corresponde a uma estratégia universal entre as empresas. O ponto de mínimo igual a 0 demonstra a existência de empresas que não se utiliza desse tipo de

estratégia, já o ponto de máximo indica a existência de empresas que a utilizam de forma mais agressiva.

O contraste existente entre o ponto de mínimo e máximo demonstra falta de regularidade da dimensão entre as empresas estudadas, contudo devem-se considerar as diferenças existentes entre as empresas, pois um fator determinante desse tipo de estratégia corresponde às estruturas de mercado em que elas atuam (MAVROMMATI; PAPADOPOULOS, 2005). Ainda com relação a essa dimensão, verifica-se, a partir do ponto de máximo, que, em todas as empresas analisadas, o total de vendas foi superior aos valores gastos com publicidade, entretanto, não pode afirmar que esses gastos foram recuperados ou que possuem relação com o desempenho atual das vendas, pois não é provável que os gastos com propaganda gerem retornos instantaneamente, no período em que ocorreram (GUENTHER; GUENTHER, 2018).

A segunda dimensão estratégica, denominada intensidade de P&D (INT_PED), apresentou o ponto de mínimo igual a zero, demonstrando a existência de empresas que não destinam recursos para pesquisa de desenvolvimento de produtos e processos. A média de 0,0036, quando comparada à dimensão anterior (IND_PUB) sugere que se trata de uma estratégia de menor frequência, ainda que existam incentivos governamentais para esse tipo de atividade (como a Lei 11.196/05 e, no caso de empresas do setor elétrico, Lei 9.991/00). Mesmo apresentando média inferior, verifica-se uma consistência desses valores com os dados trazidos por Quandt, Silva Junior e Procopiuck (2008), ao destacarem o baixo investimento de empresas brasileiras, principalmente quando comparadas aos países de BRICs.

Com relação à terceira dimensão estratégica, denominada investimento em ativos fixos (INV_ATI), verifica-se um indicador médio de 0,6056. Esse indicador, projetado para refletir os investimentos em ativos fixos feitos pelas companhias, baseia-se na concepção de que quanto mais próximo a 1 mais recente é os ativos fixos da empresa, uma vez que seu valor líquido se aproxima do custo de aquisição. A média observada indica que, no geral, as empresas apresentam ativo com pouco mais de meia vida, e que apesar do baixo desvio-padrão, essa média não corresponde à realidade da amostra, tendo em vista que os dados apresentam grande amplitude (0,9373).

Ao analisar os resultados de menor valor, apresentados por uma empresa fabricante de bicicletas (0,0600), juntamente com o índice de maior valor, apresentado por uma empresa de petróleo, chega-se à consistência metodológica do índice. Com relação à empresa de bicicletas, ao longo dos 7 anos de análise, houve uma redução gradual do índice e, ao analisar as notas explicativas, se verifica a inexistência de aquisição de imobilizado de valor

significativo no período. A empresa do setor de petróleo, por sua vez, tem apresentado crescimento do indicador e, segundo as suas notas explicativas, às empresas vêm trabalhando na construção de novos ativos ao longo desses anos, o que justifica tais aumentos.

Quando se trata da quarta dimensão estratégica analisada, a estrutura de gastos (EST_GAS), verifica-se que, dos valores relativos a vendas, cerca de 70% são empregados em atividades comerciais e de gestão, o que contribui para redução da lucratividade das organizações. Em posição contrária à redução da rentabilidade, o menor valor do indicador apresentado na estatística descritiva apresenta sinal negativo, contribuindo para um aumento da rentabilidade, isso é resultado da reversão de provisões como “perdas estimadas de crédito de liquidação duvidosa”, efetuada pela empresa em questão, mas que também pode ser observada em mais três empresas diferentes.

A quinta dimensão estratégica corresponde à gestão do capital de giro e ciclo de produção (CAP_GIR), corresponde a uma das decisões vitais dentro das organizações e segundo Carvalho e Krueger (2005) a capacidade de gerenciar recebíveis, estoque e contas a pagar é fundamental para a viabilidade de negócio, neste contexto o indicador escolhido para representar a dimensão se baseia na premissa de que a gestão eficiente do capital de giro promove uma maior média de giros de estoques. Segundo os dados da tabela 3, apresentou média de 22 giros no ano. Algumas empresas, devido ao seu tipo de atividade, não apresentam estoques e, conseqüentemente, o indicador utilizado é 0.

No que se refere à última dimensão estratégica analisada, a estrutura de capital (EST_CAP), verifica-se a predominância de capital próprio (0,6867), convergindo com a pesquisa realizada por Araújo et al. (2017) em empresas pertencentes ao índice Brasil 100 (IBRX 100), que obtiveram um grau de endividamento médio de 0,5667. Esses resultados são também consistentes com a Teoria do *Perking Order*, que, como já demonstrado no referencial teórico, preconiza o uso de recursos de origem interna (RAMJEE; GWATIDZO, 2012).

Passando agora ao próximo grupo de variáveis da tabela 3, chega-se às informações referentes à estatística descritiva dos indicadores de excesso de confiança. O primeiro indicador usado para mensurar a confiança dos gestores corresponde ao índice geral de confiança de Kermani, Kargar e Zarei (2014), que apresentou média negativa e próxima a zero ($-3,79e^{-10}$), assemelhando-se aos resultados encontrados por Tonin et al. (2016), que, ao analisar empresas brasileiras entre 2010 e 2015, classificou 85,9% dos gestores como excessivamente confiante. Ao longo dos cinco anos analisados por Tonin et al. (2016), os valores médios do IGC variaram entre positivos e negativos, porém todos próximos a zero. Já com relação ao trabalho original de Kermani, Kargar e Zarei (2014), os autores obtiveram resultados negativos para o indicador

nos setores americanos da indústria automobilística (-0,74), indústria química (-0,48) e indústria de medicamentos e materiais hospitalares (-0,14).

O valor quase nulo do IGC torna difícil a classificação média dos gestores como excessivamente confiantes ou não, entretanto, conforme apontado por Tonin et al. (2016), à medida que o valor de IGC aumenta, a confiança dos gestores também aumenta, sugerindo que os gestores de empresas brasileiras aqui estudadas são mais confiantes que os gestores de empresas americanas estudadas por Kermani, Kargar e Zarei (2014).

Quanto ao índice de excesso de confiança de Costa, Correia e Lucena (2017), a análise descritiva da presente pesquisa expõe uma média de 58,04, demonstrando proximidade ao valor de 59,45, encontrado por esses autores. Além disso, o valor também é consistente com os resultados encontrados pelos autores em relação à comparação entre as empresas brasileiras e as americanas do seu estudo, pois verificaram que a confiança dos gestores de empresas brasileiras é inferior à confiança de gestores de empresas americanas. O menor ICE apresentado foi de 28, influenciado principalmente pela falta de experiência do CEO e pela pouca idade (24 anos), o contrário ocorre com o maior ICE (96) onde o CEO se trata de um homem experiente e com idade avançada (92 anos).

No que se refere à confiança dos gestores de empresas brasileiras e gestores de empresas americanas estudadas por Kermani, Kargar e Zarei (2014) e Costa, Correia e Lucena (2017), é possível perceber uma contrariedade nos resultados do IGC e do ICE, uma vez que, segundo o IGC, os gestores de empresas brasileiras são mais confiantes, e segundo o ICE, os gestores americanos são mais confiantes. Contudo, ao analisar a construção dos índices, percebe-se que o IGC é mais amplo e refere-se à gestão empresarial como um todo, enquanto o IEC é mais específico e direcionado à pessoa do CEO, sugerindo que a gestão das empresas brasileiras, na qual se inclui o CEO e o TMT, é mais confiante do que a gestão de empresas americanas, porém os CEOs de empresas americanas são mais confiantes em relação aos de empresas brasileiras.

Assim com a variável IGC, a variável *dummy* gestor empreendedor (GE) também classifica os gestores entre otimistas e pessimistas, porém, diferentemente do IGC, a variável está relacionada diretamente ao CEO. De acordo com a estatística descritiva da variável, 54,1% dos CEO são excessivamente confiantes, contrastando com a literatura.

Embora as proposições acerca do excesso de confiança não sejam clara quanto a sua eliminação ou redução, Brown e Sarma (2007) esclarece que existem duas premissas básicas a seu respeito: trata-se de um fenômeno generalizado e que seus resultados são reduzidos pela experiência do gestor. A primeira proposição, de que o excesso de confiança trata-se de um

fenômeno generalizado, os autores afirmam que não é possível eliminar o otimismo das empresas por meio da substituição do CEO, porém os resultados obtidos a partir das variáveis índice geral de confiança e a variável *dummy* gestor empreendedor confrontam essa proposição e indicam que o excesso de confiança não se trata de um processo generalizado sendo possível eliminar potenciais efeitos do otimismo na estratégia empresarial, mudando o CEO.

No grupo 3 da tabela 3, é apresentado o panorama geral das variáveis de controle. O tempo do CEO no cargo (CEO_TEN), apontado por Tarus e Tuwey (2016) como um importante indicador do CEO *power*, apresentou em média aproximadamente 4 mandatos com desvio-padrão de 5 mandatos. Em um estudo desenvolvido com empresas americanas em 1999, Ocasio (1999) verificou que, em média, o tempo de permanência do CEO no cargo era de 10,2 anos, posteriormente, Herrmann e Nadkarni (2014) calcularam a média de permanência do CEO no cargo como sendo de 17,28 anos. Considerando que, em média, cada mandato entre as empresas analisadas dura 2 anos, verifica-se que o tempo de mandato de um CEO de empresas brasileiras é inferior ao das empresas americanas e, conseqüentemente, menor CEO *power*. Também relacionado ao CEO *power*, a dualidade de cargos foi encontrada em apenas 17,23% das observações, indicando que, dentre as 1462 observações, apenas em 253 o CEO também é o presidente do conselho da administração.

No que diz respeito ao capital humano do CEO (CEO_EDU), verifica-se que 95,41% possui nível superior, estado mais propenso ao viés do excesso de confiança, pois, dentro do contexto da *overestimation*, eles podem sobreavaliar seus conhecimentos com relação à atividade desempenhada (Moore; Healy, 2008; Chao, 2011; Malmendier; Taylor, 2015; Prims; Moore, 2017). No que concerne à estratégia, Herrmann e Data (2002) e Herrmann e Nadkarni (2014) argumentam que CEO com formação superior estão mais sujeitos à mudança estratégica.

Assim como a idade e o tempo de cargo, a mudança de CEO está relacionada ao CEO *power* e à abertura do CEO às mudanças, neste contexto verifica-se que, em apenas 14% dos casos, houve mudanças de CEO, resultado do longo tempo de permanência à frente das organizações.

No que se refere ao tamanho das empresas (TAM_EMP), seguindo a classificação proposta pelo Serviço Brasileiro de Apoio às Micro e Pequenas Empresas (SEBRAE, 2013), a partir do número de colaboradores, verifica-se que, em média, as empresas possuem 9.600 funcionários, configurando-as como grandes empresas. Porém, ao analisar a amplitude dos dados e o desvio padrão de 21.657 funcionários, verifica-se a existência de pequenas de menor porte.

Uma observação importante em relação ao tamanho das empresas, refere-se ao ponto de mínimo igual a zero, isto é decorrente de empresas com estruturas societárias de *holdings*, não apresentando funcionários contratados, além disso, embora a Instrução CVM 480 de 2009 permita às empresas em recuperação judicial não divulgarem o número de colaboradores em seus formulários de referência, essas não se relacionam às empresas que apresentaram o número de colaboradores igual a 0, nestes casos a empresa foi retirada da amostra. Considerando o alto desvio-padrão e a amplitude dos dados, optou-se por utilizar, nas próximas análises, o uso do logaritmo natural do número de funcionário mais 1, em que a soma de uma unidade impede a perda das observações relacionadas às *holdings*.

Algumas das variáveis testadas estão relacionadas ao papel do conselho de administração no processo decisório estratégico, mesmo que autores como Child (1972), Daily et al. (2002), Olson e Cooper (2007) indiquem que o CEO corresponde ao principal estrategista de uma organização. Assim, de acordo com os resultados encontrados, verifica-se que os conselhos da administração (TAM_CON) são compostos de aproximadamente 9 membros, entre membros titulares e suplentes; quanto a sua independência (IND_CON), a média apresentada foi de aproximadamente 2 membros. Comparando esses resultados com os encontrados por Wang e Jiang (2017), verifica-se uma proximidade das características dos conselhos da administração das empresas brasileiras aqui estudadas com as empresas americanas estudadas pelos autores.

A última variável estudada, refere-se ao desempenho mensurado pelo ROA (DES_ANT), a qual se obteve uma rentabilidade média de 0,015, com desvio-padrão de 0,14. A partir do ponto de mínimo, verifica-se que existem empresas com desempenho negativo (-1,59) e empresas que apresentaram desempenho bem superior ao total de ativos da empresa (ponto de máximo 2,24).

Ao relatar sobre o desenvolvimento dos processos de estratégias, Pehrsson (2007) demonstra a existência de uma corrente de pensamento que trata a empresa como um elemento único, formado por um emaranhado de fatores. Neste contexto, considerando as peculiaridades das empresas, o setor de atuação assume um dos elementos estruturais básicos, motivando, assim, que as análises descritivas efetuadas fossem segregadas por setor, conforme apresentada na tabela 4.

Tabela 4 - Estatística descritiva por setor IBGE

Variável	Bens de Capital		Bens Intermediários		Bens de Consumo		Bens não especificado	
	Média	Desvio-Padrão	Média	Desvio-Padrão	Média	Desvio-Padrão	Média	Desvio-Padrão
INT_PUB	0,0000	0,0150	0,0000	0,0060	0,1643	0,2516	0,1100	0,0250

INT_PED	0,0100	0,0032	0,0000	0,0240	0,0009	0,0039	0,0048	0,0099
INV_ATI	0,5840	0,1841	0,6820	0,1775	0,5647	0,2150	0,6043	0,2073
EST_GAS	1,1610	11,0900	0,9692	6,8156	0,3371	0,2865	0,4341	1,8132
CAP_GIR	0,1106	0,1529	0,2052	0,1939	0,4263	0,7257	0,0500	0,1170
ALV_FIN	0,7535	0,8620	0,6605	0,4235	0,6850	0,4983	0,6434	0,6187
IGC	-0,1834	0,2174	0,2367	5,9464	-0,0775	1,5204	0,0543	1,7146
IEC	60,9100	10,9490	57,6700	8,1930	56,1600	11,3310	58,0500	9,6510
GE	0,6500	0,4780	0,5800	0,4940	0,6000	0,4910	0,2900	0,4530
CEO_TEN	4,2200	4,7970	3,6100	4,4480	4,3400	5,3880	2,0700	1,8650
CEO_EDU	0,9800	0,1510	0,9600	0,2030	0,9200	0,2650	0,9700	0,1690
TUN_CEO	0,1100	0,3130	0,1700	0,3780	0,1100	0,3090	0,2500	0,4330
CEO_COO	0,1600	0,3690	0,1100	0,3190	0,2800	0,4520	0,0800	0,2740
TAM_EMP	6794,05	13933,4	17760,2	38303,16	7510,2	10709,8	6591,7	9198,2
TAM_CON	8,1800	4,5000	8,8600	5,2800	6,6700	2,8240	11,5800	5,6330
IND_CON	1,7700	2,2260	1,7700	2,2470	1,7000	1,8050	1,6300	1,8810
DES_ANT	0,0190	0,1479	-0,0044	0,1869	0,0149	0,1430	0,0352	0,1797
OBS	346		349		461		306	

Fonte: Elaboração própria (2019).

A partir da estatística descritiva por setor, verifica-se que os setores de bens de capital e bens intermediários apresentam média de intensidade publicitária (INT_PUB) igual a 0, implicando que essas empresas não destinam recursos financeiros para campanhas publicitárias. A não utilização das campanhas publicitárias se justifica pelo grau de concorrência do setor, caracterizado pela produção de produtos básicos como petróleo e minério, além de bens para a indústria. Já os setores de bens de consumo e bens não especificados que apresentam maior intensidade de publicidade trabalham com bens para consumidor final, caracterizados pela alta concorrência.

Com relação à intensidade de P&D (INT_P&D), verifica-se que os setores com maiores indicadores são os de bens de capital e bens não especificados. Entre as empresas do setor de bens não especificados estão as empresas do setor de energia elétrica, que são obrigadas, de acordo com a Lei 9.991/2000, a destinar 5% da receita corrente aos programas de pesquisa e desenvolvimento.

No que se refere ao investimento em ativos fixos (INV_ATI) e à estrutura de gastos (EST_GAS), a maior média é apresentada pelo setor de bens intermediários. Este setor é caracterizado por reunir as maiores empresas da amostra (conforme estatística do número de funcionário), justificando uma maior proporção de gastos para manter a máquina administrativa. Além disso, também é caracterizado pelo desenvolvimento de atividade petrolíferas e extrativistas, que demandam altos investimentos em equipamentos específicos.

Quanto ao capital de giro (CAP_GIR), a menor média é apresentada pelas empresas do setor de bens não especificados, cuja predominância é de empresas do setor de energia elétrica. Segundo a Associação Brasileira de Distribuidores de Energia Elétrica (2017), essas empresas diferenciam-se das demais devido à impossibilidade de estocagem do produto, implicando na inexistência de estoques, o que explica a média do indicador próximo a 0, já que esse foi o fator considerado para o cálculo.

A estatística descritiva referente à dimensão da estrutura de capital fornece indícios da relação sugerida por Chen, Jiang e Lin (2014) entre o grau de alavancagem das empresas e o setor. O setor de bens de capital representa o mais alavancado, enquanto o setor de bens não especificados apresenta a menor alavancagem.

Por fim, com relação ao excesso de confiança, verifica-se que as maiores médias foram obtidas no setor de bens de capital, tanto a indicada pelo IEC quanto pela variável GE, porém o IGC demonstrou a ausência do viés do otimismo contradizendo os resultados. Nos demais setores, os valores expressos pelas variáveis não coincidem, sugerindo que não há uma relação significativa entre o excesso de confiança e o setor de atuação das empresas.

4.2 ANÁLISE DA RELAÇÃO DA ESTRATÉGIA E O EXCESSO DE CONFIANÇA

A análise das relações tem início com a correlação de Pearson. Com base nas correlações, verifica-se a existência da associação linear entre quatro das seis dimensões analisadas, assim como previsto por Finkelstein e Hambrick (1990). Ao proporem as seis dimensões estratégicas, os autores tomaram como base a complementaridade e o relacionamento existentes entre as dimensões, sendo que cada uma delas contribui de alguma maneira para o desempenho global da organização.

A tabela 5 demonstra que nem todas as dimensões apresentaram relação com as demais, porém os resultados da correlação de Pearson indicam associação positivas e negativas. Ao considerar a dinâmica de decisão, essas relações se justificam pela necessidade de destinação simultânea de recursos (a necessidade de estrutura física para o desenvolvimento de projetos de P&D), pelo aporte de recursos que visam atenção de novos recursos (as dimensões estudadas englobam tanto opções de financiamento como de investimento, ao alocar recursos a publicidade por exemplo, a empresa busca ampliar suas vendas, consequentemente promove o maior giro de imobilizado), e pela limitação de recursos (se espera que determinadas áreas exijam gastos mais acentuados, que comprometem ou reduzem os recursos de outras dimensões).

Tabela 5 - Associação das variáveis com base na correlação de Pearson

Variáveis	1.	2.	3.	4.	5.	6.	7.	8.	9.	10.	11.	12.	13.	14.	15.	16.
1. INT_PUB	1															
2. INT_PED	0,0447	1														
3. INV_ATI	-0,1459*	-0,0497*	1													
4. EST_GAS	-0,0211	-0,0039	0,0484	1												
5. CAP_GIR	0,1555*	-0,0432	-0,1147*	-0,0048	1											
6. ALV_FIN	0,0051	-0,02	-0,0036	0,0457	-0,0262	1										
7. IGC	-0,0157	-0,0095	0,041	0,0153	-0,0319	-0,0141	1									
8. IEC	-0,090*	0,0532*	-0,0347	0,0972*	-0,1209*	0,0492*	0,019	1								
9. GE	0,0863*	0,0203	0,0674*	0,0206	0,0206	-0,0795*	-0,0345	-0,0795	1							
10. CEO_TEN	-0,0262	-0,0115	-0,0666*	0,0070	0,0100	-0,0063	-0,0285	0,2468*	0,1287*	1						
11. CEO_EDU	-0,0373	-0,0055	-0,022	0,0152	0,0242	0,0350	0,0108	0,0341	-0,1296*	-0,0787*	1					
12. TUN_CEO	-0,0010	-0,0141	0,0266	0,04	-0,0041	0,0276	0,0052	-0,1279*	-0,1285*	-0,2366*	0,0384	1				
13. CEO_COO	-0,0469	0,0075	-0,0637*	0,0843*	-0,0226	0,1732*	-0,0254	0,2854*	0,0787*	0,2509*	-0,0212	-0,1181*	1			
14. TAM_EMP	0,0498*	-0,0226	-0,0922*	-0,1233*	-0,1559*	-0,2523*	-0,044	-0,0916*	0,0072	-0,0835*	-0,1339*	-0,0174	-0,1137*	1		
15. TAM_CON	-0,1041*	-0,0023	-0,0005	-0,0214	-0,1210*	-0,1069*	-0,0071	-0,0199	-0,1564*	-0,1338*	0,0864*	0,1197*	-0,2641*	0,2853*	1	
16. IND_CON	0,0392	0,0546*	-0,0288	-0,0073	0,0973*	-0,1156*	-0,0283	-0,1663*	-0,0502	-0,1618*	0,0068	0,0394	-0,2210*	0,2318*	0,2743*	1
17. DES_ANT	-0,0213	0,0251	0,0169	-0,0977*	-0,1050*	-0,4626*	-0,0577	0,0133	0,0793*	0,0205	-0,0448	-0,0596*	-0,0474	0,1379*	0,0683*	0,0316

Nota. *Significativo a 5%.

Fonte: Elaboração Própria (2019).

A dimensão de investimento em ativos fixos (INV_ATI) apresentou o maior número de relações significativas. Os coeficientes de Pearson demonstraram haver relações inversamente proporcionais com as dimensões da intensidade publicitária; intensidade de P&D e gestão de capital de giro e ciclo de produção, implicando que a destinação de recursos para a compra de ativos e acompanhada da redução de despesas com publicidade, pesquisa e desenvolvimento e giro de imobilizado.

No caso da relação entre ativo fixo e intensidade de P&D, a literatura sugere relações positivas, considerando que um dos pilares para o desenvolvimento de projetos de pesquisa e desenvolvimento é a existência de um ativo específico de alto valor, como mencionado por Canto e González (1999). Contudo, a natureza das mensurações e as demais relações obtidas sugerem que essa seja uma expressão da dinâmica da alocação de recursos, onde o custo de oportunidade faz presente. Neste caso, o investimento em ativos fixos corresponde a uma proporção de capital retido que carece de grandes montantes de recursos limitados, exigindo que determinadas áreas sejam sacrificadas em relação às outras.

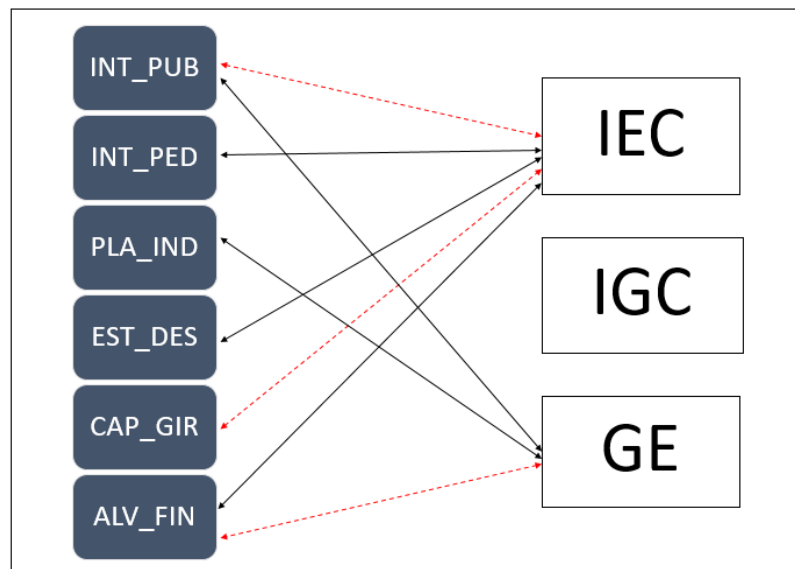
Além disso, os indicadores de ambas as dimensões foram projetados para evidenciar os gastos que ocorrem recentemente, de maneira que possam ser efetuados de forma concomitantemente, diferindo do proposto por Canto e González (1999), segundo os quais os gastos com ativos fixos são pré-requisitos para os projetos de P&D, embora isso não implique na impossibilidade de gastos simultâneos.

A limitação dos recursos exige do gestor decisões que envolvem custos de oportunidade. Em decisões que envolvem ativos fixos esses custos podem ser percebidos nos argumentos de Lyra e Olinquevitch (2007), como um investimento de altas quantias de dinheiro e de reversão quase impossível. Isso implica em dizer que, se não for efetuado de maneira consistente, não se obtêm benefícios futuros.

Ainda com relação às dimensões estratégicas, outra relação significativa e diretamente proporcional pode ser vista entre a intensidade publicitária e a gestão do capital de giro e ciclo de produção. Considerando que a gestão de capital de giro foi mensurada pelo giro de estoque, e que quanto maior o giro maior são as vendas, essa relação se torna comum na literatura (MAVROMMATI; PAPADOPOULOS, 2005; MARTINS, 2011; ASSAF et al., 2015; KOETZ; SANTOS; CLIQUET, 2015). Ela evidencia o potencial de geração de benefícios da estratégia de diferenciação por meio da publicidade, embora ela também cumpra com o papel de redutor da assimetria informacional entre empresas e consumidores (EKELUND; MIXON; ROSSLER, 1995).

Em relação ao excesso de confiança dos gestores com as dimensões estratégicas, verifica-se que nem todas as correlações foram significativas. Quando o otimismo foi mensurado pelo índice geral de confiança (IGC), nenhuma das correlações foi significativa, porém, quando mensurado pelas variáveis gestor empreendedor (GE) e pelo índice de confiança excessiva, esses resultados se mostram contrários, conforme demonstrado na tabela 5 e na figura 3.

Figura 3 - Relação linear entre o excesso de confiança e a estratégia empresarial



Nota. As linhas tracejadas indicam relações negativas e as linhas contínuas indicam relações positivas.

Fonte: Elaboração própria (2019).

A figura 3, desenvolvida com o objetivo de simplificar a apresentação dos resultados da correlação de Pearson, demonstra que todas as dimensões de estratégia se relacionam com o viés cognitivo do excesso de confiança, entretanto, a significância e as direções dessas relações sugerem que algumas dessas relações ocorrem de forma mais acentuada, sugerindo que o excesso de confiança se relaciona de forma diferente a cada dimensão estudada.

A respeito da intensidade publicitária, à qual se esperava uma relação positiva (KIRMANI, 1990), os resultados foram incongruentes, uma vez que os indicadores de excesso de confiança cujas correlações foram significativas apresentaram sinais opostos, a variável IEC demonstrou relação negativa, enquanto a variável GE apresentou relação positiva. O mesmo aconteceu com a dimensão da estrutura de capital, enquanto a literatura previa uma relação positiva (COSTA; CORREIA; LUCENA, 2017), o IEC apresentou-se positivo, mas a variável GE foi negativa.

Com relação à intensidade de P&D, o resultado obtido pelo ICE demonstrou congruência com a literatura, que previa que gestores mais confiantes tendem a destinar mais

recursos a essa atividade (HIRSHLEIFER; LOW; TEOH, 2008; GALASSO; SIMCOE, 2011; HERZ; SCHUNK; ZEHNDER, 2014) implicando que os gestores assumem maior risco ao alocar recursos em uma estratégia não possui garantias de retorno.

A estrutura de gastos também apresentou relação significativa com IEC, assim como a gestão do capital de giro e ciclo de produção, entretanto, enquanto a primeira apresentou relação direta, a segunda apresentou relação inversa, sugerindo que os gestores excessivamente confiantes gastam mais e geram menor giro de produção, reduzindo o desempenho da empresa.

A sexta e última dimensão (investimento em ativos fixos), como previsto na literatura (MALMENDIER; TATE, 2005, EICHHOLTZ; YÖNDER, 2011), apresentou relação positiva com o excesso de confiança mensurado pela variável GE. Gestores mais otimistas tendem a efetuar maiores investimentos em ativos fixos, gerando para a empresa uma grande retenção de recursos irreversíveis, que quando mal planejado compromete o desempenho corporativo e aumenta o custo de oportunidade.

Os resultados da correção, permitem identificar a força de associação linear entre as dimensões estratégicas e o excesso de confiança, mas Brooks (2014) ressalta que essa metodologia estatística de Pearson pressupõe uma simetria das variáveis estudadas, o que impede a obtenção de evidências que permitam afirmar que os movimentos de uma variável (dependente) explique os movimentos da outra (independente), ou seja, não se pode afirmar que o excesso de confiança influencia a estratégia empresarial, entretanto esses resultados podem ser alcançados por meio da análise de regressão.

O modelo regressivo além de permitir identificar as relações entre as variáveis, também permite controlar essas relações a partir de características como tamanho das empresas, setor e poder de decisão dos gestores. Nesse contexto, utilizando o modelo proposto na equação 4, foram testadas a relação entre as seis dimensões estratégicas e o excesso de confiança.

A primeira relação testada entre o excesso de confiança e a intensidade publicitária está disposta na tabela 6. Foram efetuadas seis regressões, sendo as três primeiras considerando como 0 a despesa com publicidade das empresas que não apresentaram dados referentes a essa dimensão, já as três últimas (4, 5 6) consideram apenas as empresas que apresentaram dados.

Tabela 6 - Relação entre o excesso de confiança e a intensidade publicitária

Variáveis	Regressão 1	Regressão 2	Regressão 3	Regressão 4	Regressão 5	Regressão 6
IGC	-0,0001* [-1,70]	-	-	-0,0007 [-0,56]	-	-
IEC	-	0,0000 [-0,50]	-	-	0,0000 [0,14]	-

GE	-	-	0,0038*** [2,69]	-	-	0,0068*** [2,63]
CEO_TEN	-0,0001 [-0,36]	0,0000 [-0,29]	-0,0001 [-0,50]	0,0004 [1,12]	0,0004 [1,12]	0,0003 [0,83]
CEO_EDU	-0,0002 [-0,03]	-0,0002 [-0,03]	0,0008 [0,11]	-0,0100 [-0,60]	-0,0100 [-0,61]	-0,0083 [-0,51]
TUN_CEO	0,0007 [0,46]	0,0007 [0,43]	0,0011 [0,69]	0,0036 [1,11]	0,0036 [1,12]	0,0036 [1,13]
CEO_COO	-0,0062*** [-3,41]	-0,006*** [-3,31]	-0,0063*** [-3,40]	-0,0049 [-1,04]	-0,0048 [-1,02]	-0,0035 [-0,73]
TAM_EMP	0,0006* [1,86]	0,0006* [1,87]	0,0006* [1,91]	0,0022*** [3,25]	0,0022*** [3,22]	0,0020*** [3,02]
TAM_CON	-0,0005*** [-4,53]	-0,0005*** [-4,52]	-0,0005*** [-4,39]	-0,0010*** [-3,89]	-0,0010*** [-3,85]	-0,0009*** [-3,56]
IND_CON	0,0004 [1,53]	0,0003 [1,48]	0,0004 [1,61]	-0,0004 [-0,71]	-0,0004 [-0,67]	-0,0002 [-0,39]
DES_ANT	-0,0048 [-1,51]	-0,0046 [-1,47]	-0,0057* [-1,79]	-0,0222 [-1,65]	-0,0221* [-1,66]	-0,0243* [-1,69]
PIB	0,0000 [0,45]	0,0000 [0,38]	0,0001 [0,57]	0,0001 [0,31]	0,0001 [0,35]	0,0001 [0,36]
BENS DE CAPITAL	0,0033*** [2,99]	0,0035*** [2,98]	0,0033*** [2,80]	0,0036 [1,01]	0,0037 [1,01]	0,0034 [0,90]
BENS DE CONSUMO	0,0152*** [8,89]	0,0152*** [8,66]	0,0154*** [8,98]	0,0241*** [8,66]	0,0240*** [8,48]	0,0234*** [8,33]
BENS NÃO ESPECIFICADOS	0,0021*** [2,08]	0,0064*** [2,99]	0,0075*** [3,20]	0,0135*** [2,86]	0,0135*** [2,87]	0,0144*** [2,97]
INTERCEPTO	-0,0001 [-0,02]	0,00127 [0,14]	-0,0037 [-0,45]	0,0089 [0,45]	0,0081 [0,40]	0,0042 [0,21]
EFEITOS FIXOS	Ano	Ano	Ano	Ano	Ano	Ano
Observações	1462	1462	1462	480	480	480
Teste F	6,38***	6,41***	6,47***	9,29***	9,51***	9,84***
R quadrado ajustado	0,0969	0,968	0,1044	0,1299	0,1287	0,1405

Notas. 1 – Os valores entre colchetes referem-se à estatística T; 2 – Após a realização dos testes *Chow*, *Hausman* e *Breusch-Pagan* optou-se por utilizar os efeitos fixos do setor e ano nas regressões; 3- Devido a problemas de heterocedasticidade e autocorrelação, utilizaram-se as regressões robustas de *Newey-West* (Regressões 1, 2 e 3) e *White* (4, 5 e 6); 5 – Os asteriscos indicam o grau de significância: *** significativo a 1%; ** significativo a 5%; * significativo a 10%.

Fonte: Elaboração própria (2019).

No desenvolvimento das regressões dispostas na tabela 6, após o Teste de *Chow* (compara regressões em *pooling* e efeitos fixos) e o Teste de *Hausman* (compara regressão com efeitos aleatórios e fixos), verificou-se maior compatibilidade dos dados com efeitos fixos. A estatística VIF (Multicolinearidade) apresentou médias de respectivamente 1,51; 1,53; 1,52; 1,75; 1,77 e 1,76, evidenciando ausência de multicolinearidade, porém os Teste de *Wald* e

Wooldridge evidenciaram autocorrelação e heterocedasticidade dos dados, motivando o uso de regressões robustas.

Das seis regressões efetuadas, houve maior adequação do modelo econométrico nas regressões 4, 5 e 6, uma vez que o coeficiente de determinação (R^2 ajustado) demonstrou aumento em relação aos modelos 1, 2 e 3.

O excesso de confiança, cujo tratamento foi efetuado de forma dissociada (cada indicador em uma regressão específica), apresentou resultados contraditórios em relação à expectativa positiva dos sinais. Ao propor que as empresas definem seus orçamentos publicitários independentemente do volume de venda, Kirmani (1990) abre a possibilidade de discussões que envolvem o excesso de confiança. Segundo Kirmani (1990), isso é resultado da crença dos gestores nos produtos que ofertam, fornecendo indícios de um potencial ambiente para o desenvolvimento do excesso de confiança e gerando uma expectativa positiva entre o viés cognitivo e a intensidade publicitária. A maior destinação de recursos a publicidade expõe a empresa ao risco, dada a falta de garantia de retornos desses gastos, que quando não recuperados poderiam ser melhor empregado em outras áreas da empresa.

Na regressão 1, o índice geral de confiança (IGE) demonstrou relação negativa entre o excesso de confiança da administração empresarial e a intensidade publicitária, implicando que quanto maior a confiança da gestão, menor seria o valor destinado a campanhas publicitárias, contrariando a expectativa inicial. Entretanto, ao se analisar a regressão 4, verifica-se a falta de persistência do resultado, implicando em uma relação fraca entre o excesso de confiança mensurado pelo IGC e a intensidade publicitária.

Ao analisar o índice de excesso de confiança (regressões 2 e 5) e a variável gestor empreendedor (regressões 3 e 6), observa-se uma adequação entre os resultados obtidos e a expectativa inicial, entretanto, mesmo que os dois indicadores sejam congruentes e persistentes nas duas regressões, o IEC não foi estatisticamente significativo.

Dentre as variáveis de controle, três delas demonstraram está fortemente associadas à intensidade publicitária: o tamanho da empresa, o tamanho do conselho e o setor de atuação. Essas variáveis demonstraram persistência dos resultados uma vez que foram significativas em todas as regressões, além de manterem o sinal.

Assim como previsto e corroborando com os achados de Zhang (2006), Herrmann e Nadkarni (2014) e Wang e Jiang (2017), a variável tamanho da empresa demonstrou está positivamente relacionada à intensidade publicitária.

O tamanho do conselho responsável por diminuir o poder de decisão do CEO, assim como previsto, apresentou relação negativa, implicando que quanto maior o tamanho do conselho, menor é o CEO *power* e, consequentemente, a intensidade publicitária.

Já a dualidade de cargos do CEO, diferente do esperado (ZHANG, 2006; WANG; JIANG, 2017), apresentou sinal negativo, assim como o tamanho do conselho. De acordo com Tarus e Tuwey (2016), a dualidade de cargos do CEO aumenta o CEO *power*, porém, contrariando esse argumento e os achados de Zhang (2006) e Wang e Jiang (2017), as regressões 1, 2 e 3 evidenciaram uma relação negativa entre a dualidade de cargos e a intensidade publicitária, mas essas relações deixaram de existir nas regressões 4, 5 e 6.

A última variável significativa relacionada à dimensão da intensidade publicitária, se refere ao setor de atuação, no qual se verifica que as empresas atuantes no setor de bens de consumo apresentam coeficiente maior do que as empresas dos demais setores, isso ocorre devido a maior concorrência enfrentada por essas empresas, dados o fato que a publicidade está associada aos mercados competitivos onde ela atua como elemento de diferenciação (MAVROMMATI; PAPADOPOULOS, 2005).

A próxima relação estudada refere-se à intensidade de P&D, que, conforme descrito na seção anterior (4.1 Estatística descritiva), é a menos usual entre as seis dimensões analisadas, consequentemente muitas empresas não possuem gastos dessa natureza. Como previsto na metodologia, a essas empresas, juntamente àquelas que não apresentavam de forma explícita despesas com publicidade, foi atribuído o valor 0 e, assim como na dimensão anterior, foram realizadas 6 regressões, dispostas na tabela 7, abaixo.

Tabela 7 - Relação entre o excesso de confiança e a intensidade de P&D

Variável dependente		INT_PED				
Variáveis	Regressão 1	Regressão 2	Regressão 3	Regressão 4	Regressão 5	Regressão 6
IGC	0,0000 [-0,06]	-	-	-0,0037 [-1,31]	-	-
IEC	-	0,0000 [0,64]	-	-	0,0005* [1,92]	-
GE	-	-	0,0001 [0,19]	-	-	0,0087 [1,21]
CEO_TEN	0,0000 [1,03]	0,0000 [0,95]	0,0000 [1,00]	-0,0005 [-0,75]	-0,0007 [-0,94]	-0,0004 [-0,55]
CEO_EDU	-0,0013 [-0,77]	-0,0013 [-0,77]	-0,0013 [-0,76]	-0,0312* [-1,75]	-0,0328* [-1,85]	-0,0248 [-1,33]
TUN_CEO	0,0003 [1,05]	0,0003 [1,12]	0,0003 [1,17]	-0,0090 [-1,47]	-0,0090 [-1,46]	-0,0075 [-1,16]
CEO_COO	-0,0012	-0,0013	-0,0012	0,0298	0,0281	0,0303

	[-1,04]	[-1,02]	[-1,04]	[1,58]	[1,47]	[1,61]
TAM_EMP	0,0000	0,0000	0,0000	-0,0014	-0,0012	-0,0012
	[-0,44]	[-0,39]	[-0,40]	[-0,86]	[-0,77]	[-0,72]
TAM_CON	0,0000	0,0000	0,0000	0,0001	0,0000	0,0002
	[0,40]	[0,34]	[0,45]	[0,23]	[-0,04]	[0,41]
IND_CON	-0,0001	-0,0001	-0,0001	0,0005	0,0006	0,0003
	[-1,08]	[-1,12]	[-1,10]	[0,53]	[0,75]	[0,34]
DES_ANT	-0,0033	-0,0032	-0,0032	0,0051	0,0024	-0,0003
	[-1,13]	[-1,14]	[-1,13]	[0,54]	[0,24]	[-0,04]
PIB	0,0000	0,0000	0,0000	0,0021	0,0022*	0,0021
	[0,07]	[0,06]	[0,03]	[1,58]	[1,66]	[1,55]
BENS DE CAPITAL	-0,0004	-0,0004	-0,0004	0,0407***	0,0396***	0,0398***
	[-0,51]	[-0,51]	[-0,51]	[3,06]	[2,99]	[3,21]
BENS DE CONSUMO	0,0002	0,0003	0,0002	0,0058	0,0086	0,0022
	[1,05]	[1,09]	[1,10]	[0,94]	[1,43]	[0,40]
BENS NÃO ESPECIFICADOS	0,0005	0,0005	0,0005	-0,0011	-0,0017	0,0014
	[1,17]	[1,17]	[1,13]	[-0,10]	[-0,16]	[0,11]
INTERCEPTO	0,0017	0,0011	0,0016	0,0561*	0,0301	0,0438
	[0,75]	[0,49]	[0,70]	[1,89]	[1,03]	[1,23]
EFEITOS FIXOS	-	-	-	Ano	Ano	Ano
Observações	1223	1223	1223	287	287	287
Teste F	1,56	0,78	0,91	2,34***	2,26***	2,33***
R quadrado ajustado	0,0059	0,0058	0,0056	0,1583	0,1668	0,1637

Notas. 1- Os valores entre colchetes referem-se à estatística T; 2- Após a realização dos testes *Chow* e *Breusch-Pagan*, optou-se por regressões em *pooling* (regressões de 1 a 3) e efeitos fixos (regressões de 4 a 6); 3- Devido a problemas de heterocedasticidade e autocorrelação, utilizaram-se as regressões robustas de *White* (regressões 1, 2 e 3) e *Newey-West* (Regressões 5, 6 e 7); 4 – Os asteriscos indicam o grau de significância: *** significativo a 1%; ** significativo a 5%; * significativo a 10%.

Fonte: Elaboração própria (2019).

As três primeiras regressões (1, 2 e 3) foram efetuadas com todas as empresas da amostra e as três últimas (4,5 e 6) foram efetuadas apenas com empresas que apresentavam despesas dessa natureza. Estatisticamente, o modelo regressivo não foi significativo nas três primeiras regressões, uma vez que o coeficiente de determinação foi próximo a 0 (0,0059; 0,0058 e 0,0056), além disso, a estatística F não foi significativa, implicando na não rejeição da hipótese nula de que os coeficientes são iguais a zero. Vale destacar que, quando consideradas apenas as empresas que apresentaram despesas com P&D, o modelo apresenta coeficientes de determinação de, respectivamente, 0,1583; 0,1668 e 0,1637 e significância estatística para o teste F a 1% para as três regressões.

Ainda com relação aos modelos econométricos, a estatística VIF demonstrou a ausência de multicolinearidade, porém o Teste *Wald* e o *Woldridge* evidenciaram heterocedasticidade dos dados e autocorrelação, por isso utilizaram-se regressões robustas.

Com relação às implicações dos resultados nas decisões de P&D, a literatura assevera que o excesso de confiança atua como uma mola propulsora, que por se tratar de uma decisão de risco, os gestores mais otimistas estão mais dispostos a correr esse risco, implicando em uma expectativa de relação positiva entre as variáveis (HIRSHLEIFER; LOW; TEOH, 2008; GALASSO; SIMCOE, 2011; HERZ; SCHUNK; ZEHNDER, 2014). O risco atrelado aos projetos de pesquisa e desenvolvimento corresponde ao caminho necessário para o alcance da inovação, sem risco não há avanços, podendo as empresas serem beneficiadas pelo otimismo do gestor.

Conforme a expectativa inicial, nas regressões 1, 2, 3, 5 e 6, os coeficientes dos indicadores de excesso de confiança demonstraram sinal positivo, sugerindo que gestores mais confiantes estariam mais dispostos a investirem em atividades de pesquisa e desenvolvimento de produtos e serviços, porém diante dos problemas econométricos das regressões 1, 2 e 3 e da falta de significância dos indicadores IGC e IEC, não é possível afirmar que os achados condizem com trabalhos como os de Hirshleifer, Low e Teoh (2008), Galasso e Simcoe (2011) e Herz, Schunk e Zehnder (2014).

Com relação às demais variáveis, verifica-se significância estatística na dualidade do CEO nas regressões 4 e 5, o PIB na regressão 5 e o setor de bens industriais nas regressões 4, 5 e 6. Para a dualidade do CEO, assim como verificado na dimensão de intensidade publicitária, o sinal da variável não atingiu a expectativa. O sinal que indicaria um aumento no poder decisório do CEO foi negativo, mas sem persistência dada a sua insignificância na regressão 6.

O PIB, por sua vez, foi inserido como variável responsável por considerar a questão dos aspectos econômicos ao modelo decisório do CEO. A relação positiva indica que, em períodos de maior crescimento econômico, mais recursos são alocados para essas atividades.

O setor é apontado em pesquisas como Scherer (1965) como um dos fatores determinantes para as atividades de P&D. Dos quatro grandes grupos propostos pelo IBGE (2013), três foram inseridos no modelo, sendo suprimido o setor de bens intermediários, em razão de problemas com a multicolinearidade dos dados. Dos três setores regredidos, verifica-se que o setor de bens de capital apresentou os maiores coeficientes.

A significância do setor de bens de capital foi impactada principalmente pelas empresas de tecnologia da informação que integram este grande grupo econômico. De acordo com Schreiber (2014), algumas atividades econômicas como a de bens industriais, tecnologia, química e biotecnologia, devido à concorrência, adotam essas práticas quase que de forma obrigatória. Nesse grupo econômico, ainda existem empresas de serviço, as quais Hoffmann, Coral e Jara (2014) destacam a existência de uma dificuldade em relação à propriedade

intelectual dos resultados de investimentos em P&D, contudo elas figuram no grupo econômico em menor número, se comparado às empresas de tecnologia da informação.

Ainda com relação ao setor de atuação, também é relevante comentar que no grupo de bens não especificados onde estão as empresas do setor elétrico, por mais que o modelo econométrico não tenha sido significativo, elas se destacam das demais empresas devido ao requisito da obrigatoriedade. Nos termos do artigo 1 da lei 9.991/2000, todas as concessionárias e permissionárias de serviços públicos de distribuição de energia elétrica ficam obrigadas a destinar 0,5% da receita operacional líquida para programas de P&D do setor elétrico. O requisito da obrigatoriedade torna essa uma decisão unilateral que independe das decisões do CEO.

Analisando agora a próxima dimensão estratégica, a tabela 8 apresenta o resultado das análises de regressão para a dimensão estratégica de investimento em ativos fixos. Diferentemente das dimensões anteriores (INT_PUB e INT_PED), essa constitui uma estratégia mais comum entre as empresas e, por isso, foram realizadas apenas três regressões.

Tabela 8 - Relação entre o Excesso de confiança e o investimento em ativos fixos

Variável dependente		INV_ATI		
Variáveis	Regressão 1	Regressão 2	Regressão 3	
IGC	0,0016 [0,72]	-	-	
IEC	-	-0,0004 [-0,60]	-	
GE	-	-	0,0295** [2,14]	
CEO_TEN	-0,0020 [-0,98]	-0,0019 [-0,92]	-0,0022 [-1,05]	
CEO_EDU	-0,0486* [-1,88]	-0,0481 [-1,86]	-0,0408 [-1,53]	
TUN_CEO	0,0029 [0,19]	0,0019 [0,12]	0,0055 [0,35]	
CEO_COO	-0,0287 [-1,43]	-0,0260 [-1,24]	-0,0296 [-1,48]	
TAM_EMP	-0,0108*** [-3,02]	-0,0110*** [-3,08]	-0,0109*** [-3,07]	
TAM_CON	-0,0007 [-0,44]	-0,0006 [-0,40]	-0,0005 [-0,32]	
IND_CON	-0,0011 [-0,34]	-0,0012 [-0,37]	-0,0008 [-0,25]	
DES_ANT	0,0521 [1,45]	0,0510 [1,41]	0,0420 [1,19]	

PIB	-0,0020 [-1,20]	-0,0019 [-1,18]	-0,0017 [-1,07]
BENS DE CAPITAL	-0,1010*** [-5,34]	-0,1004*** [-5,24]	-0,1026*** [-5,41]
BENS DE CONSUMO	-0,1199*** [-6,21]	-0,1214*** [-6,23]	-0,1191*** [-6,19]
BENS NÃO ESPECIFICADOS	-0,0862*** [-4,41]	-0,861*** [-4,41]	-0,0783*** [-3,98]
INTERCEPTO	0,7947*** [17,44]	0,8186*** [13,06]	0,7682*** [16,26]
EFEITOS FIXOS	Ano	Ano	Ano
Observações	1462	1462	1462
Teste F	4,90***	4,89***	5,04***
R quadrado ajustado	0,0768	0,0766	0,0809

Notas. 1- Os valores entre colchetes referem-se à estatística T; 2- Após a realização dos testes *Chow* e *Breusch-Pagan*, optou-se por regressões com efeito fixo; 3- Devido a problemas de heterocedasticidade e autocorrelação utilizaram-se as regressões robustas de *Newey-West* (Regressões 5, 6 e 7); 4- Os asteriscos indicam o grau de significância: *** significativo a 1%; ** significativo a 5%; * significativo a 10%.

Fonte: Elaboração própria (2019).

De forma geral, os modelos não apresentaram multicolinearidade, conforme sugerem as médias obtidas no teste VIF (1,51; 1,53 e 1,52), entretanto os testes de *Wald* e *Wooldridge* indicaram problemas de heterocedasticidade e autocorrelação, por isso optou-se pelas regressões robustas de *Newey-West*.

Com relação ao ajuste do modelo, o coeficiente de determinação obtido difere de zero (7,68%; 7,66% e 8,09%) e a estatística F significativa a 1% para as três regressões permite a rejeição da hipótese nula de que os betas da regressão são iguais a 0. Ao diferirem de zero, os betas aumentam e promovem variações no investimento em ativos fixos.

Quanto ao excesso de confiança, verifica-se que, dos três indicadores, um deles (IEC) demonstrou comportamento diferente do encontrado por Brown e Sarma (2007), Ben-David, Graham e Harvey (2007), Malmendier e Tate (2008), Chen, Zheng e Wu (2011) e Deshmukh, Goel e Howe (2013), porém ele não foi estatisticamente significativo. Quanto aos IGC e à variável GE, ambas foram condizentes com expectativa e apresentaram sinal positivo, indicando que gestores excessivamente confiantes tendem a efetuarem mais investimento em ativos fixos, no entanto apenas a variável GE foi estatisticamente significativa.

No que se refere ao tamanho da empresa, nas regressões, o indicador obtido pelo número de funcionários foi significativo e consistente com o trabalho de Jiang e Wang (2017) e diferente dos trabalhos de Zhang (2006) e Herrmann e Nadkarni (2014). O sinal negativo, segundo Herrmann e Nadkarni (2014), é resultado da maior inércia sofrida por empresas maiores

ao iniciar e implementar determinada estratégia, dessa forma as empresas de maior porte naturalmente enfrentam mais atritos em investimentos em ativos fixos.

Embora o desempenho anterior não tenha sido significativo, a literatura prevê que algumas empresas baseiam suas decisões de investimento no desempenho corporativo (KANE, 1991), mesmo que tradicionalmente esses investimentos também almejem um melhor desempenho (LEVITT, 1994; CARVALHO, 2009).

Quanto ao setor de atuação, todas as três *dummies* usadas nos modelos regressivos foram significativas, sendo o coeficiente da categoria econômica de bens de consumo superior em relação às demais categorias nas três regressões. Segundo Moura, Mecking e Scarpin (2013), a categoria econômica de bens de consumo e a de bens intermediários são mais competitivas e, por isso, necessitam de uma composição de ativos mais eficientes, justificando o maior investimento em ativos fixos.

A próxima dimensão estratégica, denominada estrutura de gastos, tem o resultado das regressões demonstrado na tabela 9.

Tabela 9 - Relação entre o excesso de confiança e a estrutura de gastos

Variável dependente	EST_GAS		
Variáveis	Regressão 1	Regressão 2	Regressão 3
IGC	0,0145 [0,06]	-	-
IEC	-	0,0503 [1,47]	-
GE	-	-	0,3021 [1,02]
CEO_TEN	-0,0079 [-0,38]	-0,0262 [-1,38]	-0,0096 [-0,47]
CEO_EDU	-0,3835* [-1,73]	-0,4444* [-1,69]	-0,3035 [-1,59]
TUN_CEO	0,7226 [1,49]	0,8282* [1,66]	0,7491 [1,53]
CEO_COO	1,5007* [1,73]	1,1257 [1,59]	1,4917* [1,73]
TAM_EMP	-0,3717** [-2,31]	-0,3612** [-2,36]	-0,3721** [-2,32]
TAM_CON	0,0353 [1,17]	0,0258 [1,02]	0,0371 [1,18]
IND_CON	0,1033 [1,14]	0,1293 [1,37]	0,1060 [1,17]
DES_ANT	-2,9853** [-2,52]	-3,0905** [-2,52]	-3,0863** [-2,54]

PIB	-0,1850 [-0,35]	-0,0124 [-0,23]	-0,0163 [-0,30]
BENS DE CAPITAL	0,1964 [0,25]	0,0787 [0,11]	0,1798 [0,23]
BENS DE CONSUMO	-0,7635 [-1,51]	-0,6051 [-1,21]	-0,7545 [-1,51]
BENS NÃO ESPECIFICADOS	-0,6581 [-1,55]	-0,6827 [-1,60]	-0,5774 [-1,51]
INTERCEPTO	3,3766*** [0,003]	0,5192 [0,38]	3,1050*** [3,08]
EFEITOS FIXOS	Ano	Ano	Ano
Observações	1462	1462	1462
Teste F	1,16	1,14	1,17
R quadrado ajustado	0,039	0,044	0,027

Notas. 1- Os valores entre colchetes referem-se à estatística T; 2- Após a realização dos testes *Chow* e *Breuch-Pagan*, optou-se por regressões com efeitos fixos; 3- Devido aos problemas de heterocedasticidade, utilizaram-se regressões robustas de *White*; 4 – Os asteriscos indicam o grau de significância: *** significativo a 1%; ** significativo a 5%; * significativo a 10%.

Fonte: Elaboração própria (2019).

Os modelos regressivos constantes na tabela 9 apresentaram heterocedasticidade e, por isso, utilizou-se a correção de *White*, porém a capacidade preditiva do modelo foi a menor entre todas as regressões deste estudo. O coeficiente de determinação foi próximo a zero (0,039; 0,044; 0,027) e a estatística F (1,16; 1,14 e 1,17) não foi significativa em nenhum dos modelos.

Dada a limitação do modelo econométrico e o resultado da estatística T para os coeficientes das variáveis IGC; IEC e GE, não se pode chegar a conclusões quanto à influência do excesso de confiança na estrutura de gastos, uma vez que nenhum dos coeficientes utilizados para mensurar o excesso de confiança foi significativo, diferente do ocorrido nas outras dimensões (nas quais pelo menos um deles foi significativo). Esse resultado pode indicar limitações do poder decisório do CEO em relação à estrutura de gastos e, embora estejam relacionadas ao desempenho e à competitividade (PORTER, 2008; KUMAR; NEGPAL, 2011), algumas despesas podem não fornecer margem para a sua redução, implicando na redução do poder decisório do CEO.

A respeito da dimensão capital de giro e ciclo de produção, a expectativa originada da literatura sugere que empresas com gestores mais confiantes tendem a optarem pela maior destinação de recursos ao capital de giro empresarial, assim foram efetuadas três regressões para analisar tais relações, as quais estão descritas na tabela 10.

Tabela 10 - Relação entre o excesso de confiança e a gestão de capital de giro e ciclo de produção

Variável dependente	CAP_GIR		
Variáveis	Regressão 1	Regressão 2	Regressão 3
IGC	-0,0094*** [-2,76]	-	-
IEC	-	-0,0041 [-1,60]	-
GE	-	-	-0,0296 [-0,66]
CEO_TEN	-0,0011 [-0,35]	0,0005 [0,18]	-0,0009 [-0,29]
CEO_EDU	0,0853* [1,83]	0,0901* [1,85]	0,0773 [1,57]
TUN_CEO	0,0109 [0,19]	0,0028 [0,05]	0,0089 [0,16]
CEO_COO	-0,1425*** [-3,03]	-0,1100*** [-2,61]	-0,1400*** [-2,99]
TAM_EMP	-0,0576*** [-3,18]	-0,5790*** [-3,15]	-0,057*** [-3,16]
TAM_CON	-0,0042 [-1,73]	-0,0033 [-1,32]	-0,0043* [-1,71]
IND_CON	0,0404*** [4,33]	0,0378*** [4,35]	0,0397*** [4,32]
DES_ANT	-0,2999*** [-2,95]	-0,2818*** [-2,91]	-0,2808*** [-2,92]
PIB	-0,0019 [-0,67]	-0,0028 [-0,97]	-0,0025 [-0,88]
BENS DE CAPITAL	-0,0726*** [-3,16]	-0,0609*** [-2,61]	-0,0690*** [-3,02]
BENS DE CONSUMO	0,3389*** [5,15]	0,3268*** [5,31]	0,3389*** [5,19]
BENS NÃO ESPECIFICADOS	-0,1484*** [-5,88]	-0,1457*** [-5,80]	-0,1557*** [-5,06]
INTERCEPTO	0,6081*** [3,35]	0,8394*** [2,75]	0,6317*** [3,02]
EFEITOS FIXOS	Ano	Ano	Ano
Observações	1462	1462	1462
Teste F	7,07***	7,02***	7,46***
R quadrado ajustado	0.1420	0.1436	0.1403

Notas. 1- Os valores entre colchetes referem-se à estatística T; 2- Após a realização dos testes *Chow e Breauch-Pagan*, optou-se por regressões com efeitos fixos; 3- Devido ao problemas de heterocedasticidade e autocorrelação utilizaram-se regressões robustas de *Newey-West*; 4 – Os asteriscos indicam o grau de significância: *** significativo a 1%; ** significativo a 5%; * significativo a 10%.

Fonte: Elaboração própria (2019).

Com relação aos modelos regressivos, a estatística VIF (1,28; 1,53; 1,52) indicou ausência de multicolinearidade, porém os testes de *Wald* e *Wooldridge* demonstraram a existência de heterocedasticidade e autocorrelação, motivando o uso do erro robusto de *Newey-West*. A estatística F foi significativa para as três regressões e os coeficientes de determinação ajustados foram, respectivamente, de 14,2%; 14,36% e 14,03%.

A relação entre o excesso de confiança e a dimensão de capital de giro diferente da expectativa apresentou relação negativa em todos os indicadores, porém apenas o IGC foi significativo.

A relação apontada demonstra que os gestores mais otimistas têm maiores dificuldades na gestão de capital de giro, eles são menos eficiente em promoverem os giros de estoque, comprometendo o financiamento por meio de recursos internos e direcionando a preferência pela obtenção de recursos de origem externa, caracterizados pela maior assimetria informacional e custo.

Em relação aos fatores que aumentam ou reduzem o poder decisório do CEO, assim como proposto por Zhang (2006), as regressões demonstraram que quanto maior o tamanho do conselho, menor é o poder decisório do CEO, porém, das três regressões realizadas, apenas em uma delas (Regressão 3) a variável (TAM_CON) foi significativa. Já com relação à dualidade do CEO e à independência do conselho, os resultados contrariaram as expectativas. A dualidade do CEO, indicada por Tarus e Tuwey (2016) como uma das ferramentas usadas para aumentar seu poder decisório, demonstrou-se contrária aos resultados de Zhang (2006) e Wang e Jiang (2017). Já a independência do conselho apresentou sinal positivo nas três regressões, contrariando os achados de Zajac e Westphal (1996); Zhang (2006) e Wang e Jiang (2017).

Também é possível verificar que o desempenho negativo, assim como previsto por Zhang (2006), foi significativo em todas as regressões. Conforme indicado por Afrifa (2016), as decisões de capital de giro estão fortemente relacionadas ao desempenho, empresas com postura mais agressiva tendem a estimular as suas vendas, entretanto tal benefício não se aplica às empresas conservadoras. Na presente amostra, por meio da estatística descritiva (média de 0,22 da dimensão capital de giro e ciclo de produção), verifica-se um comportamento mais conservador das empresas estudadas, justificando assim a relação encontrada.

Ainda com base na tabela 10, é possível verificar que o tamanho da empresa, conforme mencionado na revisão da literatura, é fator importante para as decisões relacionadas à gestão de capital de giro e ciclo de produção. Empresas maiores possuem maior capacidade gerencial, além de menor dependência de recursos internos devido ao maior acesso às fontes de

financiamento, implicando que empresas maiores destinam maior proporção de recursos ao capital de giro (CARVALHO; SCHIOZER, 2012).

As últimas variáveis a apresentarem significância estatística foram os grupos econômicos do IBGE, dentre os quais o setor de bens não especificados foi o que apresentou menor coeficiente, resultado influenciado principalmente pelas empresas do setor elétrico. Nessa categoria econômica, as empresas do setor de energia elétrica correspondem a cerca de 62%, e, segundo a Associação Brasileira de Distribuidores de Energia Elétrica (2017), elas se diferem das demais empresas devido ao produto ofertado, que impede o armazenamento e a formação de estoque, e que, no presente trabalho, foram considerados para o cálculo do indicador desta dimensão estratégica.

Na tabela 11, abaixo, estão dispostos os resultados das regressões para a estrutura de capital e o excesso de confiança. Assim como na dimensão anterior, foram realizadas três regressões tratando os indicadores de excesso de confiança de forma separada.

Tabela 11- Relação entre o excesso de confiança e a estrutura de capital

Variável dependente	EST_CAP		
Variáveis	Regressão 1	Regressão 2	Regressão 3
IGC	-0,008* [-1,94]	-	-
IEC	-	-0,0004 [-0,14]	-
GE	-	-	-0,0774** [-2,24]
CEO_TEN	-0,0092** [-2,30]	-0,0090** [-2,35]	-0,0088** [-2,27]
CEO_EDU	-0,0479 [-0,87]	-0,0414 [-0,85]	-0,0623 [-1,31]
TUN_CEO	0,0063 [0,16]	0,0059 [0,15]	-0,0002 [-0,01]
CEO_COO	0,2413*** [3,40]	0,2461*** [4,02]	0,2444*** [3,46]
TAM_EMP	-0,0538** [-2,58]	-0,0533** [-2,58]	-0,0534** [-2,57]
TAM_CON	0,0039 [1,21]	0,0041 [1,36]	0,0035 [1,05]
IND_CON	-0,0155*** [-3,05]	-0,0162*** [-2,92]	-0,0165*** [-3,09]
DES_ANT	-1,6312*** [-3,62]	-1,6213*** [-3,60]	-1,6005*** [-3,55]
PIB	0,0057	0,0052	0,0049

	[1,52]	[1,37]	[1,31]
BENS DE CAPITAL	0,1366**	0,1396**	0,1420**
	[2,35]	[2,56]	[2,46]
BENS DE CONSUMO	0,0420	0,0414	0,0401
	[1,11]	[1,04]	[1,07]
BENS NÃO ESPECIFICADOS	0,0093	0,0102	-0,0110
	[0,21]	[0,22]	[-0,24]
INTERCEPTO	1,1385***	1,1598***	1,2065***
	[6,21]	[5,48]	[6,52]
EFEITOS FIXOS	Ano	Ano	Ano
Observações	1462	1462	1462
Teste f	4,23***	5,44***	5,25***
R quadrado ajustado	0,2742	0,2726	0,2761

Notas. 1- Os valores entre colchetes referem-se a estatística T; 2- Após a realização dos testes *Chow* e *Breusch-Pagan*, optou-se por regressões com efeitos fixos; 3- Devido ao problemas de heterocedasticidade e autocorrelação utilizaram-se regressões robustas de *Newey-West*; 4 – Os asteriscos indicam o grau de significância: *** significativo a 1%; ** significativo a 5%; * significativo a 10%.

Fonte: Elaboração própria (2019).

Entre todas as dimensões estudadas, a estrutura de capital corresponde à dimensão estratégica que o modelo econométrico melhor se adequou. Os coeficientes de determinação de 0,27 nas três regressões foram superiores ao encontrado nas outras dimensões estratégicas, entretanto, assim como os modelos anteriores, verificou-se a existência de autocorrelação (*Wooldridge*) e heterocedasticidade (*Wald*), sendo utilizada a correção de *Newey-West*.

Quanto aos resultados da análise, verifica-se que a estrutura de capital, entre todas as dimensões, é a mais frequentemente associada ao excesso de confiança do gestor. A literatura empírica traz evidências que os CEO excessivamente confiantes apresentam tendência a optarem por maior grau de alavancagem (BARROS; SILVEIRA, 2008; CAVALHEIRO, 2015; SILVA et al, 2017; COSTA; CORREIA; LUCENA, 2017). Mesmo que o estudo comportamental tenha evidenciado tal característica, não implica dizer que estejam distantes das teorias racionais como as de *Paking order* ou *Trade-off*. A teoria comportamental, segundo Famá, Cioffi e Coelho (2008), é vista por parte da academia como um complemento às finanças tradicionais, implicando na possibilidade de um fenômeno ser tanto atribuído a um fator comportamental (o excesso de confiança do CEO) como por outras características explicadas pelas teorias tradicionais fundamentadas na racionalidade.

Os resultados das regressões demonstram-se contrários à literatura que estabelece uma relação positiva entre o excesso de confiança e a estrutura de capital, tendo em vista que todos os coeficientes das variáveis utilizadas para mensurar o excesso de confiança (IGC, IEC e GE) foram negativos, assim como encontrado em Costa, Correia e Lucena (2017) ao estudarem

empresas brasileiras e americanas. No caso desses autores, ao utilizar-se de uma metodologia de classificação para o IEC em três níveis, houve uma mudança de sinal do coeficiente, porém, no presente trabalho, tal metodologia não foi necessária, uma vez que o mesmo resultado foi encontrado nas três variáveis obtidas de forma distinta e apenas uma delas (IEC) não foi estatisticamente significativo, conferindo robustez ao resultado. Ainda com relação ao resultado encontrado, é possível verificar uma consistência com o resultado da dimensão anterior, segundo o qual gestores excessivamente confiantes possuem dificuldades em promover maiores giros nos estoques.

Já com relação às demais variáveis, assim como descrito por Chen, Jiang e Lin (2014), fatores como o setor de atuação, o tamanho e a lucratividade da companhia apresentaram significância estatística. O tamanho da empresa, da qual se esperava uma relação positiva, como descrito por Zhang (2006); Herrmann e Nadkarni (2014), ou negativa, como encontrado por Wang e Jiang (2017), apresentou coeficientes negativos os quais podem ser justificados pela menor dependência de recursos gerados internamente pelas empresas, conforme apontado por Carvalho e Schiozer (2012).

Quanto ao desempenho anterior, os resultados negativos, segundo Chen, Jiang e Lin (2014) são consistentes com a Teoria *Pecking Order*, e com os resultados encontrados por Zhang (2006) e Fonseca, Silveira e Hiratuka (2016). Quando se estuda a relação entre o desempenho e a alavancagem, é comum obter sinal negativo, convergindo com a Teoria *Parking Order*, uma vez que a busca pela redução da assimetria informacional faz com que as empresas invertam suas preferências, consequentemente empresas com maior lucratividade utilizam-se de menor endividamento (FONSECA; SILVEIRA; HIRATUKA, 2016).

As variáveis dualidade do CEO e independência do conselho também demonstraram consistência com a expectativa demonstrada no quadro 3, na página 49. Os resultados revelam que, por um lado, a dualidade do CEO positiva, como previsto por Zhang (2006) e Wang e Jiang (2017), representa o aumento do poder decisório do CEO junto à administração da empresa, por outro lado, a independência do conselho, como previsto por Zajac e Westphal (1996); Zhang (2006) e Wang e Jiang (2017) representa uma redução desse poder.

Finalizada a análise das dimensões estratégicas e passando para a análise da mudança estratégica (MUD_EST), as regressões baseadas na equação 5 estão apresentadas na tabela 12.

Tabela 12 - Relação entre o excesso de confiança e a mudança estratégica

MUD_EST			
Variável dependente			
Variáveis	Regressão 1	Regressão 2	Regressão 3

IGC	0,0989*** [17,41]	-	-
IEC	-	0,0104 [1,65]	-
GE	-	-	0,0190 [0,39]
CEO_TEN	-0,0005 [-0,15]	-0,0052 [-1,64]	-0,0014 [-0,44]
CEO_EDU	-0,0710 [-1,63]	-0,0978* [-1,90]	-0,0735 [-2,01]
TUN_CEO	0,0246 [0,48]	0,0230 [0,37]	0,0016 [0,03]
CEO_COO	0,2469 [1,61]	0,1555 [1,39]	0,2381 [1,63]
TAM_EMP	-0,0746** [-2,34]	-0,0799*** [-2,67]	-0,082*** [-2,64]
TAM_CON	0,0054 [1,19]	0,0026 [0,70]	0,0048 [1,06]
IND_CON	0,0234 [1,32]	0,0386* [1,86]	0,0325* [1,73]
DES_ANT	-0,7072*** [-3,29]	-0,8571** [-2,27]	-0,8390** [-2,24]
PIB	-0,0040 [-0,51]	0,0023 [0,27]	0,0013 [0,15]
BENS DE CAPITAL	0,0496 [0,38]	-0,0022 [-0,02]	0,0252 [0,21]
BENS DE CONSUMO	-0,0606 [-0,74]	-0,0516 [-0,80]	-0,0818 [-1,17]
BENS NÃO ESPECIFICADOS	-0,0937 [-1,43]	-0,1082* [-1,72]	-0,0974* [-1,73]
INTERCEPTO	0,5111** [2,49]	-0,0217 [-0,10]	0,5454*** [3,04]
EFEITOS FIXOS	Ano	Ano	Ano
Observações	1223	1223	1223
Teste F	38,5***	3,89***	3,46***
R quadrado ajustado	0,1508	0,0605	0,0509

Notas. 1- Os valores entre colchetes referem-se à estatística T; 2- Após a realização dos testes *Chow* e *Breauch-Pagan*, optou-se por regressões com efeitos fixos; 3- Devido aos problemas de heterocedasticidade e autocorrelação utilizaram-se regressões robustas de *Newey-West* (Regressão 1) e *White* (Regressões 2 e 3); 4 – Os asteriscos indicam o grau de significância: *** significativo a 1%; ** significativo a 5%; * significativo a 10%.

Fonte: Elaboração própria (2019).

De acordo com Herrmann e Nadkarni (2014), às características do CEO têm implicações significativas sobre a mudança estratégica da empresa, isto é, cada elemento de sua personalidade interage com a mudança estratégica de forma diferente. O excesso de confiança

como parte dessa personalidade (BROWN; SARMA, 2007) também tem seus efeitos sobre essas decisões.

Nesta análise em particular, os indicadores de excesso de confiança apresentaram grande relevância no ajuste do modelo econométrico. Na primeira regressão, cujo indicador do excesso de confiança foi o índice geral de confiança (IGC), o coeficiente de determinação foi equivalente a 0,1508, contudo nas equações seguintes, quando o indicador do excesso de confiança muda (índice de excesso de confiança e variável gestor empreendedor), o coeficiente de determinação sofre uma redução para 0,0605 na equação 2 e 0,0509 na equação 3.

Todos os indicadores de confiança foram positivos, porém apenas o índice geral de confiança foi significativo, indicando que gestores com mais confiança estão mais dispostos à mudança de estratégia. Mesmo que os indicadores de excesso de confiança mais específicos (IEC e GE) tenham sido significativos, Herrmann e Nadkarni (2014) explicam que, quando diferentes traços de personalidade se relacionam, os efeitos podem ser contrários ou podem ser nulos.

A educação de CEO demonstrou significância em apenas uma das regressões, porém com sinal oposto à expectativa baseada nos trabalhos de Herrmann e Datta (2002) e consistente com os trabalhos de Zhang e Rajagopalan (2010) e Herrmann e Nadkarni (2014).

Quanto ao papel da independência do conselho na mudança estratégica, a partir das regressões 2 e 3, verificou-se uma relação positiva, diferindo dos resultados encontrados por Zajac e Westphal (1996), Zhang (2006) e Wang e Jiang (2017). De acordo com Herrmann e Nadkarni (2014), a expectativa negativa corresponde à premissa de que a divergência de pontos de vistas e a diversidade de pensamentos afetaria a mudança estratégica, assim, um maior número de membros estaria associado a maior resistência à mudança. Nas empresas estudadas, a estatística descritiva evidenciou um baixo número médio de membros independentes, o que implicaria menor divergência e maior propensão a mudança.

No que se refere à relação entre tamanho da empresa e mudança estratégica, a literatura é controversa, enquanto trabalhos como Zhang (2006) e Herrmann e Nadkarni (2014) evidenciam relação positiva, Wang e Jiang (2017) encontraram negativa. Na tabela 12, todas as regressões corroboram o estudo de Wang e Jiang (2017), segundo o qual empresas maiores possuem maior dificuldade de iniciar uma mudança estratégica, isso devido ao fato de sofrerem de forma mais acentuada a resistência a mudanças.

A relação negativa e significativa do desempenho nas três regressões é consistente com o resultado encontrado por Zhang (2006) e, segundo Herrmann e Nadkarni (2014), essa relação se justifica pelo fato de o retorno se tratar de um *feedback* para empresas sobre a estratégia que

está sendo praticada, dessa forma, resultado positivos indicam funcionamento da estratégia atual e, conseqüentemente, indicam a não necessidade de mudanças.

Em uma análise geral verifica-se que de acordo com as correlações, embora nem todos os indicadores ou todas as relações tenham sido significativas, as seis dimensões apresentaram relação com o excesso de confiança do CEO. O IEC foi significativo em cinco das seis relações analisadas (Intensidade publicitária, intensidade de P&D, estrutura de gastos, gestão de capital de giro e alavancagem financeira), o IGC não apresentou significância estatística com nenhuma das dimensões estudadas e a variável gestor empreendedor apresentou relações com três dimensões (Intensidade publicitária, investimento em ativos fixos e alavancagem financeira).

Ao analisar a influência do excesso de confiança dos gestores sobre as seis dimensões estratégicas, as regressões (Cujos resultados estão resumidos na tabela 13) evidenciaram que apenas três delas (Estrutura de gastos; intensidade publicitária; intensidade de P&D) não apresentaram relação com a confiança dos gestores.

Tabela 13 - Resumos dos resultados das regressões para a influência do excesso de confiança na estratégia empresarial

Dimensão estratégica	Relação esperada	Relação obtida		
		IGC	IEC	GE
INT_PUB	+	-	+	+
INT_PED	+	-	+	+
INV_ATI	+	+	-	+
EST_GAS	+	+	+	+
CAP_GIR	+	-	-	-
ALV_FIN	+	-	-	-

Nota. Os sinais destacados representam relações estatisticamente significativas.

Fonte: Elaboração própria (2019).

Na dimensão estratégica da intensidade publicitária, o indicador geral de excesso de confiança (IGC) demonstrou contradição em relação ao específico (GE), porém os resultados do IGC não foram persistentes, sugerindo que a confiança do CEO está positivamente relacionada a esses gastos.

Na dimensão estratégica da intensidade de P&D, embora os resultados das regressões apresentem os coeficientes para o excesso de confiança consistente com os trabalhos de Hirshleifer, Low e Teoh (2008), Galasso e Simcoe (2011) e Herz, Schunk e Zehnder (2014), os

problemas inerentes ao modelo regressivo impedem a possibilidade de se afirmar que o presente trabalho corrobora a literatura, evidenciando relações entre essas variáveis.

Quanto ao investimento em ativos fixos, assim como previsto na literatura, quando mensurado pela variável gestor empreendedor, os resultados confirmam os achados de Brown e Sarma (2007), Ben-David, Graham e Harvey (2007), Malmendier e Tate (2008), Chen, Zheng e Wu (2011) e Deshmukh, Goel e Howe (2013), segundo os quais gestores excessivamente confiantes destinam mais recursos a investimentos.

No que se refere a gestão de capital de giro, verificou-se que as empresas com gestores mais confiantes não são capazes de promover o maior giro de estoque, promovendo a redução da liquidez empresarial e expõem as empresas a um maior risco de falências, além de sugerir uma preferência com financiamento de origem externa.

Corroborando os resultados aferidos na dimensão estratégica da gestão do capital de giro e ciclo de produção, a dimensão de estrutura de capital apresentou relação negativa com o excesso de confiança, entretanto esses resultados diferem da literatura existente (BARROS; SILVEIRA, 2008; CAVALHEIRO, 2015; SILVA et al, 2017; COSTA; CORREIA; LUCENA, 2017).

Por fim é possível verificar ainda que o excesso de confiança está positivamente relacionado à mudança estratégica. Assim como o otimismo se relaciona com a dinâmica empreendedora, os CEO otimistas conseguem vislumbrar um melhor desempenho, e, por isso, estão mais sujeitos a mudanças.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A dinâmica competitiva a qual as empresas estão sujeitas nos dias atuais exige que toda a cadeia de decisões que forma a estratégia empresarial seja precisa e eficiente, para isso, a gestão desempenhada pelo CEO deve assegurar que as decisões tomadas sejam ideais.

Uma tomada de decisão ideal não significa que obrigatoriamente resulte em benefícios para a organização, e sim que dado o cenário decisivo o melhor curso de ação possível dentro de um contexto lógico e racional seja escolhido.

Por mais que dentro do ambiente empresarial o CEO seja dotado de prestígio e *status*, conferidos pela sua posição de destaque e por ser responsável por conduzir o futuro da organização, ela ainda continua sendo um “ser emocional” como qualquer outro de sua espécie, não sendo possível dissociar uma pessoa de sua personalidade.

Essa personalidade interfere no processo de decisão e na escolha de alternativas ideais, por isso a presente pesquisa buscou verificar como determinadas estratégias competitivas, que aqui foram denominadas de dimensões estratégicas são influenciadas pelo excesso de confiança dos gestores.

Como resultado verificou-se que das seis dimensões estudadas (intensidade publicitária, intensidade de P&D, investimento em ativos fixos, estrutura de gastos, gestão de capital de giro e ciclo de produção e estrutura de capital) apenas três delas demonstraram ser diretamente influenciadas pelo excesso de confiança do gestor, sendo elas o investimento em ativos fixos, a gestão de capital de giro e ciclo de produção e a estrutura de capital.

O investimento em ativos fixos representa para uma entidade uma grande quantidade de recursos retidos, onde o custo de oportunidade é sentido de forma mais acentuada. A confiança do gestor demonstrou influenciar esses investimentos de forma positiva, implicando que os CEO mais confiantes tendem a expor as empresas a um maior risco ao destinarem maiores recursos para essas atividades.

Quanto a gestão de capital de giro e ciclo de produção os resultados obtidos demonstram que a confiança do gestor interfere na rotatividade dos estoques e consequentemente no faturamento da organização, quanto mais otimista é o gestor, menor é o giro do estoque, e menos eficiente é a gestão organizacional. Além disso a menor rotatividade dos estoques implica em uma menor capacidade de geração de recursos internos, influenciado diretamente a estrutura de capital da organização.

Em relação a estrutura de capital, mesmo que existam contradições entre as teorias usadas para explicar sua definição, e sobre até que ponto a dívida é benéfica, a teórica comportamental demonstra que o excesso de confiança se relaciona de forma negativa com a

estrutura de capital. Essa relação geralmente é explicada pela subestimação do risco relacionado a capacidade de geração de recursos para o pagamento das dívidas, porém os resultados das regressões contrariam esse pressuposto e sugerem a existência de relações negativas. Quanto mais otimista é o CEO menor é o grau de alavancagem utilizada e consequentemente menor a proporção de dívidas, embora diferente da literatura, dentro de um contexto de racionalidade o resultado se justifica pelos altos custos relacionado às fontes externas de financiamento.

Mesmo que se tratando de decisões importantes e fortemente atrelada ao risco, o excesso de confiança não é maléfico em sua totalidade, quando necessário uma mudança estratégica, ela se torna mais fácil quando os gestores são mais confiantes.

Os resultados ainda evidenciaram que os efeitos do excesso de confiança sobre as dimensões estratégicas podem ser eliminados através da sua substituição do CEO, uma vez que ao mensurar o excesso de confianças através das variáveis índice geral de confiança (IGC) e a variável *dummy* gestor empreendedor verificou-se que entre os gestores das 244 empresas estudadas nem todas possuem gestores otimistas.

Os resultados aqui alcançados expressam os efeitos do viés cognitivo do excesso de confiança no processo estratégico empresarial, porém possuem as limitações inerentes ao método de pesquisa utilizado, entre elas a de não considerar a estratégia não declarada pelas empresas, além disso considerando os propósitos do modelo matemático, ele não contempla o ciclo de vida das empresas estudadas.

Para o desenvolvimento de trabalhos futuros a respeito desse tema, sugere-se a utilização de outros métodos de pesquisa capazes de mitigar esse problema inerente ao método utilizado como o *self-typing*; além disso, dadas as dificuldades de se mensurarem os traços de personalidade, recomenda-se a utilização de outros indicadores, como o teste de orientação para a vida.

REFERÊNCIAS

- ABELL, Derek. The Past, Present, and Future of Strategy: Broadening Challenges; Advancing Insight. **Revista Ibero-americana de Estratégia**, v. 13, n. 03, p.07-18, 1 set. 2014. University Nove de Julho. <http://dx.doi.org/10.5585/riae.v13i3.2154>.
- ABRAMCZUK, A. A. **A Prática da Tomada de Decisão**. São Paulo. Atlas, 2009.
- AFRIFA, Godfred Adjapong. Net working capital, cash flow and performance of UK SMEs. **Review of Accounting And Finance**, v. 15, n. 1, p.21-44, 8 fev. 2016. Emerald. <http://dx.doi.org/10.1108/raf-02-2015-0031>.
- AFRIFA, Godfred Adjapong; PADACHI, Kesseven. Working capital level influence on SME profitability. **Journal of Small Business and Enterprise Development**, v. 23, n. 1, p. 44-63, 2016.
- AL-NAJJAR, Basil; HUSSAINEY, Khaled. Revisiting the capital-structure puzzle: UK evidence. **The Journal of Risk Finance**, v. 12, n. 4, p.329-338, 16 ago. 2011. <http://dx.doi.org/10.1108/152659411111158505>.
- ANDREWS, Kenneth R.. The concept of corporate strategy. In: FROSS, Nicolai J.. **Resources firms and strategies: A Reader in the resource-based perspective**. 2. ed. Nova York: Oxford University Press, 2005. Cap. 5. p. 52-59.
- ARAÚJO, Juliana Gonçalves de et al. Estrutura de capital e a governança: Análise dos conselhos de administração e estrutura de propriedade nas empresas listadas no IBRX-100. **Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade**, Salvador, v. 7, n. 2, p.121-140, maio 2017. Quadrimestral.
- ASSAF, A. George et al. Does advertising spending improve sales performance? **International Journal of Hospitality Management**, v. 48, p.161-166, jul. 2015. Elsevier BV. <http://dx.doi.org/10.1016/j.ijhm.2015.04.014>.
- ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE DISTRIBUIDORES DE ENERGIA ELETRICA. Visão geral do setor, 2017. Disponível em <<http://www.abradee.com.br/setor-eletrico/visao-geral-do-setor>>. Acessado em 13 de dezembro de 2017.
- ATHAPATHTHU, H.K.S. Hanasini. An Overview of Strategic Management: An Analysis of the Concepts and the Importance of Strategic Management. **International Journal of Scientific and Research Publications**, v. 6, n. 2, p.124-127, fev. 2016.
- AUTUKAITE, Ruta; MOLAY, Eric. Cash holding, working capital and firm value: evidence from France. In: International Conference of the French Finance Association, 28., 2011, Quebec. **Anais....** Quebec: 2011. p. 1 - 23.
- AZEVEDO, Fabrício Nunes; GUTIERREZ, Carlos Enrique Carrasco. A relação dos gastos com P&D na taxa de crescimento de longo prazo das empresas listadas na NYSE. In: CONGRESSO ANPCONT, 3, 2009, São Paulo. **Anais...** São Paulo: 2009. p. 1 - 15.
- BAGGIO, Daniela; WEGNER, Douglas. Práticas colaborativas de P&D no contexto de pequenas e médias empresas brasileiras. **Revista de Ciências da Administração**, v. 1, n. 3, p.52-67, 16 dez. 2016. Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC). <http://dx.doi.org/10.5007/2175-8077.2016v18n46p52>.]
- BARDDAL, Rodrigo. **Raciocínio clínico e ergonomia cognitiva: Uma abordagem dos erros diagnósticos a partir da teoria dos dois sistemas**. 2016. 125 f. Dissertação (Mestrado)

- Curso de Pós-graduação em Engenharia de Produção, Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2016.

BARNES JUNIOR, James H.. Cognitive Biases and Their Impact on Strategic Planning. **Strategic Management Journal**, v. 5, p.129-137, 1984.

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.293-334, jan. 2008.

BAZERMAN, Max H.; MOORE, Dom. **Processo decisório**. 8. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2014. 424 p. Tradução de: Daniel Vieira.

BEN-DAVID, Itzhak; GRAHAM, John R.; HARVEY, Campbell R.. Managerial Overconfidence and Corporate Policies. **Nber Working Paper**, v. 13711, n. 1-2, p.1-57, dez. 2007.

BEPPLER, Mônica Külkamp; PEREIRA, Maurício Fernandes; COSTA, Alexandre Marino. Discussão conceitual sobre o processo de estratégia nas organizações: Formulação e formação estratégica. **Revista Ibero-americana de Estratégia**, São Paulo, v. 10, n. 1, p.128-146, jan/abr. 2011. Quadrimestral.

BONN, Ingrid. Improving strategic thinking: a multilevel approach. **Leadership & Organization Development Journal**, v. 26, n. 5, p.336-354, jul. 2005. Emerald.
<http://dx.doi.org/10.1108/01437730510607844>.

BORNIA, Antonio Cezar. **Análise Gerencial de Custos: Aplicação em empresas modernas**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2017.

BOUER, Ruy. **Fatores determinantes para a tradução da estratégia em ações e resultados: A disciplina da execução**. 2008. 195 f. Tese (Doutorado) - Curso de Pós-Graduação em Engenharia de Produção, Departamento de Engenharia de Produção, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2008.

BOULDING, William; LEE, Eunkyu; STAELIN, Richard. Mastering the Mix: Do Advertising, Promotion, and Sales Force Activities Lead to Differentiation? **Journal of Marketing Research**, v. 31, n. 2, p.159-172, maio 1994. Special Issue on Brand Management.

BRAHMANA, Rayenda Khresna; HOOY, Chee-wooi; AHMAD, Zamri. Psychological factors on irrational financial decision making. **Humanomics**, v. 28, n. 4, p.236-257, jan. 2012.

BRASIL, BOLSA, BALCÃO. **Empresas listadas**. 2018. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/listados-a-vista-e-derivativos/renda-variavel/empresas-listadas.htm>. Acesso em: 18 mar. 2018.

BRASIL. Lei 9.991 de 2000. Dispõe sobre realização de investimentos em pesquisa e desenvolvimento e em eficiência energética por parte das empresas concessionárias, permissionárias e autorizadas do setor de energia elétrica, e dá outras providências. Brasília, DF, 24 jun. 2000. Disponível em: <<http://www2.aneel.gov.br/cedoc/blei20009991.pdf>>. Acesso em: 09 nov. 2018.

BRASIL. Lei nº 11196, de 2005. Institui o Regime Especial de Tributação para a Plataforma de Exportação de Serviços de Tecnologia da Informação - REPES, o Regime Especial de Aquisição de Bens de Capital para Empresas Exportadoras - RECAP e o Programa de Inclusão Digital; dispõe sobre incentivos fiscais para a inovação tecnológica; altera o Decreto-Lei no 288, de 28 de fevereiro de 1967, o Decreto no 70.235, de 6 de março de 1972, o

Decreto-Lei no 2.287, de 23 de julho de 1986, as Leis nos 4.502, de 30 de novembro de 1964, 8.212, de 24 de julho de 1991, 8.245, de 18 de outubro de 1991, 8.387, de 30 de dezembro de 1991, 8.666, de 21 de junho de 1993, 8.981, de 20 de janeiro de 1995, 8.987, de 13 de fevereiro de 1995, 8.989, de 24 de fevereiro de 1995, 9.249, de 26 de dezembro de 1995, 9.250, de 26 de dezembro de 1995, 9.311, de 24 de outubro de 1996, 9.317, de 5 de dezembro de 1996, 9.430, de 27 de dezembro de 1996, 9.718, de 27 de novembro de 1998, 10.336, de 19 de dezembro de 2001, 10.438, de 26 de abril de 2002, 10.485, de 3 de julho de 2002, 10.637, de 30 de dezembro de 2002, 10.755, de 3 de novembro de 2003, 10.833, de 29 de dezembro de 2003, 10.865, de 30 de abril de 2004, 10.925, de 23 de julho de 2004, 10.931, de 2 de agosto de 2004, 11.033, de 21 de dezembro de 2004, 11.051, de 29 de dezembro de 2004, 11.053, de 29 de dezembro de 2004, 11.101, de 9 de fevereiro de 2005, 11.128, de 28 de junho de 2005, e a Medida Provisória no 2.199-14, de 24 de agosto de 2001; revoga a Lei no 8.661, de 2 de junho de 1993, e dispositivos das Leis nos 8.668, de 25 de junho de 1993, 8.981, de 20 de janeiro de 1995, 10.637, de 30 de dezembro de 2002, 10.755, de 3 de novembro de 2003, 10.865, de 30 de abril de 2004, 10.931, de 2 de agosto de 2004, e da Medida Provisória no 2.158-35, de 24 de agosto de 2001; e dá outras providências.. . Brasília, DF, 21 nov. 2005. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2004-2006/2005/Lei/L11196.htm>. Acesso em: 09 nov. 2018

BRĂȚIANU, Constantin. Developing Strategic Thinking in Business Education. **Management Dynamics in The Knowledge Economy**, v. 3, n. 3, p.409-429, 2015.

BROOKS, Chris. **Introductory Econometrics for Finance**. 3. ed. Cambridge: Cambridge University Press, 2014. 744 p.

BROWN, Rayna; SARMA, Neal. CEO overconfidence, CEO dominance and corporate acquisitions. **Journal of Economics and Business**, v. 59, n. 1, p.358-379, jan. 2007.

BUSENITZ, Lowell W.; BARNEY, Jay B.. Differences Between Entrepreneurs and Managers in Large Organizations: Biases and Heuristics in Strategic Decision-Making. **Journal of Business Venturing**, Nova York, v. 12, p.9-30, 1997.

CAMERER, Colin; LOVALLO, Dan. Overconfidence and Excess Entry: An Experimental Approach. **The American Economic Review**, v. 84, n. 1, p.306-318, mar. 1999.

CANTO, Jesús Galende del; GONZÁLEZ, Isabel Suárez. A resource-based analysis of the factors determining a firm's R&D activities. **Research Policy**, v. 28, n. 1, p.891-905, mar. 1999.

CAPUTO, Andrea. A literature review of cognitive biases in negotiation processes. **International Journal of Conflict Management**, v. 24, n. 4, p.374-378, 2013.

CARDOSO, Fernando Eduardo; LAVARDA, Rosalia Aldraci Barbosa. Perspectiva da estratégia-como-prática e o processo de formação da estratégia articulada pela média gerência. **READ. Revista Eletrônica de Administração (porto Alegre)**, v. 21, n. 3, p.719-749, dez. 2015. FAPUNIFESP (SciELO). <http://dx.doi.org/10.1590/1413-2311.0322014.50772>.

CARPENTER, Mason A.. The Price of Change: The Role of CEO Compensation in Strategic Variation and Deviation From Industry Strategy Norms. **Journal of Management**, v. 26, n. 6, p.1179-1198, 2000.

CARTER, Craig R.; KAUFMANN, Lutz; MICHEL, Alex. Behavioral supply management: a taxonomy of judgment and decision-making biases. **International Journal of Physical Distribution & Logistics Management**, v. 37, n. 8, p.631-669, 2007.

CARVALHO, Claudinê Jordão de; SCHIOZER, Rafael Felipe. Gestão de Capital de Giro: um Estudo Comparativo entre Práticas de Empresas Brasileiras e Britânicas. **RAC**, Rio de Janeiro, v. 16, n. 4, p.518-543, jul. 2012. Bimestral.

CARVALHO, F. M. Tangibilidade e intangibilidade na determinação do desempenho superior e persistente de firmas brasileiras. Tese (Doutorado em Administração) Universidade Presbiteriana Mackenzie, São Paulo, 2009.

CAVALHEIRO, Everton Anger. **Determinantes da estrutura de capital das micro e pequenas empresas: Uma abordagem comportamental**. 2015. 240 f. Tese (Doutorado) - Curso de Pós-Graduação em Administração, Universidade Federal de Santa Maria, Santa Maria, 2015.

CERQUETI, Roy; MARAZZINA, Daniele; VENTURA, Marco. Optimal Investment in Research and Development Under Uncertainty. **Journal of Optimization Theory And Applications**, v. 168, n. 1, p.296-309, 30 maio 2015. Springer Nature. <http://dx.doi.org/10.1007/s10957-015-0751-7>.

CHAFFEE, Ellen Earle. Three Models of Strategy. **Academy of Management Review**, v. 10, n. 1, p.89-98, 1985.

CHAMBERS, John R.; WINDSCHITL, Paul D.. Biases in Social Comparative Judgments: The Role of Nonmotivated Factors in Above-Average and Comparative-Optimism Effects. **Psychological Bulletin**, v. 130, n. 5, p.813-838, jan. 2004.

CHAO, Yu-chieh. Decision-making biases in the alliance life cycle: Implications for alliance failure. **Management Decision**, v. 49, n. 3, p.350-364, fev. 2011.

CHATMAN, J. A. et al. The managed thought: the role of self-justification and impression management in organizational settings. In: SIMS, H. P.. **The Thinking Organization: Dynamics of Organizational Social Cognition**. San Francisco: Jossey-bass, 1986. p. 191-214.

CHEN, Jian; JIANG, Chunxia; LIN, Yujia. What determine firms' capital structure in China? **Managerial Finance**, v. 40, n. 10, p.1024-1039, 7 out. 2014. <http://dx.doi.org/10.1108/mf-06-2013-0163>.

CHEN, Jian; STRANGE, Roger. The Determinants of Capital Structure: Evidence from Chinese Listed Companies. **Economic Change And Restructuring**, v. 38, n. 1, p.11-35, mar. 2005. Springer Nature. <http://dx.doi.org/10.1007/s10644-005-4521-7>.

CHEN, Shouming; ZHENG, Hongliang; WU, Sibin. Senior manager overconfidence, managerial discretion and dividend policy: A study of Chinese listed companies. **African Journal of Business Management**, v. 5, n. 32, p.12641-12652, 2011.

CHILD, J.. Organization structure, environments and performance: The role of strategic choice. **Sociology**, v. 6, p.1-22, 1972.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução nº 480, de 09 de dezembro de 2009. Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários. Rio de Janeiro, RJ, Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst480.html>>. Acesso em: 09 nov. 2018.

COSTA, Ingrid Laís de Sena; CORREIA, Thamirys de Sousa; LUCENA, Wenner Glaucio Lopes. O Impacto do Excesso de Confiança na Estrutura de Capital: Evidências no Brasil e nos Estados Unidos. In: Congresso Anpcont, 11., 2017, Belo Horizonte. **Anais...** . Belo Horizonte: Anpcont, 2017. p. 1 - 18.

- CRESPI, Tatiane Baseggio; COSTA, Priscila Rezende da; PREUSLER, Taísa Scariot. Modelo Conceitual e Proposições sobre Capacidade Absortiva em Projetos de P&D Vinculados à Alianças Estratégicas: Um Ensaio Teórico. **Revista de Gestão e Projetos**, v. 9, n. 2, p.36-44, ago. 2018. Quadrimestral.
- CRISÓSTOMO, Vicente Lima; GONZÁLEZ, Eleuterio Vallelado. Possível reação do mercado brasileiro aos investimentos em P&D. **Revista de Administração Mackenzie**, v. 7, n. 1, p.96-114, jan. 2006.
- ČULÁKOVÁ, Tereza et al. The overconfidence bias and CEO: A literature overview. **Business Trends**, v. 7, n. 2, p.3-9, 2017.
- DAILY, Catherine M. et al. Governance and Strategic Leadership in Entrepreneurial Firms. **Journal of Management**, v. 28, n. 3, p.387-412, 2002.
- DESHMUKH, Sanjay; GOEL, Anand M.; HOWE, Keith M.. CEO Overconfidence and Dividend Policy. **Journal of Financial Intermediation**, v. 22, n. 3, p.440-463, 2013.
- EDWARDS, David J.; HOLT, Gary D.. Protecting capital investment in plant and equipment: case study observations of post-theft recovery. **Journal of Financial Management of Property and Construction**, v. 13, n. 2, p.96-110, 2008.
- EICHHOLTZ, Piet; YÖNDER, Erkan. CEO Overconfidence, Corporate Investment Activity, and Performance: Evidence from REITs. In: **The 2011 Annual Meeting of the Academy of Behavioral Finance & Economics**. 2011. p. 128.
- EKELUND, Robert B.; MIXON, Franklin G.; RESSLER, Rand W.. Advertising and information. **Journal Of Economic Studies**, v. 22, n. 2, p.33-43, abr. 1995.
<http://dx.doi.org/10.1108/01443589510086970>.
- ESHRAHGI, Arman; TAFFLER, Richard. Fund Manager Overconfidence and Investment Performance: Evidence from Mutual Funds. v. 1, n. 1, p.1-31, 2012. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2146864>. Acesso em: 02 abr. 2018.
- EVANS, Jonathan St B. T. Heuristic and analytic processes in reasoning. **British Journal of Psychology**, v. 75, p.451-468, 1984.
- FAMÁ, Rubens; CIOFFI, Patrícia Leite de Moraes; COELHO, Paula Augusta Rodrigues. Contexto das finanças comportamentais: Anomalias e eficiência do mercado de capitais brasileiro. **Revista de Gestão USP**, São Paulo, v. 15, n. 2, p. 65-78, abril/junho, 2008.
- FILBECK, Greg; KRUEGER, Thomas M.. An Analysis of Working Capital Management Results Across Industries. **American Journal of Business**, v. 20, n. 2, p.11-20, 2005.
- FINKELESTEIN, Sydney; HAMBRICK, Donald C.. Top-Management-Team Tenure and Organizational Outcomes: The Moderating Role of Managerial Discretion. **Administrative Science Quarterly**, v. 35, n. 3, p.484-503, set. 1990.
- FISCHHOFF, Baruch; SLOVIC, Paul; LICHTENSTEIN, Sarah. Knowing with Certainty: The Appropriateness of Extreme Confidence. **Journal of Experimental Psychology: Human Perception and Performance**, v. 3, n. 4, p.552-564, 1977.
- FONSECA, Camila; SILVEIRA, Rodrigo; HIRATUKA, Célio. A relação entre a governança corporativa e a estrutura de capital das empresas Brasileiras no período 2000-2013. **Enfoque: Reflexão Contábil**, v. 35, n. 2, p.35-52, 2016. Universidade Estadual de Maringá.
<http://dx.doi.org/10.4025/enfoque.v35i2.29673>.

FRANK, Murray Z; GOYAL, Vidhan K. Testing the pecking order theory of capital structure. **Journal Of Financial Economics**, v. 67, n. 2, p.217-248, fev. 2003. Elsevier BV. [http://dx.doi.org/10.1016/s0304-405x\(02\)00252-0](http://dx.doi.org/10.1016/s0304-405x(02)00252-0).

FRYDENBERG, Stein. Theory of Capital Structure - a Review. p.1- 41, 29 abr. 2004. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=556631>. Acesso em: 20 dez. 2018.

FUSCO, José Paulo Alves. Necessidade do capital de giro e nível de vendas. **Revista de Administração de Empresas**, São Paulo, v. 36, n. 2, p.53-66, abr. 1996. Trimestral.

GABRICH, Rudolf; CASTRO, José Márcio de. A combinação entre estratégias deliberadas e emergentes em organizações: estudo de casos comparativos em ambientes dinâmicos. **Revista Contemporânea de Economia e Gestão**, v. 11, n. 1, p.66-85, jan. 2013. Semestral.

GALASSO, Alberto; SIMCOE, Timothy S. CEO overconfidence and innovation. **Management Science**, v. 57, n. 8, p. 1469-1484, 2011.

GOLDMAN, Ellen F.; SCOTT, Andrea R.; FOLLMAN, Joseph M.. Organizational practices to develop strategic thinking. **Journal of Strategy and Management**, v. 8, n. 2, p.155-175, mar. 2015.

GÓMEZ, Gerardo; RIVAS, Ana Mena; BOLAÑOS, Edmundo R. Lizarzaburu. The determinants of capital structure in Peru. **Academia Revista Latinoamericana de Administración**, v. 27, n. 3, p.341-354, 3 nov. 2014. <http://dx.doi.org/10.1108/arla-01-2014-0007>.

GONÇALVES, Wesley Daniel Barbosa; LEMES, Sirlei. A relação dos gastos com P&D com a qualidade da informação contábil. **Revista Contabilidade Vista & Revista**, Belo Horizonte, v. 29, n. 2, p.68-95, ago. 2018. Quadrimestral.

GROTH, John C.; KINNEY, Michael R.. Cost Management and Value Creation. **Management Decision**, v. 32, n. 4, p.52-57, jun. 1994. Emerald. <http://dx.doi.org/10.1108/00251749410058680>.

GUENTHER, Peter; GUENTHER, Miriam. Isolating the value-relevant part of advertising spending. **European Journal of Marketing**, v. 52, n. 7/8, p.1625-1650, 9 jul. 2018. Emerald. <http://dx.doi.org/10.1108/ejm-02-2017-0114>.

GUERCINI, Simone. New approaches to heuristic processes and entrepreneurial cognition of the market. **Journal of Research in Marketing And Entrepreneurship**, v. 14, n. 2, p.199-213, jan. 2012.

GUERRA, Almir Rogério; ROCHA, Welington; CORRAR, Luiz João. Análise do impacto das variações de receitas nos lucros das empresas com diferentes estruturas de custos. **Revista de Administração**, São Paulo, v. 42, n. 2, p.227-238, jun. 2007.

GUJARATI, Damodar N.; PORTER, Dawn C.. **Econometria Básica**. 5. ed. São Paulo: Bookman, 2011. 918 p. Tradução de: Denise Durante, Mônica Rosemberg, Maria Lúcia G. L. Rosa.

HA, Hong-youl et al. The effects of advertising spending on brand loyalty in services. **European Journal Of Marketing**, v. 45, n. 4, p.673-691, 5 abr. 2011. Emerald. <http://dx.doi.org/10.1108/03090561111111389>.

HAMBRICK, Donald C. Environmental Scanning and Organizational Strategy. **Strategic Management Journal**, v. 3, n. 1, p.159-174, 1982.

- HAMMOND, John S.; KEENEY, Ralph L.; RAIFFA, Howard. The Hidden Traps in Decision Making. **Harvard Business Review**, v. 76, n. 5, p.1-10, 2006.
- HARDIES, Kris; BREESCH, Diane; BRANSON, Joël. Male and female auditors' overconfidence. **Managerial Auditing Journal**, v. 27, n. 1, p.105-118, 2012.
- HATTANGADI, Vidya. The Ten Schools of Thoughts by Henry Mintzeberg. **International Journal of Latest Engineering Research and Applications**, v. 2, n. 1, p.32-36, jan. 2017.
- HERRMANN, Pol; DATTA, Deepak K.. CEO Successor Characteristics and the Choice of Foreign Market Entry Mode: An Empirical Study. **Journal of International Business Studies**, v. 33, n. 3, p.551-569, out. 2002.
- HERRMANN, Pol; NADKARNI, Sucheta. Managing Strategic Change: The Duality of CEO Personality. **Strategic Management Journal**, v. 35, n. 1, p.1318-1342, 2014.
- HERZ, Holger; SCHUNK, Daniel; ZEHNDER, Christian. How do judgmental overconfidence and overoptimism shape innovative activity? **Games and Economic Behavior**, v. 83, n. 1, p.1-23, 2014.
- HIRSHLEIFER, David; LOW, Angie; TEOH, Siew Hong. Are Overconfident CEOs Better Innovators? **The Journal of Finance**, v. 67, n. 4, p.1457-1498, ago. 2008.
- HOFFMANN, Micheline Gaia; CORAL, Eliza; JARA, Eduardo. Relações entre P&D, patentes e exportação em empresas brasileiras ativamente inovadoras. **Revista de Negócios**, Blumenau, v. 19, n. 3, p.75-90, set. 2014. Quadrimestral.
- HOFFMANN, Rodolfo. **Análise de regressão: uma introdução à econometria**. 4. ed. Piracicaba: Hucitec, 2006.
- HOSKISSON, Robert E.; HITT, Michael A.. Strategic control systems and relative R&D investment in large multiproduct firms. **Strategic Management Journal**, v. 9, n. 1, p.605-621, jan. 1988.
- INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA. **Classificação por Grandes Categorias Econômicas - CGCE - IBGE**. 2013. Disponível em: <ftp://ftp.ibge.gov.br/Informacoes_Gerais_e_Referencia/Classificacoes/CGCE/cgce.pdf>. Acesso em: 25 abr. 2018.
- JOHANSSON, J. K.. Advertising and the S-Curve: A New Approach. **Journal of Marketing Research**, v. 16, n. 3, p.346-354, ago. 1979. JSTOR. <http://dx.doi.org/10.2307/3150709>.
- KAHNEMAN, Daniel. Maps of Bounded Rationality: Psychology for Behavioral Economics. **The American Economic Review**, v. 93, n. 5, p.1449-1475, dez. 2003.
- KAHNEMAN, Daniel. **Rápido e devagar: Duas formas de pensar**. Rio de Janeiro: Objetiva, 2012. Tradução de: Cássio de Arantes Leite.
- KAHNEMAN, Daniel; TVERSKY, Amos. Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk. **Econometrica**, v. 47, n. 2, p.263-291, mar. 1979.
- KAHRAMAN, Cengiz. Investment decision making under fuzziness. **Journal Of Enterprise Information Management**, v. 24, n. 2, p.126-129, 15 fev. 2011. Emerald. <http://dx.doi.org/10.1108/174103911111106266>.
- KANE, Nancy M. Hospital profits, a misleading measure of financial health. **The Journal of American health policy**, v. 1, n. 1, p. 27-35, 1991.
- KAYA, Halil D.. Syndicated bank loans and capital structure. **Managerial Finance**, v. 37, n. 8, p.697-714, 5 jul. 2011. <http://dx.doi.org/10.1108/03074351111146184>.

KERMANI, Ehsan; KARGAR, Esmaeel Farzaneh; ZAREI, Eesa. The Effect of Managerial Overconfidence on Profit Smoothing Evidence from Tehran stock Exchange. **Research Journal of Finance and Accounting**, v. 5, n. 9, p.111-119, 2014.

KIRMANI, Amna. The Effect of Perceived Advertising Costs on Brand Perceptions. **Journal of Consumer Research**, v. 17, n. 2, p.160-171, set. 1990.

KOETZ, Clara; SANTOS, Cristiane Pizzutti dos; CLIQUET, Gérard. Advertising Spending, Mood and Level of Product Information on Quality Perception. **Managerial And Decision Economics**, v. 38, n. 3, p.314-325, 27 nov. 2015. Wiley. <http://dx.doi.org/10.1002/mde.2778>.

KUMAR, Ashvine; NAGPAL, Shafali. Strategic cost management – suggested framework for 21st Century. **Journal of Business and Retail Management Research**, v. 5, n. 2, p.118-130, abr. 2011.

KUMAR, Satish; COLOMBAGE, Sisira; RAO, Purnima. Research on capital structure determinants: a review and future directions. **International Journal of Managerial Finance**, v. 13, n. 2, p.106-132, 3 abr. 2017. <http://dx.doi.org/10.1108/ijmf-09-2014-0135>.

LANGABEER II, James R.; DELLIFRAINE, Jami. Does CEO optimism affect strategic process? **Management Research Review**, v. 34, n. 8, p.857-868, 2011.

LASBECH, Paulo Alberto Battazza; LAVARDA, Rosalia Aldraci Barbosa. Strategy and practices: A qualitative study of a Brazilian public healthcare system of telemedicine. **International Journal of Public Sector Management**, v. 31, n. 3, p. 347-371, 2018.

LEMMON, Michael L.; ROBERTS, Michael R.; ZENDER, Jaime F.. Back to the Beginning: Persistence and the Cross-Section of Corporate Capital Structure. **The Journal of Finance**, v. 63, n. 4, p.1575-1608, ago. 2008.

LEVITT, Samuel W. Quality of Care and Investment in Property, Plant, and Equipment in Hospitals. **HSR: Health Services Research**, v. 28, n. 6, p.713-728, fev. 1994.

LI, Jiatao; TANG, Yi. CEO hubris and firm risk taking in China: The moderating role of managerial discretion. **Academy of Management Journal**, João Pessoa, v. 53, n. 1, p.45-68, jan. 2010.

LIAO, Min-yu (stella); TAMM, Chris. Capital Structure Changes around Cross-Listings. **Advances In Financial Economics**, p.1-34, 14 nov. 2014. Emerald Group Publishing Limited. <http://dx.doi.org/10.1108/s1569-373220140000017002>.

LIMA FILHO, Raimundo Nonato et al. Heurísticas e Práticas Orçamentárias: Um estudo experimental. **Sociedade, Contabilidade e Gestão**, Rio de Janeiro, v. 5, n. 1, p.42-58, jan. 2010. Semestral.

LYRA, Ricardo Luiz Wust Correa de; OLINQUEVITCH, José Leônidas. Análise do conteúdo informacional dos investimentos em ativos imobilizados: Um estudo de eventos em empresas negociadas na BOVESPA. **Revista Universo Contábil**, Blumenau, v. 3, n. 8, p.39-53, maio 2007. Disponível em:

<<http://proxy.furb.br/ojs/index.php/universocontabil/article/view/217/189>>. Acessado em: 20 dez. 2017.

MALMENDIER, Ulrike; TATE, Geoffrey. CEO Overconfidence and Corporate Investment. **The Journal of Finance**, v. 60, n. 5, p.2661-2700, dez. 2005.

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

- MALMENDIER, Ulrike; TAYLOR, Timothy. On the Verges of Overconfidence. **Journal of Economic Perspectives**, v. 29, n. 4, p.3-8, 2015.
- MANTERE, Saku. What Is Organizational Strategy? A Language-Based View. **Journal of Management Studies**, v. 50, n. 8, p.1408-1426, dez. 2013.
- MARTINO, Benedetto de et al. Frames, Biases, and Rational Decision-Making in the Human Brain. **Science**, v. 313, n. 1, p.684-687, ago. 2006.
- MARTINS, Marcos Antonio Mabilia. **Os gastos com publicidade e o valor ao acionista**. 2011. 176 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Programa de Pós-graduação em Administração, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2011.
- MATEMILOLA, B.t.; BANY-ARIFFIN, A.n.; MCGOWAN, Carl B.. Unobservable effects and firm's capital structure determinants. **Managerial Finance**, v. 39, n. 12, p.1124-1137, 14 out. 2013. <http://dx.doi.org/10.1108/mf-08-2012-0187>.
- MATESCO, V.R. Inovação tecnológica das empresas brasileiras: A diferenciação competitiva e a motivação para inovar. 1993. Tese (Doutorado). Instituto de Economia Industrial da Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro.
- MAVROMMATI, Athanasia; PAPADOPOULOS, Athanasios. Measuring advertising intensity and intangible capital in the Greek food industry. **Applied Economics**, v. 37, n. 15, p.1777-1787, 20 ago. 2005. Informa UK Limited. <http://dx.doi.org/10.1080/00036840500217267>.
- MENDOZA, Darcy Luz; ALVARADO, Yolmis N. Rojano; SOLANO, Edwin Salas. El pensamiento estratégico como herramienta de innovación tecnológica en las pymes. **Sotavento M.B.A.**, v. 27, n. 1, p.50-65, jun. 2016. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=2870488>>. Acesso em: 15 mar. 2018.
- MILLER, Danny. Strategy Making and Structure: Analysis and Implications for Performance. **The Academy of Management Journal**, v. 30, n. 1, p.7-32, mar. 1987.
- MINTZBERG, Henry. Patterns in Strategy Formation. **Management Science**, v. 24, n. 9, p.934-948, maio 1978.
- MINTZBERG, Henry. The science of strategy making. **IMR; Industrial Management Review (pre-1986)**, v. 8, n. 2, p. 71, 1967.
- MINTZBERG, Henry; AHLSTRAND, Bruce; LAMPEL, Joseph. **Safari de estratégia: Um roteiro pela selva do planejamento estratégico**. 2. ed. São Paulo: Brookman, 2010. Tradução de: Lene Belon Ribeiro.
- MISHRA, K.c.; METILDA, Mary J.. A study on the impact of investment experience, gender, and level of education on overconfidence and self-attribution bias. **IIMB Management Review**, p.1-12, 2015.
- MODIGLIANI, F.; MILLER, M.. Corporate income taxes and the cost of capital, a correction. **American Economic Review**, v. 53, n. 3, p.433-443, 1958.
- MOORE, Don A.; HEALY, Paul J. The trouble with overconfidence. **Psychological review**, v. 115, n. 2, p. 502, 2008.
- MOURA, Geovanne Dias de; MECKING, Daniela Viana; SCARPIN, Jorge Eduardo. Competitividade de mercado, ativos intangíveis e eficiência na combinação dos ativos fixos em companhias abertas listadas na BM&Fbovespa. **Enfoque: Reflexão Contábil**, v. 32, n. 3, p.19-35, 2 dez. 2013. Universidade Estadual de Maringa. <http://dx.doi.org/10.4025/enfoque.v32i3.18406>.

OCASIO, William. Institutionalized Action and Corporate Governance: The Reliance on Rules of CEO Succession. **Administrative Science Quarterly**, v. 44, n. 2, p.384-416, jun. 1999.

OLIVEIRA, Murilo Alvarenga. Heurísticas e Vieses de Decisão: Um Estudo com Participantes de uma Simulação Gerencial. **Sociedade, Contabilidade e Gestão**, Rio de Janeiro, v. 4, n. 1, p.72-90, jan. 2009. Semestral.

OLSON, James E.; COOPER, Thomas A.. CEOs on Strategy: Two Companies, Two Strategies. **The Journal of Business Strategy**, v. 8, n. 1, p.51-57, 2007.

PEARCE, J.A; ROBINSON, R.. A measure of CEO social power in strategic decision-making. **Strategic Management Journal**, v. 8, n. 3, p.297-304, jan. 1987.

PEHRSSON, Anders. The “Strategic States Model”: strategies for business growth. **Business Strategy Series**, v. 8, n. 1, p.58-63, 2007. Disponível em: <<https://www.emeraldinsight.com/doi/pdfplus/10.1108/17515630710686897>>. Acesso em: 13 mar. 2018.

PEREIRA, Antonio Gualberto; BRUNI, Adriano Leal; CORDEIRO FILHO, José Bernardo. Hiatos de racionalidade e decisões gerenciais: Perspectivas sobre a “caixa preta” do profissional de controladoria. **Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ (online)**, Rio de Janeiro, v. 17, n. 1, p.65-76, jan. 2012. Trimestral. Disponível em: <<http://www.e-publicacoes.uerj.br/index.php/rcmccuerj/article/view/5405>>. Acesso em: 26 abr. 2018.

PORTER, Michael E.. **ESTRATEGIA COMPETITIVA: Técnicas para el Análisis de los Sectores Industriales y de la Competencia**. 37. ed. Cidade do México: Grupo Editorial Patria, 2008. Tradução de: María Elena Rosas Sánchez.

PRIMS, Julia P.; MOORE, Don A.. Overconfidence over the lifespan. **Judgment and Decision Making**, v. 12, n. 1, p.29-41, jan. 2017.

QUANDT, Carlos Olavo; SILVA JUNIOR, Roberto Gregório da; PROCOPIUCK, Mario. Estratégia e inovação: análise das atividades de P&D no setor elétrico brasileiro. **Revista Brasileira de Estratégia**, Curitiba, v. 1, n. 2, p.243-255, ago. 2008. Quadrimestral.

RAMJEE, Anil; GWATIDZO, Tendai. Dynamics in capital structure determinants in South Africa. **Meditari Accountancy Research**, v. 20, n. 1, p.52-67, 29 jun. 2012. <http://dx.doi.org/10.1108/10222521211234228>.

REINHARD, Ludwig; LI, Steven. A note on capital structure target adjustment – Indonesian evidence. **International Journal of Managerial Finance**, v. 6, n. 3, p.245-259, 29 jun. 2010. <http://dx.doi.org/10.1108/17439131011056242>.

ROCHA, Armando Freitas da; ROCHA, Fábio Theoto. **Neuroeconomia e Processo decisório: De que maneira o seu cérebro toma decisões**. Rio de Janeiro: Grupo Editorial Nacional, 2011.

SALAMOURIS, Ioannis S. How overconfidence influences entrepreneurship. **Journal of Innovation and Entrepreneurship**, v. 8, n. 2, p.1-6, jan. 2013.

SCHEFFEL, Fábio Roque. **O processo de formação da estratégia na ótica dos estrategistas: O caso da Eletrosul**. 2013. 89 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Pós-graduação em Administração, Universidade do Sul de Santa Catarina, Florianópolis, 2013.

SCHERER, F.M. Firm size, market structure, opportunity and the output of patented inventions. **American Economic Review**, v.55, n.4, p.1097-1125, 1965.

SCHRAND, Catherine M.; ZECHMAN, Sarah L. C.. Executive Overconfidence and the Slippery Slope to Financial Misreporting. **Journal of Accounting and Economics**, v. 53, n. 2, p.311-329, 2012.

SCHREIBER, Dusan. Análise compreensiva do processo decisório de “fazer ou comprar?” Em P&D. **Revista Pensamento & Realidade**, v. 1, n. 29, p.46-66, jan. 2014.

SEBRAE. Anuário do trabalho na micro e pequena empresa, 2013. Disponível em www.sebrae.com.br/Sebrae/Portal%20Sebrae/Anexos/Anuario%20do%20Trabalho%20Na%20Micro%20e%20Pequena%20Empresa_2013.pdf. Acessado 06 de junho de 2018.

SEBRAE. Relatório de Pesquisa: Fatores condicionantes e taxa de mortalidade de empresas no Brasil. Brasília: Ed. SEBRAE, 2004.

SEO, Jeongil et al. The role of CEO relative standing in acquisition behavior and CEO pay. **Strategic Management Journal**, v. 36, n. 12, p.1877-1894, jan. 2015.

SEPPA, Raul. Capital structure decisions: research in Estonian non-financial companies. **Baltic Journal Of Management**, v. 3, n. 1, p.55-70, 11 jan. 2008. <http://dx.doi.org/10.1108/17465260810844266>.

SHANK, John K.; GOVINDARAJAN, Vijay. **A revolução dos custos: Como reinventar e redefinir sua estratégia de custos para vencer em mercados crescentemente competitivos**. Elsevier, 1997.

SHRIVASTAVA, Arvind; KUMAR, Nitin; KUMAR, Purnendu. Bayesian analysis of working capital management on corporate profitability: evidence from India. **Journal of Economic Studies**, v. 44, n. 4, p.568-584, 2017.

SILVA FILHO, Gilberto Magalhães da; LUCENA, Wenner Glaucio Lopes; LEITE, Paulo Amilton Maia. Efeito do reconhecimento do Fair Value Accounting nas decisões de venda diante da influência dos vieses cognitivos: Um estudo à luz da Prospect Theory. **Pensar Contábil**, Rio de Janeiro, v. 19, n. 69, p.40-53, ago. 2017.

SILVA, Thiago Bruno de Jesus et al. Influência do excesso de confiança e otimismo no endividamento de organizações cinquentenárias e não cinquentenárias brasileiras. **Revista Evidenciação Contábil & Finanças**, João Pessoa, v. 2, n. 2, p.40-56, maio 2017. Trimestral.

SIMON, Herbert A. A behavioral model of rational choice. **Quarterly Journal of Economics**, v. 69, n. 1, p.99-118, 1955.

SIMON, Herbert A. Theories of decision-making in economics and behavioral science. **The American Economic Review**. 49, n. 3, p.253-283, jun. 1959.

SIMON, Mark; HOUGHTON, Susan M.. The Relationship between Overconfidence and the Introduction of Risky Products: Evidence from a Field Study. **Academy of Management Journal**, v. 46, n. 2, p.139-149, 2003.

SIWAR, Ellouz. The impact of overconfidence bias and disposition effect on the volume of transaction and the volatility of the french stock market. **Journal of Applied Economic Sciences**, v. 15, n. 1, p.61-83, 2011.

SNOW, Charles C.; HAMBRICK, Donald C.. Measuring Organizational Strategies: Some theoretical and methodological problems. **The Academy of Management Review**, v. 5, n. 4, p.527-538, out. 1980.

SOUZA, Bruno Carlos de. **Relação da estrutura de custos e despesas com a rentabilidade e lucratividade operacional nos setores têxtil e siderúrgico/metalúrgico no Brasil no período**

de 2005 a 2009. 2011. 142 f. Tese (Doutorado) - Curso de Ciências Contábeis, Departamento de Contabilidade e Atuária, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2011.

STANOVICH, Keith E.; F.WEST, Richard. Individual differences in reasoning: Implications for the rationality debate? **Behavioral and Brain Sciences**, v. 23, p.645-725, 2000.

STRETCHER, Robert; JOHNSON, Steve. Capital structure: professional management guidance. **Managerial Finance**, v. 37, n. 8, p.788-804, 2011.

STUBBART, Charles I.. Managerial Cognition: A Missing Link in Strategic Management Research. **Journal Of Management Studies**, v. 26, n. 4, p.325-347, jul. 1989.

TARUS, Daniel Kipkirong; AYABEI, Ezekiel. Board composition and capital structure: evidence from Kenya. **Management Research Review**, v. 39, n. 9, p.1056-1079, 19 set. 2016. <http://dx.doi.org/10.1108/mrr-01-2015-0019>.

TARUS, Daniel Kipkirong; TUWEY, Joel Kiplagat. Does CEO power moderate the relationship between board leadership and strategy involvement in private firms? Evidence from Kenya. **The International Journal Of Business In Society**, v. 16, n. 5, p.1-24, 2016.

TERENCE, Ana Cláudia Fernandes. **Planejamento estratégico como ferramenta de competitividade na pequena empresa:** Desenvolvimento e avaliação de um roteiro prático para o processo de elaboração do planejamento. 2002. 238 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Pós-graduação em Engenharia de Produção, Universidade de São Paulo, São Carlos, 2002.

TONIN, Joyce Menezes da Fonseca et al. Efeito do Excesso de Confiança e Otimismo na suavização de resultados nas empresas listadas na BM&FBOVESPA. In: Seminários em Administração da Universidade de São Paulo - SEMEAD, 19., 2016, São Paulo. **Anais...** . São Paulo: Ppga/ Fea/ Usp, 2016. p. 1 - 12.

TSUI, Hsiao-chien. Advertising, quality, and willingness-to-pay: Experimental examination of signaling theory. **Journal Of Economic Psychology**, [s.l.], v. 33, n. 6, p.1193-1203, dez. 2012. Elsevier BV. <http://dx.doi.org/10.1016/j.joep.2012.08.011>.

TVERSKY, Amos; KAHNEMAN, Daniel. Judgment under uncertainty: Heuristics and biases. **Science**, v. 185, n. 4157, p. 1124-1131, 1974.

VEIGA, Walmir da Fonseca. Contabilidade gerencial estratégica: O uso da contabilidade gerencial como suporte ao processo de gestão estratégica. **Revista de Ciências Jurídicas**, Londrina, v. 2, n. 2, p.99-118, set. 2001.

WANG, Linlin; JIANG, Wan. How CEO underpayment influences strategic change: the equity perspective. **Management Decision**, v. 55, n. 10, p.2277-2292, ago. 2017.

WANG, Zhengwei; ZHU, Wuxiang. Equity financing constraints and corporate capital structure: a model. **China Finance Review International**, v. 3, n. 4, p.322-339, 28 out. 2013. <http://dx.doi.org/10.1108/cfri-12-2012-0110>.

WIERSEMA, Margarethe F.; BANTEL, Karen A.. TOP Management team demography and corporate strategic change. **Academy of Management Journal**, v. 35, n. 1, p.91-121, 1992.

WOOD, Robert; BANDURA, Albert. Impact of conceptions of ability on self-regulatory mechanisms and complex decision making. **Journal of personality and social psychology**, v. 56, n. 3, p. 407, 1989.

WORKMAN, Michael. Validation of a biases model in strategic security decision making. **Information Management & Computer Security**, v. 20, n. 2, p.52-70, jun. 2012. Emerald. <http://dx.doi.org/10.1108/09685221211235599>.

YOSHINAGA, Claudia Emiko; RAMALHO, Thiago Borges. Finanças Comportamentais no Brasil: uma aplicação da Teoria da Perspectiva em potenciais investidores. **Revista Brasileira de Gestão de Negócios**, São Paulo, v. 16, n. 53, p.594-615, dez. 2014.

ZAJAC, Edward J.; WESTPHAL, James D.. Who Shall Succeed? How CEO/Board preferences and power affect the choice of new CEOs. **The Academy of Management Journal**, v. 39, n. 1, p.64-90, fev. 1996.

ZHANG, Yan. The Presence of a separate COO/President and its impact on strategic change and CEO dismissal. **Strategic Management Journal**, v. 27, p.283-300, 2006.

ZHANG, Yan; RAJAGOPALAN, Nandini. Once an outsider, always an outsider? CEO origin, strategic change, and firm performance. **Strategic Management Journal**, v. 31, p.334-346, 2010.

APÊNDICE A – Cálculo do IGC

```
. reg Var_Receita Var_Ativo
```

Source	SS	df	MS	Number of obs =	1462
Model	68.0307422	1	68.0307422	F(1, 1460) =	6.94
Residual	14316.7717	1460	9.80600803	Prob > F =	0.0085
				R-squared =	0.0047
				Adj R-squared =	0.0040
Total	14384.8025	1461	9.84586068	Root MSE =	3.1315

Var_Receita	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
Var_Ativo	.5291491	.2008961	2.63	0.009	.1350732	.9232251
_cons	.1858931	.0848678	2.19	0.029	.0194172	.3523689

```
. swilk IGC
```

Shapiro-Wilk W test for normal data

Variable	Obs	W	V	z	Prob>z
IGC	1462	0.05617	841.486	16.932	0.00000

```
. estat imtest, white
```

White's test for Ho: homoskedasticity
against Ha: unrestricted heteroskedasticity

```
chi2(2)      =      2.81
Prob > chi2   =      0.2457
```

Cameron & Trivedi's decomposition of IM-test

Source	chi2	df	p
Heteroskedasticity	2.81	2	0.2457
Skewness	2.57	1	0.1092
Kurtosis	1.02	1	0.3133
Total	6.39	4	0.1718