

# Excesso de confiança e otimismo sobre a estrutura de capital de firmas brasileiras com diversidade no Conselho de Administração

## *Excess of confidence and optimism on brazilian firms capital structure with diversity in the Board of Directors*

Este trabalho participou do 3º Encontro Brasileiro de Economia e Finanças Comportamentais da FGV promovido em São Paulo (SP) nos dias 15 e 16 de agosto de 2016

### RESUMO

O objetivo foi analisar a influência do excesso de confiança e otimismo gerencial sobre a estrutura de capital de firmas brasileiras aderentes à diversidade no conselho de administração. A amostra da pesquisa foi composta por 50 empresas, sendo 26 companhias que possuíam todos os mecanismos e 24 que não possuíam nenhum dos mecanismos de governança corporativa. Na análise dos dados utilizou-se a estatística descritiva e a análise em painel. Observou-se que empresas sem mecanismos de governança corporativa apresentam maior volume de ações em tesouraria, bem como alavancagem contábil e de mercado. Os resultados demonstraram que as empresas não aderentes à diversidade no conselho de administração possuem maior excesso de confiança e otimismo gerencial no endividamento e são mais propensas à recompra de ações em tesouraria do que as firmas que possuem adesão aos mecanismos de governança corporativa (não dualidade do conselho de administração, membros externos e presença de mulheres). Esta pesquisa contribui com evidências empíricas de que mecanismos de governança corporativa podem ter um efeito de limitar o excesso de confiança e otimismo gerencial das empresas.

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

### ABSTRACT

*The main objective was to analyze the influence of overconfidence and management optimism over the capital structure in Brazilian firms adhered to the diversity in the board of directors. The research sample was consisted of 50 companies, of which, 26 were companies that had all the mechanisms and 24 that did not have any of the mechanism of corporate governance. In the data analysis the descriptive statistics and panel analysis were used. It was observed that companies without mechanism of corporate governance have a greater volume of treasury shares as well as accounting and market leverage. The results showed that companies that are not adhered to board diversity have greater overconfidence and managerial optimism to indebtedness and are more likely to repurchase treasury shares than firms that have adherence to mechanisms of corporate governance (non-duality of Board of directors, external members and presence of women). This research contributes with empirical evidence that mechanisms of corporate governance may have an effect of limiting the overconfidence and management optimism by the companies*

**Keywords:** Overconfidence. Mechanisms of corporate governance. Capital structure.

### Thiago Bruno de Jesus Silva

Mestre em Ciências Contábeis pela Universidade Regional de Blumenau (FURB). Professor do Curso de Ciências Contábeis da Universidade Federal da Grande Dourados (UFGD). Contato: Rodovia Dourados/Itahum, Km 12, Unidade II, Caixa Postal 364, CEP: 79.804-970, Dourados (MS), Brasil.  
E-mail: thiagobruno.silva@yahoo.com.br.

### Paulo Roberto da Cunha

Doutor em Ciências Contábeis e Administração pela Universidade Regional de Blumenau – FURB. Professor do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Regional de Blumenau (FURB). Contato: Rua Antônio da Veiga, 140, Sala D 202, Bairro Victor Konder, CEP: 89.012-900, Blumenau (SC).  
E-mail: pauloccsa@furb.br.

### Rafael Ferla

Mestre em Ciências Contábeis pela Universidade Regional de Blumenau (FURB). Contato: Rua Antônio da Veiga, 140, Sala D 202, Bairro Victor Konder, CEP: 89.012-900, Blumenau (SC)

## 1 INTRODUÇÃO

A estrutura de capital das empresas é um dos temas mais estudados em finanças corporativas nas últimas décadas, tendo seu debate iniciado com Durand (1952) a respeito da estrutura e o valor das empresas, posteriormente fortalecidas as discussões com o trabalho de Modigliani e Miller (1958).

Frank e Goyal (2003) destacam que não há uma teoria universal sobre estrutura de capital e não há motivos para sua existência. As teorias da corrente de pesquisa tradicional, *trade-off* e *pecking order*, versam sobre decisões de endividamento pautadas no pressuposto da racionalidade limitada, contudo, a irracionalidade dos agentes é amplamente evidenciada pela perspectiva comportamental (THALLER, 1999; HEATON, 2002; MALMENDIER; TATE, 2005).

Neste contexto, correntes na literatura de finanças corporativas apresentam o fato de os gestores poderem ter um impacto significativo nas decisões organizacionais, como as que afetam a estrutura de capital (CRONQVIST, MAKHIJA e YONKER, 2012). Sob a perspectiva comportamental, Frank e Goyal (2011) apontam que a característica do profissional pode ter um impacto sobre a variação da alavancagem entre as firmas, em que os vieses no comportamento podem ter poder explicativos para as decisões corporativas (ANDRIOSOPOULOS; LASFER, 2014).

A teoria comportamental defende que a existência de possíveis vieses no comportamento dos agentes pode levá-los a tomar decisões menos voltadas a aspectos racionais e interferir na estrutura de capital (THALLER, 1999). Desta forma, elementos de irracionalidade dos gestores, como o excesso de confiança e otimismo, tendem a superestimar os investimentos incertos (HIRSHLEIFER, LOW e TEOH, 2012), tornando o agente mais propenso à recompra de ações (BEN-DAVID; HIRSHLEIFER, 2012; ANDRIOSOPOULOS; LASFER, 2014), contribuindo para o aumento no nível de endividamento da empresa (SCHRAND; ZECHMAN, 2012).

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

A governança corporativa é vista como solução para resolver problemas de agência que possam derivar do potencial conflito de interesses entre acionistas e administradores (JENSEN; MECKLING, 1979). Neste foco, atribui-se à governança o papel de delimitar as estratégias discricionárias dos gestores e eliminar e/ou reduzir os conflitos de agência (MARNET, 2004). Fraga e Silva (2012) argumentam que o conselho é instância-chave para monitorar a gestão. Fama e Jensen (1983) descrevem os problemas da separação entre a propriedade e o controle e também a importância do conselho de administração, como no monitoramento das decisões relevantes das firmas.

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

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

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

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

O estudo contribui para a literatura por investigar a influência do excesso de confiança e otimismo sob a

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

## 2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Nesta etapa serão apresentadas as correntes teóricas tradicionais relacionadas à estrutura do capital das organizações e as lacunas destas perspectivas que favoreceram o florescimento do campo de estudos voltado à teoria de finanças comportamentais. Além disso, será apresentada a importância da diversidade no conselho de administração nas decisões das firmas, com informações levantadas em base de dados como o Portal de Periódicos Capes, JSTOR, *Science Direct*, *Scopus – Document Search* e *SPELL – Scientific Periodicals Electronic Library*.

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

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

### 2.1 Estrutura de Capital

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

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

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

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

Desses estudos resultaram perspectivas como as teorias *Pecking order* e *Trade off*. Na teoria *Pecking Order*, por sua vez, há uma definição hierárquica dos recursos que serão utilizados para financiar os ativos da empresa. Utilizam-se inicialmente os recursos internos, em função da assimetria de informação e custos de transação, e em seguida fontes externas, escolhidas em função do acesso e do custo (MYERS, 1984; MYERS; MAJLUF, 1984).

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

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

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

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

Para Kester (1986), empresas mais rentáveis tendem a manter um nível de endividamento mais baixo. Quanto ao lucro antes de juros e impostos e alavancagem, Titman e Wessels (1988) sugerem que empresas financiem novos investimentos predominantemente com dívidas. Uma outra justificativa seria a de que as empresas que apresentam desempenho menor (lucro antes de juros e impostos baixo ou negativo) tendem a bancar suas despesas acumulando

dívidas. A oportunidade de crescimento pode ser um dos motivos pelos quais a empresa toma mais dinheiro emprestado, fazendo com que aumente o endividamento (PROCIANOY; HEINEBERG, 2003; PEROBELLI et al. 2005; SOARES; KLOECKNER, 2008).

A tangibilidade é outro fator que causa o endividamento das firmas (BREALEY, MYERS e ALLEN, 2008). Ativos tangíveis podem ser utilizados em situações de dificuldades financeiras, o que torna as operações mais seguras no ponto de vista dos credores. Desta forma, é mais confortável servindo de garantia na aquisição de dívidas, possibilitando maior capacidade de tomada de dívidas e de custos financeiros menores (ROSS; WESTERFIELD; JAFFE, 2002; TITMAN; WESSELS, 1998).

Segundo Glinblatt e Titman (2002), as organizações que estão gerando lucros substanciais antes de juros e impostos devem usar um montante significativo de dívidas para obterem as vantagens da dedutibilidade dos juros para fins de imposto de renda. Modigliani e Miller (1963) afirmam que os benefícios na redução dos impostos e nas decisões de estrutura de capital levam facilmente à conclusão de que as empresas deveriam trabalhar com grandes proporções de dívidas, por conta da vantagem fiscal decorrente do fato de que os juros que remuneram as dívidas são dedutíveis para fins de imposto de renda, o que não acontece com os fluxos de caixa pagos para os acionistas, principalmente os dividendos.

Os fatores supramencionados, que são utilizados para explicar a estrutura de capital das firmas, podem ser mensurados em valor contábil e de mercado, podendo conduzir a diferentes conclusões (FAMA; FRENCH, 2002). Segundo Barros e Silveira (2009), as teorias sobre estrutura de capital não apresentam medidas de alavancagem que deveriam ser utilizadas em pesquisas empíricas, pois em alguns casos pode ser mais apropriada a utilização de medidas 'contábeis', e em outros a utilização de medidas de alavancagem de 'mercado'.

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

Barros e Silveira (2009) consideram que há pouca probabilidade de que os agentes possuam informações a respeito de todas as possibilidades de investimento, ou a mesma capacidade de interpretação das informações. Isso porque em seus modelos teóricos, Modigliani e Miller (1958; 1963), Myers (1984) e Miller (1977) consideravam que os gestores tomavam as decisões de financiamento nas organizações de forma racional, sem levar em consideração aspectos comportamentais dos indivíduos. Neste ponto, surge na literatura de finanças uma perspectiva que passa a considerar que o aspecto comportamental dos indivíduos pode afetar suas decisões.

A partir das contribuições advindas da psicologia, a teoria das finanças comportamentais inclui o fator comportamental do indivíduo em estudos, por meio da exploração de erros cognitivos presentes nas decisões desses, enriquecendo o campo de estudo (THALER, 1999). Neste sentido surge a abordagem relacionada aos erros cognitivos nas decisões de investimento (HEATON, 2002; MALMENDIER; TATE, 2005) e também sobre a estrutura de capital (BARROS; SILVEIRA, 2009).

Assim, essas influências no comportamento podem afetar a tomada de decisão dos indivíduos, deste modo, os agentes da decisão podem agir baseados em julgamentos individuais atuando de maneira irracional na tomada de decisão (THALER, 1999; BARBERIS; THALER, 2003; KIMURA; BASSO; KRAUTER, 2006; YOSHINAGA et al., 2008).

A partir da perspectiva das finanças comportamentais, emerge uma eficiente abordagem para o estudo da estrutura de capital e investimentos, pois Baker, Ruback e Wurgler (2007) incluem os fatores comportamentais que são mais realistas do que as teorias anteriores. No campo prático, os gestores devem buscar que a empresa crie valor para seu acionista e aumente o valor de mercado da organização (BAKER; WURGLER, 2002). Porém, a pressão por resultados e fatores comportamentais por meio de erros cognitivos podem induzir gestores a superestimar os retornos de seus projetos, muitas vezes apresentando resultados negativos, que após a execução acabam gerando perda de desempenho na organização e diminuição do valor à empresa (HEATON, 2002). Aliadas a isso surgem evidências de que gestores imprimem preferências pessoais no ponto de vista de alavancagem, podendo afetar a estrutura de capital da organização (CRONQVIST; MAKHIJA; YONKER, 2012).

Neste contexto, há a impossibilidade de a racionalidade das teorias tradicionais de estrutura do capital explicar as frequentes irregularidades do mercado financeiro, o que abre espaço para que abordagens relacionadas ao comportamento dos gestores também passem a integrar a literatura financeira. Para Halfeld e Torres (2001), o estudo das finanças comportamentais aprimora os modelos econômico-financeiros atuais justamente por considerar fatores irracionais dos investidores em suas tomadas de decisões, assim, estes acabam sendo influenciados por emoções e erros cognitivos, como a autoconfiança excessiva e exageros de pessimismo e otimismo, que serão tratados a seguir.

## 2.2 Excesso de Confiança e Otimismo Gerencial

Proposta pelos psicólogos Tversky e Kahneman (1974), a perspectiva comportamental indica que os indivíduos sofrem influência de diferentes estados mentais frente às situações de risco. Desta forma, abordagens psicológicas se mostram relevantes para explicar como os vieses cognitivos podem interferir nas preferências, no comportamento e nas decisões dos gestores (SHLEIFER; SUMMERS, 1990; BARBERIS; THALER, 2003).

Por meio de teorias comportamentais, diversos autores vêm demonstrando que se pode explicar a influência de possíveis vieses no comportamento dos tomadores de decisão, levando-os a optarem por alternativas menos pautadas em aspectos racionais interferindo, desta forma, na estruturação do capital das empresas (THALER, 1999; BARBER; ODEAN, 2011; MALMENDIER; TATE; YAN, 2011; CRÖNQVIST, MAKHIJA e YONKER, 2012; ANDRIOSOPOULOS; LASFER, 2014; BANERJEE; HUMPHERY-JENNER; NANDA, 2014).

O excesso de confiança foi definido como uma superestimação das próprias capacidades e dos resultados relativos à situação pessoal (o efeito de ser melhor do que a média) (LANGER, 1975). A hipótese do excesso de confiança em finanças é baseada em uma extensa literatura de psicologia segundo a qual as pessoas geralmente são excessivamente confiantes (FRANK, 1935; WEINSTEIN, 1980). O ser humano tende a superestimar a sua capacidade quando é comparado com outro, acreditando que seu poder de previsão é maior do que a média dos outros, superestimando suas próprias habilidades e conhecimentos, se considerando acima da média em diversos aspectos, sejam sociais, morais ou da própria habilidade (SVENSON, 1981; TAYLOR; BROWN, 1988; ALICKE et al., 1995).

Existem duas principais objeções sobre os gestores serem excessivamente confiantes. A primeira aborda que os gerentes irracionais serão 'arbitrados', afastados através de aquisições ou outros mecanismos. No entanto, aquisições corporativas envolvem custos extremamente elevados de transação, e arbitadores terão de suportar grandes riscos idiossincráticos, o que limita severamente o poder de arbitragem (HEATON, 2002). Além disso, mecanismos de incentivos internos de uma empresa não podem eliminar a irracionalidade gerencial (HEATON, 2002). A segunda objeção é que os gerentes irracionais vão aprender com a experiência para se tornar racionais. No entanto, o *feedback* de decisões financeiras corporativas normalmente é pouco frequente e lento. Nestas circunstâncias, é menos provável que os agentes vão aprender a partir da experiência (BREHMER, 1980; HEATON, 2002).

Para os gestores otimistas o retorno esperado dos projetos disponíveis para suas firmas é melhor do que eles realmente pensam, acreditando que os títulos emitidos pelas suas empresas são subavaliados pelo mercado (HEATON, 2002; KIMURA, 2003). Gestores com excesso de confiança são mais otimistas em relação aos resultados dos empreendimentos com os quais estão fortemente comprometidos (Gilson, 1989), sobrevalorizando suas habilidades pessoais, subestimando os riscos de falência e investindo, inclusive, em projetos com VPL negativo (HEATON, 2002; MALMENDIER; TATE 2005; HUANG et al., 2011; CAMPBELL et al., 2011). Ao tomarem decisões financeiras com base na confiança excessiva, elevam os níveis de endividamento da empresa (SCHRAND; ZECHMAN, 2012).

A alavancagem acentuada é uma característica presente em organizações administradas por gestores excessivamente confiantes e otimistas (BARROS; SILVEIRA, 2009). Em função destes vieses, os gestores sentem-se confiantes para tomar decisões mais arriscadas e investir seu capital pessoal em ações da empresa (MALMENDIER; TATE, 2005). O excesso de confiança torna os gestores menos conservadores e mais propensos a assumirem projetos arrojados, que os levam a riscos excessivos (GERVAIS; HEATON; ODEAN, 2011).

Os estudos relatam que as características pessoais do gestor têm um impacto significativo sobre as políticas corporativas. Por exemplo, Barros e Silveira (2009) concluíram que os vieses cognitivos figuram entre a lucratividade, tamanho, tangibilidade e os padrões de governança corporativa. Cronqvist, Makhija e Yonker (2012) mostram que o comportamento pessoal e suas decisões de alavancagem podem ter um impacto significativo sobre as decisões de estrutura de capital das empresas. Malmendier, Tate e Yan (2011) mostram que traços de gestão podem explicar as escolhas de financiamento das empresas. Ben-David e Hirshleifer (2012) apresentam maior propensão ao endividamento da empresa, são menos voltados ao pagamento de dividendos e mais dispostos à recompra de ações. Graham, Harvey e Puri (2013) averiguaram que organizações com gestores otimistas possuem nível de endividamento maior. Andriosopoulos e Lafer (2014) concluíram que os vieses comportamentais, como o otimismo e o excesso de confiança do gestor interferem profundamente na variação das decisões de alavancagem adotadas pelas empresas. Gestores confiantes enxergam suas ações como subvalorizadas, aumentando a taxa de conclusão de recompra, emergindo como *proxy* para análise do efeito nas empresas. As evidências indicaram também que empresas com elevadas taxas de recompra de ações são altamente alavancadas. Fasolin, Silva e Nakamura (2014) concluíram que a alavancagem das firmas com gestores com excesso de confiança e otimismo tem relação com a lucratividade, crescimento. Em estudo recente, Silva, Mondini e Silva (2015) concluíram que gestores de firmas brasileiras apresentam maior excesso de confiança e são mais otimistas, possuem mais ações em tesouraria com maior alavancagem quando comparados aos gestores chilenos. Silva et al. (2017) concluíram que empresas não cinquentenárias possuem maior volume de ações em tesouraria, bem como maior alavancagem contábil e de mercado, o que demonstra que os gestores dessas firmas apresentam maior excesso de confiança se comparados aos gestores das firmas cinquentenárias.

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

### 2.3 Diversidade no Conselho de Administração

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

O conselho independente do gestor exerce controle sobre a maneira como ele vai optar por gerenciar a firma e todas as suas decisões estratégicas, e a existência de um bom conselho deve reduzir os vieses comportamentais, assim como membros independentes são levados a agir como se fossem especialistas, além de monitorar os gestores de forma mais eficiente (FAMA, 1970).

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

Em recordação aos escândalos financeiros, os novos códigos de governança e novas leis preocupam-se com a homogeneidade nos conselhos de administração, compostos em sua maioria por homens (SINGH; TERJESEN; VINNICOMBE, 2008). A homogeneidade dos conselhos pode caracterizar-se por meio de pensamento de grupo e afeta a capacidade do grupo em avaliar com objetividade as alternativas e, em consequência, limita-se à gama de escolhas diferenciadas na tomada de decisão de alta qualidade (ROST; OSTERLOH, 2009). Desta forma, caso o grupo seja dominado por pessoas autoconfiantes, ele caminha na mesma direção. A defesa contra este extremismo é dada pelo sistema de liberdade de expressão, de diversidade de opiniões (SUNSTEIN, 2009). Zahra e Pearce (1989) e Forbes e Milliken (1999) afirmam que a presença da mulher no conselho pode influenciar na produtividade e não apenas na diversidade de gênero. Excesso de confiança tem sido mais evidenciado em homens e em atividades percebidas como masculinas. Além disso, este viés é mais presente quando o *feedback* é demorado ou inconclusivo. Sendo assim, mercados financeiros, nos quais a maior parte dos participantes é homem e o *feedback* é controverso, constituem o cenário ideal para o excesso de confiança (BARBER; ODEAN, 2001).

As discussões abordam o papel da diversidade como uma estrutura de governança com mecanismos para garantir aos acionistas a confiabilidade necessária, em que se percebe que o viés comportamental pode influenciar nas decisões das firmas e o conselho de administração tem a incumbência de monitorar as ações com irracionalidades gerenciais.

## 3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Para analisar a influência do excesso de confiança e o otimismo gerencial sobre a estrutura de capital de firmas brasileiras aderentes à diversidade no conselho de administração, adotou-se uma pesquisa descritiva, com análise de dados provenientes da base *Thompson*. A abordagem da pesquisa foi quantitativa, com uso de procedimentos estatísticos para responder ao problema de pesquisa.

A população do estudo foi formada por firmas que negociam suas ações na BM&FBovespa. Visando a constituição da amostra, foram excluídas: (a) organizações pertencentes ao setor financeiro; (b) organizações com determinadas informações financeiras indisponíveis. Assim, a amostra do estudo foi composta por 50 empresas, divididas entre 26 que possuem todos os mecanismos (não dualidade do conselho de administração, membros externos e presença de mulheres) e 24 que não possuem nenhum dos mecanismos de governança corporativa.

Com a amostra do estudo definida, o próximo passo foi a coleta de dados econômicos e financeiros na base de dados *Thomson*. Os dados contemplaram o período de 2010 a 2014. Justifica-se o período de análise em função da instabilidade política e econômica estabelecida no Brasil a partir de 2015, fato sem precedentes históricos no Brasil (BERNARDELLI, 2016), o que gera efeitos que não podem ser controlados, como a queda do otimismo no mercado, prejudicando a análise do efeito diante da perspectiva da pesquisa.

Posteriormente à coleta e catalogação dos dados, analisou-se a influência do excesso de confiança e otimismo gerencial, elencando como variáveis dependentes a alavancagem contábil e a alavancagem de mercado. Visando explicar os efeitos destas alavancagens, utilizaram-se como variáveis independentes a liquidez corrente, tangibilidade, retorno do ativo (ROA), *Market to book value*, oportunidade de crescimento, nível de pagamento do IR, *lajirda* e ações em tesouraria. Vale mencionar que as variáveis foram selecionadas considerando a revisão da literatura. Na Tabela 1 apresentam-se as variáveis dependentes e independentes, com a proxy, fundamentação e o comportamento esperado de cada variável.

Destaca-se que os estudos apontam um consenso por parte dos pesquisadores em relacionar os vieses comportamentais dos gestores a níveis maiores de alavancagem, bem como gestores excessivamente confiantes são mais dispostos à recompra de ações. Sendo assim, as variáveis comportamentais deste estudo foram: alavancagem (contábil e de mercado) e ações de tesouraria.

Tabela 1 – Caracterização das variáveis dependentes e independentes adotadas na pesquisa, quanto à proxy, fundamentação teórica e comportamento.

| VARIÁVEIS DO ESTUDO                | PROXY   | FUNDAMENTAÇÃO  | COMPORTAMENTO ESPERADO    |
|------------------------------------|---|--|---------------------------|
| <b>VARIÁVEIS DEPENDENTES</b>       |   |  | <b>+/-</b>                |
| Alavancagem contábil               | = Endividamento financeiro total/ Ativo Contábil                        | Barros e Silveira (2009); Graham et al. (2013); Silva, Mondini e Silva (2015); Silva et al. (2017)   |                           |
| Alavancagem de mercado             | = Endividamento total/ Ativo a valor de mercado                         |  |                           |
| <b>VARIÁVEIS INDEPENDENTES</b>     |   |  |                           |
| Liquidez corrente [ECAP]           | = Ativo circulante/ passivo circulante                                  | Nakamura et al. (2007); Bastos, Nakamura e Bastos (2009)   | <b>POSITIVO/ NEGATIVO</b> |
| Tangibilidade [ECAP]               | = Ativo imobilizado bruto (antes da depreciação) + estoque/ativo        | Bastos, Nakamura e Basso (2009); Barros e Silveira (2009)  | <b>POSITIVO/ NEGATIVO</b> |
| Retorno do ativo (ROA) [ECAP]      | = Ebit (lucro /ativo total)   | Marcon et al. (2007); Bastos et al (2009); Silva, Mondini e Silva (2015)   | <b>POSITIVO/ NEGATIVO</b> |
| Market to book value, [ECAP]       | = Valor de mercado do PL/valor contábil do PL                           | Nakamura et al. (2007); Bastos, Nakamura e Basso (2009)  | <b>POSITIVO</b>           |
| Oportunidade de crescimento [ECAP] | = (Vendas no período 1 – vendas no período 0)/ vendas no período 0      | Nakamura et al. (2007); Bastos, Nakamura e Basso(2009); Fasolin et al. (2014)  | <b>POSITIVO</b>           |
| Nível de Pagamento IR [ECAP]       | = Valor de imposto de renda/EBT   | Nakamura et al. (2007); Bastos, Nakamura e Basso (2009)  | <b>POSITIVO</b>           |
| Lajirda [ECAP]                     | = Lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização sobre ativo | Barros e Silveira (2009)   | <b>NEGATIVO</b>           |
| Ações em tesouraria [OT&EC]        | = ações em tesouraria   | Ben-David e Hirshleifer (2012); Andriosopoulos, Andriosopoulos e Hoque(2013); Andriosopoulos e Lasfer (2014); Silva, Mondini e Silva (2015); Silva et al. (2017) | <b>POSITIVO</b>           |

Fonte: Dados da pesquisa.

[ECAP] Proxy de estrutura de capital

[OT&EC] Proxy de otimismo e excesso de confiança

A análise buscou determinar as variáveis independentes com capacidade de explicar a variável dependente. Desta forma, os dados foram processados por meio da técnica estatística de Análise em Painel. O modelo é descrito pela expressão abaixo:

$$y_i = \beta_0 + \beta_1 X_{1i} + \beta_2 X_{2i} \dots + \beta_8 X_{8i} + \varepsilon_i$$

Sendo que:

Y é a variável dependente;

$\beta_0$  é a constante da equação;

X1, X2, ... X8 são as variáveis independentes;

$\beta_0, \beta_1, \beta_2, \dots, \beta_8$  são denominados parâmetros da regressão;

$\varepsilon$  é o termo que representa o resíduo ou erro da regressão.

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

## 4 ANÁLISE E DISCUSSÃO DE DADOS

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

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

Tabela 2 – Estatísticas descritivas das variáveis

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

Fonte: Dados da pesquisa.

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

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

A partir das próximas tabelas, buscou-se, por meio da análise em dados em painel, analisar as variáveis explicativas que melhor preveem as variáveis independentes deste estudo. Antes da realização da regressão em painel dos dados, analisaram-se a intensidade e o sentido das relações entre as variáveis por meio do coeficiente de correlação de *Pearson*. Aplicou-se também o teste não paramétrico de *Kolmogorov-Smirnov* para verificar a normalidade dos dados, que evidenciou uma distribuição normal das variáveis a um nível 5% ( $p\text{-value} < 0.05$ ).

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

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

| Variáveis               | Variáveis dependentes                |       |                                    |       |
|-------------------------|--------------------------------------|-------|------------------------------------|-------|
|                         | Efeitos Fixos Alavancagem de Mercado |       | Efeitos Fixos Alavancagem Contábil |       |
|                         | Coefic.                              | Sig.  | Coefic.                            | Sig.  |
| Liquidez                | 0.0177223                            | 0.915 | 4.636857                           | 0.755 |
| Tangibilidade           | 0.0613217                            | 0.262 | 4.308774                           | 0.374 |
| ROA                     | -1.725076                            | 0.000 | -280.8805                          | 0.003 |
| Market                  | 0.0027328                            | 0.820 | -1481326                           | 0.890 |
| Crescimento             | -0.1659997                           | 0.602 | -139913                            | 0.621 |
| IR                      | -0.221071                            | 0.754 | 1.644712                           | 0.852 |
| Lajirda                 | 0.0219288                            | 0.088 | 1.766869                           | 0.122 |
| Ações de Tesouraria     | 0.0895212                            | 0.481 | 5.940957                           | 0.598 |
| Constante               | -0.02695431                          | 0.746 | -73.5707                           | 0.322 |
| R <sup>2</sup> Ajustado | 0.1746                               |       | 0,1334                             |       |
| Nº. Observações         | 130                                  |       | 130                                |       |
| LM de Breusch-Pagan     | Sig, X2 = 0,000                      |       | Sig, X2 = 0,000                    |       |
| F de Chow               | Sig, F = 0,000                       |       | Sig, F = 0,000                     |       |
| Teste Hausman           | Sig, X2 = 0,000                      |       | Sig, X2 = 0,000                    |       |

\* Significante ao nível de 5%

Fonte: Dados da pesquisa.

A Tabela 3 descreve a análise da influência entre a alavancagem de mercado, alavancagem contábil e a estrutura de capital. O R<sup>2</sup> ajustado apresentou um valor pouco representativo, o que permitiu inferir que as variáveis independentes explicam apenas 17,46% e 13,34% da alavancagem de mercado e contábil, respectivamente.

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

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

A relação entre as variáveis dependentes e a variável explicativa Lajirda foi positiva. Para Titman e Wessels (1988), empresas financiam novos investimentos predominantemente com dívidas ou as empresas que apresentam desempenho menor (lucro antes de juros e impostos) tendem a bancar suas despesas acumulando dívidas. O resultado não corrobora o estudo do Barros e Silveira, que encontram relação negativa.

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

| Variáveis               | Variáveis dependentes                |       |                                    |       |
|-------------------------|--------------------------------------|-------|------------------------------------|-------|
|                         | Efeitos Fixos Alavancagem de Mercado |       | Efeitos Fixos Alavancagem Contábil |       |
|                         | Coefic.                              | Sig.  | Coefic.                            | Sig.  |
| Liquidez                | -0.1651142                           | 0.049 | 0.0177223                          | 0.915 |
| Tangibilidade           | 0.0022594                            | 0.240 | 0.0613217                          | 0.262 |
| ROA                     | -2.594773                            | 0.007 | -1.725076                          | 0.000 |
| Market                  | -0.547053                            | 0.087 | 0.0027328                          | 0.820 |
| Crescimento             | 0.7966173                            | 0.000 | -0.165997                          | 0.602 |
| IR                      | 0.0050773                            | 0.376 | -0.221071                          | 0.754 |
| Lajirda                 | -0.0096487                           | 0.186 | 0.0219288                          | 0.088 |
| Ações de Tesouraria     | 0.7951818                            | 0.039 | 0.0895212                          | 0.048 |
| Constante               | 3.110557                             | 0.000 | -0.2695431                         | 0.746 |
| R <sup>2</sup> Ajustado | 0.4086                               |       | 0.4258                             |       |
| Nº. Observações         | 96                                   |       | 96                                 |       |
| LM de Breusch-Pagan     | Sig, X2 = 0,000                      |       | Sig, X2 = 0,000                    |       |
| F de Chow               | Sig, F = 0,000                       |       | Sig, F = 0,000                     |       |
| Teste Hausman           | Sig, X2 = 0,000                      |       | Sig, X2 = 0,000                    |       |

\* Significante ao nível de 5%

Fonte: Dados da pesquisa.

A partir da Tabela 4, apresentam-se os resultados relativos à análise de dados em painel das variáveis das empresas sem diversidade no conselho de administração. A Tabela 4 descreve a análise da influência entre a alavancagem de mercado, alavancagem contábil e estrutura de capital. O  $R^2$  ajustado apresentou um valor relativamente significativo, com 40,86% e 42,58% de poder de explicação das variáveis independentes na alavancagem de mercado e contábil, respectivamente.

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

O resultado da relação negativa da variável Liquidez vai ao encontro dos achados do Silva et al. (2017). Ozkan (2001) explica que empresas com maior liquidez em seus ativos poderiam utilizá-los para financiar seus investimentos. Os resultados da relação negativa do Retorno do Ativo corroboraram os estudos do Bastos, Nakamura e Basso (2009) e Silva, Mondini e Silva (2015). A relação positiva da variável Oportunidade de Crescimento vai ao encontro dos achados do Nakamura et al. (2007) e Bastos, Nakamura e Baesso (2009). Para Ferreira, Lorca e Escobar (2005), quando uma firma tem oportunidade de crescimento, esta aumenta o seu valor e sua capacidade de endividamento.

A variável relacionada ao comportamento dos gestores, Ações em Tesouraria, se mostrou significativa em relação à alavancagem de mercado e contábil. Malmendier, Tate e Yan (2011), Ben-David e Hirshleifer (2012) e Andriosopoulos e Lasfer (2014) explicam que gestores confiantes investem mais, possuem maior propensão ao endividamento e se mostram mais dispostos à recompra de ações. O resultado ratifica os estudos de Ben-David e Hirshleifer, Andriosopoulos, Andriosopoulos e Hoque (2013) e o recente estudo em nível nacional de Silva et al. (2017), cujas evidências demonstraram que empresas com elevadas taxas de recompra de ações são altamente alavancadas.

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

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

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

Desta forma, o conselho de administração é parte essencial da estrutura de governança corporativa (PAN, 2013). A presença de membros independentes como especialistas, o monitoramento dos gestores de forma eficiente (FAMA, 1970), a não dualidade dos cargos de CEO e do presidente do conselho de administração são fatores que melhoram a capacidade de controle da administração (JENSEN, 1983), visto que a associação entre a gestão (decisão) e a função de supervisão pode aumentar o excesso de confiança e o otimismo gerencial (MOHAMED et al., 2012). Os conselhos compostos em sua maioria por homens direcionam a homogeneidade de pensamento de grupo (ROST; OSTERLOH, 2009). Assim, caso o grupo de conselheiros seja dominado por pessoas autoconfiantes, ele caminha na mesma direção (SUNSTEIN, 2009). O excesso de confiança tem sido mais evidenciado em homens e em atividades percebidas como masculinas (BARBER; ODEAN, 2001).

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

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

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

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

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

Tesouraria. A alavancagem contábil foi explicada pelo Retorno do Ativo (ROA).

Os resultados permitem inferir que os gestores das organizações sem os mecanismos da governança corporativa levantados por este estudo apresentam maior excesso de confiança e são mais otimistas. Observou-se que possuem maior volume de ações em tesouraria, bem como alavancagem contábil e de mercado. Os resultados acedem aos achados de Andriosopoulos et al. (2013), Andriosopoulos e Lasfer (2014) e Silva et al. (2017), que evidenciaram a relação positiva entre CEOs confiantes e otimistas, propensão à recompra de ações e empresas altamente alavancadas.

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

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

## REFERÊNCIAS

- ALICKE, M. D.; KLOTZ, M. L.; BREITENBECHER, D. L.; YURAK, T. J.; VREDENBURG, D. S. Personal contact, individuation, and the better-than-average effect. *Journal of Personality and Social Psychology*, v. 68, n. 5, p. 804, 1995.
- ANDRIOSOPOULOS, D.; LASFER, M. The market valuation of share repurchases in Europe. *Journal of Banking & Finance*, 2014.
- ANDRIOSOPOULOS, D.; ANDRIOSOPOULOS, K.; HOQUE, H. (2013). Information disclosure, CEO overconfidence, and share buyback completion rates. *Journal of Banking & Finance* 37(12), 5486- 5499.
- APOSTOLOU, B.; HASSELL, J. M.; REBELE, J. E.; WATSON, S. F. Accounting education literature review (2006–2009). *Journal of Accounting Education*, v. 28, n. 3, p. 145-197, 2010.
- BANERJEE, S.; HUMPHERY-JENNER, M.; NANDA, V. K. Restraining Overconfident CEOs through Improved Governance: Evidence from the Sarbanes-Oxley Act. *UNSW Australian School of Business Research Paper*, n. 2013, 2014.
- BAKER, M.; WURGLER, J. Market timing and capital structure. *The journal of finance*, v. 57, n. 1, p. 1-32, 2002.
- BAKER, M.; RUBACK, R.; WURGLER, J. *Behavioral corporate finance: A survey*. In *The Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance*, edited by Espen Eckbo. New York: Elsevier/North Holland, 2007.
- BARBER, B. M.; ODEAN, T. *The behavior of individual investors*. 2011.
- BARBER, B. M.; ODEAN, T. Boys will be boys: Gender, overconfidence, and common stock investment. *The quarterly journal of economics*, v. 116, n. 1, p. 261-292, 2001.
- BARBERIS, N.; THALER, R. A survey of behavioral finance. *Handbook of the Economics of Finance*, v. 1, p. 1053-1128, 2003.
- BARROS, L. A. B. D. C.; SILVEIRA, A. D. M. D. Overconfidence, managerial optimism, and the determinants of capital structure. *Brazilian Review of Finance*, 6(3), 293-335, 2009.
- BASTOS, D. D.; NAKAMURA, W. T.; BASSO, L. F. C. (2009). Determinants of capital structure of publicly-traded companies in Latin America: the role of institutional and macroeconomic factors. *RAM – Rev. Adm. Mackenzie* v. 10 n. 6 São Paulo Nov./Dec. 2009.
- BEBCHUK L.; COHEN A.; FERRELL A. What matters in corporate governance? *Rev Financ Stud*, 22(2):783–827, 2009.
- BEN-DAVID, I.; HIRSHLEIFER, D. Are investors really reluctant to realize their losses? Trading responses to past returns and the disposition effect. *The Review of Financial Studies*, v. 25, n. 8, p. 2485-2532, 2012.
- BERNADELLI, L. V. Brasil como nação intervencionista: uma análise macroeconômica sobre a crise de 2015. *Revista Urutúgua*, n. 33, p. 27-37, 2016.
- BREALEY, R.; MYERS, S. C.; ALLEN, F. *Principles of Corporate Finance*. Revised Edition McGraw-Hill, New York, 2008
- BREHMER, B. In one word: Not from experience. *Acta Psychologica*, v. 45, n. 1, p. 223-241, 1980.
- BUSENITZ, L. W.; BARNEY, J. B. Differences between entrepreneurs and managers in large organizations: Biases and heuristics in strategic decision-making. *Journal of Business Venturing*, v. 12, n. 1, p. 9-30, 1997.
- CAMPBELL C. C.; JHONSON S. A.; RUTHERFORD J.; STANLEY B. W. CEO confidence and forced turnover. *Journal of Financial Economics* 101(3):695–712, 2011.
- CRONQVIST, H.; MAKHIJA, A. K.; YONKER, S. E. Behavioral consistency in corporate finance: CEO personal and corporate leverage. *Journal of financial economics*, v. 103, n. 1, p. 20-40, 2012.
- DAVIS, J. H.; SCHOORMAN, F. D.; DONALDSON, L. Toward a stewardship theory of management. *Academy of Management Review*, v. 22, n. 1, p. 20-47, 1997.
- DURAND, D. *Cost of debt and equity Funds for Business: trends and problems of measurement*. New York: Conference in Research on Business Finance, 1952.
- EVANS, D. S.; LEIGHTON, L. S. Some empirical aspects of entrepreneurship. *The American Economic Review*, p. 519-535, 1989.
- FAMA, E. F. Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, v. 25, n. 2, p. 383-417, 1970.
- FAMA, E. F.; FRENCH, K. R. Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt. *The Review of Financial*

*Studies*, v. 15, n. 1, p. 1-33, 2002.

FAMA, E. F.; JENSEN, M. C. Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, p. 301-325, 1983.

FASOLIN, L. B.; SILVA, T. P.; NAKAMURA, W. T. Relação entre os vieses de otimismo e excesso de confiança sobre a estrutura de capital das empresas brasileiras. In: Encontro Brasileiro de Economia e Finanças Comportamentais, 1, 2014, São Paulo. *Anais...* São Paulo: FGV, 2014.

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

FORBES, D. P.; MILLIKEN, F. J. Cognition and corporate governance: Understanding boards of directors as strategic decision-making groups. *Academy of Management Review*, v. 24, n. 3, p. 489-505, 1999.

FRAGA, J. B.; SILVA, V. A. B. *Diversidade no conselho de administração e desempenho da empresa: uma investigação empírica*. Brazilian Business Review, BBR Conference, p. 58-80, 2012.

FRANCOEUR, C.; LABELLE, R.; SINCLAIR-DESGAGNÉ, B. Gender diversity in corporate governance and top management. *Journal of Business Ethics*, v. 81, n. 1, p. 83-95, 2008.

FRANK, J. D. Some psychological determinants of the level of aspiration. *The American Journal of Psychology*, v. 47, n. 2, p. 285-293, 1935.

FRANK, M.; GOYAL, V. Testing the pecking order theory of capital structure. *Journal of Financial Economics*, v. 67, n. 1, p. 217-248, 2003.

FRANK, MURRAY Z.; GOYAL, VIDHAN K. Trade-off and pecking order theories of debt. *Handbook of Empirical Corporate Finance*, v. 2, p. 135, 2011.

GERVAIS, S.; HEATON, J. B.; ODEAN, T. Overconfidence, compensation contracts, and capital budgeting. *The Journal of Finance*, v. 66, n. 5, p. 1735-1777, 2011.

GILSON, S. C. Management turnover and financial distress. *Journal of Financial Economics*, v. 25, n. 2, p. 241-262, 1989.

GRAHAM, J. R.; HARVEY, C. R.; PURI, M. Managerial attitudes and corporate actions. *Journal of Financial Economics*, v. 109, n. 1, p. 103-121, 2013.

GRINBLATT, M.; TITMAN, S. *Financial markets and corporate strategy*. 2. ed. [S.l.]: The McGraw Hill Companies, 2002.

HALFELD, M.; TORRES, F. F. L. Finanças comportamentais: aplicações no contexto brasileiro. *RAE – Revista de Administração de Empresas*, v. 41, n. 2, p. 64-71, 2001.

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

HIRSHLEIFER, D.; LOW, A.; TEOH, S. H. Are overconfident CEOs better innovators? *The Journal of Finance*, v. 67, n. 4, p. 1457-1498, 2012.

HUANG, W.; JIRNG, F.; LIU, Z.; ZHANG, M. Agency cost, top executives' overconfidence, and investment-cash flow sensitivity—Evidence from listed companies in China. *Pacific-Basin Finance Journal*, v. 19, n. 3, p. 261-277, 2011.

JENSEN, M. C. Organization theory and methodology. *Accounting Review*, p. 319-339, 1983.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

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

KESTER, W. C. Capital and ownership structure: A comparison of United States and Japanese manufacturing corporations. *Financial Management*, p. 5-16, 1986.

KIMURA, H. Aspectos comportamentais associados às reações do mercado de capitais. *RAE – Revista de Administração de Empresas*, v. 2, n. 1, p. 1-14, jan./jun. 2003.

KIMURA, H.; BASSO, L. F. C.; KRAUTER, E. Paradoxos em finanças: teoria moderna versus finanças comportamentais. *RAE – Revista de Administração de Empresas*, v. 46, n. 1, p. 41-58, 2006.

LANGER, Ellen J. The illusion of control. *Journal of Personality and Social Psychology*, v. 32, n. 2, p. 311, 1975.

LASFER, M.; HOQUE, H. *Why Do Directors Change Their Ownership During IPO Lockup Arrangements?* 2014.

MALMENDIER, U.; TATE, G. CEO overconfidence and corporate investment. *The Journal of Finance*, v. 60, n. 6, p. 2661-2700, 2005.

MALMENDIER, U.; TATE, G.; YAN, J. Overconfidence and early-life experiences: the effect of managerial traits on corporate financial policies. *The Journal of Finance*, v. 66, n. 5, p. 1687-1733, 2011.

MARNET, O. *Behavioural aspects of corporate governance*. *Advances in Financial Economics*, 9:265–285, 2004.

MILLER, M. H. Debt and taxes. *The Journal of Finance*, v. 32, n. 2, p. 261-275, 1977.

MOHAMED, E. B.; BACCAR, A.; FAIRCHILD, R.; BOURI, A. Does corporate governance affect managerial optimism? Evidence from NYSE panel data firms. *International Journal of Euro-Mediterranean Studies*, v. 5, n. 1, p. 41-56, 2012.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, p. 261-297, 1958.

MODIGLIANI, Franco; MILLER, Merton H. Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. *The American Economic Review*, p. 433-443, 1963.

- MYERS, S. C. The capital structure puzzle. *The Journal of Finance*, v. 39, n. 3, p. 574-592, 1984.
- MYERS, S. C.; MAJLUF, N. S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, v. 13, n. 2, p. 187-221, 1984.
- NAKAMURA, W. T.; MARTIN, D. M. L.; FORTE, D.; CARVALHO FILHO, A. F.; COSTA, A. C. F.; AMARAL, A. C. Determinantes de estrutura de capital no mercado brasileiro: análise de regressão com painel de dados no período 1999-2003. *Revista Contabilidade & Finanças*, v. 18, n. 44, p. 72-85, 2007
- OLIVEIRA, C. *A participação feminina nos conselhos de administração e o desempenho corporativo: um estudo sobre as empresas listadas na BM&FBovespa de 2002 a 2011*. Dissertação de Mestrado Apresentada ao Programa de Pós-graduação em Ciências Contábeis da Universidade do Vale do Rio dos Sinos – Unisinos, 2013.
- OZKAN, Aydin. Determinants of capital structure and adjustment to long run target: evidence from UK company panel data. *Journal of Business Finance & Accounting*, v. 28, n. 1-2, p. 175-198, 2001.
- PAN, L. *A Contemporary Literature Review of Corporate Governance: An Overview*. Available at SSRN 2256968, 2013.
- PROCIANOY, J. L.; HEINEBERG, R. *Aspectos Determinantes do Pagamento de Proventos em Dinheiro das Empresas com Ações Negociadas na Bovespa*. XXVII ENANPAD, 2003.
- ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W.; JAFFE, J. F. *Administração Financeira*. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2002.
- ROST, K.; OSTERLOH, M. Management fashion pay-for-performance for CEOs. *Schmalenbach Business Review*, v. 61, p. 119-149, 2009.
- SCHRAND, C. M.; ZECHMAN, S. L. C. Executive overconfidence and the slippery slope to financial misreporting. *Journal of Accounting and Economics*, v. 53, n. 1, p. 311-329, 2012.
- SHLEIFER, A.; SUMMERS, L. H. The noise trader approach to finance. *The Journal of Economic Perspectives*, v. 4, n. 2, p. 19-33, 1990.
- SILVA, T. B. J.; MONDINI, V. E. D.; SILVA, T. P. Influência do excesso de confiança e otimismo no endividamento em empresas de menor porte brasileiras e chilenas. In: Encontro Brasileiro de Economia e Finanças Comportamentais, 2015, São Paulo/SP. EBFC. *Anais...* São Paulo/SP: FGV/SP, 2015. v. II. p. 1-16.
- SILVA, T. B. J.; MONDINI, V. E. D.; SILVA, T. P.; LAY, L. A. Influência do Excesso de Confiança e Otimismo no Endividamento de Organizações Cinquentenárias e não Cinquentenárias Brasileiras. *Revista Evidencição Contabil & Finanças*, v. 5, p. 40-56, 2017.
- SINGH, V.; TERJESEN, S.; VINNICOMBE, S. Newly appointed directors in the boardroom: How do women and men differ? *European Management Journal*, v. 26, n. 1, p. 48-58, 2008.
- SCHRAND, C. M.; ZECHMAN, S. L. C. Executive overconfidence and the slippery slope to financial misreporting. *Journal of Accounting and Economics*, v. 53, n. 1, p. 311-329, 2012.
- SHLEIFER, A.; SUMMERS, L. H. The noise trader approach to finance. *The Journal of Economic Perspectives*, v. 4, n. 2, p. 19-33, 1990.
- SUNSTEIN, Cass R. *Going to extremes: How like minds unite and divide*. Oxford University Press, 2009.
- SVENSON, O. Are we all less risky and more skillful than our fellow drivers? *Acta Psychologica*, v. 47, n. 2, p. 143-148, 1981.
- TAYLOR, S. E.; BROWN, J. D. Illusion and well-being: a social psychological perspective on mental health. *Psychological bulletin*, v. 103, n. 2, p. 193, 1988.
- TERJESEN, S.; SEALY, R.; SINGH, V. Women directors on corporate boards: A review and research agenda. *Corporate governance: An international review*, v. 17, n. 3, p. 320-337, 2009.
- THALER, R. H. The end of behavioral finance. *Financial Analysts Journal*, 12-17, 1999.
- TITMAN, S.; WESSELS, R. The determinants of capital structure choice. *The Journal of finance*, v. 43, n. 1, p. 1-19, 1988.
- TVERSKY, A.; KAHNEMAN, D. Judgment under uncertainty: Heuristics and biases. *Science*, v. 185, n. 4157, p. 1124-1131, 1974.
- WEINSTEIN, N. D. Unrealistic optimism about future life events. *Journal of Personality and Social Psychology*, v. 39, n. 5, p. 806, 1980.
- YOSHINAGA, C. E.; OLIVEIRA, R. F.; SILVEIRA, A. D. M.; BARROS, L. A. B. D. C. Finanças Comportamentais: uma introdução. *REGE Revista de Gestão*, v. 15, n. 3, p. 25-35, 2008.
- ZAHRA, S. A.; PEARCE, J. A. Boards of directors and corporate financial performance: A review and integrative model. *Journal of Management*, v. 15, n. 2, p. 291-334, 1989.