

## A Influência do Excesso de Confiança dos Gestores nas Decisões Estratégicas

**JEFFERSON PEREIRA DE ANDRADE**

*Universidade Federal da Paraíba*

**WENNER GLAUCIO LOPES LUCENA**

*Universidade federal da Paraíba*

### Resumo

O objetivo da presente pesquisa consistiu em analisar a relação entre o excesso de confiança dos gestores de companhias abertas brasileiras na estratégia empresarial. Para isso partindo do conceito de estratégia de Mintzberg (1978), foram estudadas seis diferentes estratégias empresariais ou dimensões estratégicas, sendo elas: a 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. Para se mensurar a confiança dos gestores foram adotados três diferentes indicadores (o índice geral de confiança; o índice de excesso de confiança e a variável *dummy* gestor empreendedor) que foram relacionados a estratégia por meio da análise de regressões múltiplas com dados em painel desbalanceado referentes ao período de 2011 a 2017. A partir da amostra de 244 empresas não financeiras de capital aberto e 1462 observações foi possível concluir que a maioria dos 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%) e que entre as dimensões estudadas três delas demonstraram ser influenciadas pela confiança dos gestores. A gestão de capital e giro e estrutura de capital, demonstrou sofrer influência negativa do excesso de confiança dos gestores, implicando que gestores otimistas têm maior dificuldade de promover maior giro de estoque, acompanhado a esse resultado, também se verificou uma influência negativa da confiança dos gestores na estrutura de capital. Já no que se refere ao investimento em ativos fixos, os resultados demonstram existir uma influência positiva do viés cognitivo do excesso de confiança, implicando que os gestores confiantes tendem a exporem a empresa a maior risco causado pela incerteza vinda da mudança e dos retornos dos investimentos.

**Palavras-chaves:** Excesso de confiança; Finanças comportamentais; Decisões estratégicas.

## 1 INTRODUÇÃO

Em um ambiente marcado pela concorrência, as empresas devem utilizar-se de todas as ferramentas necessárias para manter sua participação de mercado. A dinâmica do ambiente exige da gestão empresarial a habilidade de mediar forças e tomar decisões que estabilizem a organização, de forma a contribuir com o seu desempenho (Mintzberg, 1978).

As decisões tomadas pela gestão constituem a estratégia empresarial (Mintzberg, 1967; Hambrick, 1982; Andrews, 2005), na qual o *Chief executive officer* (CEO) exerce influência significativa (Pearce & Robinson, 1987; Daily et al., 2002; Taurus & Tuwey, 2016).

Ao tomar uma decisão o gestor deve assegurar que essa seja as mais adequadas para a entidade, e para isso, é necessário que o processo de decisão seja condizente com o processo sistemático racional. É por meio de um processo sistemático racional que o CEO consegue maximizar sua utilidade, através de uma decisão lógica e informada, ou simplesmente racional (Abramczuk, 2009; Bazerman & Moore, 2014).

Embora a teoria econômica se utilize da premissa da decisão racional, o fato é que a complexidade do ambiente e a capacidade de processamento de nosso cérebro são incompatíveis (Brătianu, 2015). Segundo Yoshinaga e Ramalho (2014) devido ao descompasso existente entre as habilidades cognitivas e a complexidade que envolve as matérias objetos de decisões, é que surgem os atalhos mentais ou regras simplificadoras, denominadas *heurísticas comportamentais*.

Dessas heurísticas comportamentais originam-se críticas ao modelo de homens racional idealizado pela teoria econômica clássica e denominado homem econômico (Tversky & Kahneman, 1974). Na abordagem comportamental o homem, é vislumbrado como irracional e falho, cujas decisões desviam-se da racionalidade e do processo decisório sistemático. No ambiente empresarial, de acordo com Hammond, Keeney e Raiffa (2006) muitos erros cometidos 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.

Em decisões tomadas em ambientes de incerteza as pessoas contam como o número limitados de princípios heurísticos que reduzem as tarefas complexas a julgamentos simples, que em geral são 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).

Entre os vieses cognitivos, o *excesso de confiança*, também denominado *otimismo* figura como um dos principais condutores do processo de decisão conforme indica a literatura constante em trabalhos como Chambers e Windschitl (2004); Tonin et al. (2016) e Silva Filho, Lucena e Leite, (2017). As características que compõem o ambiente decisório estratégico propiciam o desenvolvimento do excesso de confiança (Simon & Houghton, 2003), podendo ele intervir em diversos aspectos organizacionais.

Algumas decisões importantes como a publicidade (Kirmani, 1990), pesquisa e desenvolvimento de produtos (Simon & Hughton, 2003; Hirshleifer, Low & Teoh, 2008; Galasso & Simcoe, 2011 e Herz, Schunk & Zehnder, 2014), investimentos efetuados (Malmendier & Tate, 2005; Brown & Sarma, 2007; Eichholtz & Yönder, 2011), proporção de capital de giro e estrutura de capital (Ben-David, Graham & Harvey, 2007; Costa, Correia & Lucena, 2017; Silva et al., 2017) demonstraram ser influenciadas pela confiança do gestor, implicando na relevância da personalidade do CEO para o ambiente empresarial.

Com o intuito de ampliar a literatura existente o presente trabalho busca responder a seguinte questão de pesquisa: **Qual a relação entre o excesso de confiança dos gestores de empresas brasileiras de capital aberto e as decisões estratégicas empresariais?**

Para responder a questão de pesquisa o presente trabalho objetiva verificar a relação entre o excesso de confiança dos gestores de empresas brasileiras de capital aberto nas decisões

estratégicas empresariais, para isso, baseado em trabalhos de Finkelstein e Hambrick (1990); Carpenter (2000); Zhang (2006); Zhang e Rajagopalan (2010) e Wang e Jiang (2017) serão consideradas seis decisões estratégicas aqui denominadas de “dimensões estratégicas”, referindo-se a *intensidade publicitária*, *intensidade de P&D*, *investimento em ativos fixos*, *estrutura de despesa*, *gestão de capital de giro e ciclo de produção* e *estrutura de capital*.

## 2 PROCESSO DECISÓRIO ESTRATÉGICO E A CONFIANÇA DOS GESTORES

A estratégia pode ser definida como o conjunto de decisões tomadas pela gestão empresarial em vários dos seus aspectos como comercial, financeiro e recursos humanos (Mintzberg, 1967; Hambrick, 1982; Andrews, 2005), surgindo nas organizações principalmente como um reflexo das mudanças.

De acordo com Mintzberg, (1978) na maioria das organizações, a estratégia é resultado de três fatores: O ambiente inconstante; uma organização em busca de estabilidade em suas ações e uma liderança. A liderança cabe a missão de garantir os interesses da organização em meio a esse ambiente inconstante.

Dada a dinâmica ambiental em que as empresas se encontram imersas, o ambiente decisório estratégico se apresenta como não estruturado e propício ao excesso de confiança de gestores (Simon & Houghton, 2003). Ao estudarem o processo decisório de 170 CEO de empresas americanas Langabeer II e Dellifraire (2011) verificaram que os CEOs otimistas tendem a se distanciar do modelo decisório racional, permitindo que os traços de sua personalidade atuem como engrenagens do processo decisório.

Durante o processo de tomada de decisão os gestores podem contar com o auxílio de três artifícios: a lógica, a estatística e as regras heurísticas (Guercini, 2012). Como elemento oriundo das heurísticas o excesso de confiança corresponde a uma dessas ferramentas, sendo apontado por Brown e Sarma (2007) como uma tendência entre as pessoas que exercem cargos de gestão.

As regras heurísticas podem constituir verdadeiras armadilhas psicológicas podendo minar estratégias relacionadas ao desenvolvimento de novos produtos, à aquisição de empresas e estratégias de alienação (Hammond, Keeney & Raiffa, 2006). No caso dos CEOs, o excesso de confiança tem seus efeitos relacionados à sua responsabilidade, tanto pela tomada de decisão sobre procedimentos, quanto sobre o desenvolvimento futuro da empresa (Čuláková et al., 2017).

Embora as decisões que compõem a estratégia constituam por si só um ambiente propício ao excesso de confiança, conforme demonstrado por Barnes Junior (1984) ao caracterizar a estratégia como uma espécie de aposta, a literatura, demonstra que algumas decisões estratégicas são mais propensas aos efeitos da confiança excessiva.

Diante das inúmeras possibilidades decisórias envolvendo uma empresa, seis delas correspondem a pontos decisivos capazes de fornecer vantagem competitiva para a organização: intensidade publicitária, intensidade de P&D, investimento em ativos fixos, estrutura de despesa, gestão de capital de giro e ciclo de produção e estrutura de capital.

Essas dimensões estratégicas estão relacionadas entre si e segundo Finkelstein e Hambrick (1990) quatro motivos as tornam aptas a serem estudadas: Elas são resultado do controle exercido pelo CEO; elas correspondem a importantes perspectivas do desempenho empresarial; elas se complementam e acima de permitem a coleta dos dados e tem comparabilidade confiável entre empresas do mesmo setor.

As decisões relacionadas a dimensão intensidade publicitária (volume de recursos destinados à publicidade e propaganda), 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). 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).

Quanto aos investimentos em pesquisa e desenvolvimento (P&D) espera-se que eles culminem em inovações em períodos posteriores ao do investimento, geralmente seus resultados não costumam ser visíveis de um ano para o outro, implicando em uma estratégia de longo prazo (Schimke & Brenner, 2014). Em um estudo desenvolvido por Del Monte e Papagni (2003) os autores concluíram que as empresas que investem em P&D apresentam uma taxa de crescimento maior que as empresas que não fazem tal investimento. A inovação alcançada por meio da P&D promove benefícios tanto tangíveis como intangíveis, de forma mais óbvia é incorporado a produtos e serviços ofertados pela empresa, e de forma não tão óbvia afetam rotinas e processos organizacionais (Lee, 2008). Ao relacionar as decisões acerca da intensidade publicitária ao excesso de confiança a literatura tem evidenciado que muitos dos avanços tecnológicos obtidos pelas empresas são influenciados pela confiança do CEO, a maior propensão ao risco faz com que eles estejam mais dispostos a investirem nessas atividades (Hirshleifer, Low & Teoh, 2008; Galasso & Simcoe, 2011; Herz, Schunk & Zehnder 2014).

Na dimensão estrutura de gastos, Souza (2011) aponta que cada setor de atividade demanda uma faixa de custos e despesas que podem comprometer a rentabilidade da organização, podendo os gestores utiliza-se de instrumentos estratégicos como a gestão de produtos, processos e pessoas, o gerenciamento de preços, a terceirização e a avaliação econômica de projetos. As decisões que envolvem a estrutura de gastos afetam intensamente a risco operacional e o lucro da empresa atribuindo importância a dimensão (Guerra, Rocha & Corrar, 2007).

Independentemente do setor, tamanho e objetivos sociais o capital de giro corresponde a uma preocupação de todas as empresas, ele retrata a necessidade de financiamento de curto prazo da empresa, atuando como um parâmetro vital para as decisões gerenciais da organização (Shrivastava, Kumar & Kumar, 2017). A viabilidade do negócio depende da capacidade de gerenciar com eficiência os recebíveis, estoques e contas a pagar, demandando muito esforço gerencial para trazer ativo circulante e passivos circulantes para um nível ideal, isto é, um nível de equilíbrio entre risco e eficiência, possibilitando às empresas a reduzirem custos ou aumentar a quantidade de fundos disponíveis (Filbeck & Krueger, 2005). Mesmo que 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, suas contribuições se estendem a essa dimensão, ao investigarem o financiamento por meio de recursos internos, os autores concluíram que as empresas com CEOs excessivamente confiantes tendem a pagar menos dividendos, utilizando esses recursos fonte de financiamento interna.

No que tange os investimentos em ativos fixos, Edwards e Holt (2008) salientam que decisões eficientes devem levar em consideração o design, aquisição, manutenção, instalação desses equipamentos. Também deve seguir os mesmos princípios empregados na avaliação de outros investimentos, tornando-se válida a análise do binômio risco e retorno (Kahraman, 2011). Nesta dimensão estratégica, a confiança do gestor é apontada por Malmendier e Tate (2005) e Eichholtz e Yönder (2011) como motivador para maiores investimentos.

A última dimensão a ser estudada refere-se a estrutura de capital que dependem de um conjunto complexo de fundamentos teóricos e considerações práticas e não devem ocorrer ao acaso devido sua conotação estratégica (Stretcher & Johnson, 2011; Junqueira et al., 2017). As decisões devem partir da premissa que as características inerentes às fontes de financiamento

devem ser ponderadas, uma vez que cada uma delas implica em uma série de benefícios, custos, risco e obrigações distintas (Fonseca, Silveira & Hiratuka, 2016). Na literatura comportamental a estrutura de capital corresponde a decisão mais relacionada ao excesso de confiança, autores como Ben-David, Graham e Harvey (2007), Costa, Correia e Lucena (2017) e Silva et al. (2017) demonstram que gestores otimistas tendem a utilizar-se de uma maior proporção de capital de terceiros.

### 3 METODOLOGIA

A pesquisa foi desenvolvida com empresas brasileiras de capital aberto listadas na Brasil, Bolsa, Balcão (B3) e observando a disponibilidade de dados e os valores das vendas e do ativo imobilizado. Considerando o cálculo das dimensões estratégicas e do índice geral de confiança (IGC) os valores das vendas e do imobilizado deveriam ser diferentes de 0.

Do total de 289 empresas não financeiras listadas de capital aberto listadas na B3, 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 partir das bases de dados da *Thomson Reuters*<sup>®</sup> e *Economática*<sup>®</sup> e das Demonstrações Financeiras Padronizadas, dos Formulários de Referência e também dos Relatórios da Administração, disponíveis no *site* da CVM foram coletadas informações referente ao período de 2011 a 2017.

Para que se pudesse quantificar as dimensões estratégia empresarial foram utilizados 6 indicadores objetivos definidos a partir dos trabalhos de Finkelstein e Hambrick (1990), Carpenter (2000), Zhang (2006), Zhang e Rajagopalan (2010) e Wang e Jiang (2017) e calculadas conforme indicado na tabela 1.

Tabela 1 - 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).

Quanto ao excesso de confiança dos gestores, objetivando a redução da probabilidade de obtenção de relações espúrias e considerando o fato de se tratar de um traço de personalidade,

cuja mensuração é problemática, a presente pesquisa utiliza-se de três *proxies* diferentes para mensurar o excesso de confiança.

A primeira *proxy* utilizada corresponde ao **índice geral de confiança (IGC)**, desenvolvida por Kermani, Kargar e Zarei (2014) calculado conforme equação 1, se baseia nos achados de Malmendier e Tate (2005, 2008), os quais sugerem que gestores excessivamente confiantes apresentam maior propensão a fazer o investimento em ativos, principalmente quando inexistem fontes externas de financiamento, uma vez que eles subestimam sua capacidade de gerar retornos.

$$\Delta \text{Vendas}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \Delta \text{Ativos}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

De acordo a metodologia proposta, a variação das vendas ( $\Delta \text{Vendas}_{it}$ ) é explicada pela variação do total de ativos ( $\Delta \text{Ativos}_{it}$ ). Ambas as variações foram calculadas mediante pela variação apresentada pela empresa *i* no tempo *t* e *t-1*, dividido pelo valor apresentado no tempo *t-1*. O  $\beta_0$  corresponde ao intercepto da regressão e o  $\varepsilon_{it}$  são os resíduos do modelo e os indicadores do excesso de confiança. Resíduos positivos indicam investimento excessivo em ativos, implicando no excesso de confiança do CEO. Já quando os resíduos são negativos eles indicam menor investimento em ativos, indicando menor confiança por parte dos gestores.

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.

Tabela 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).

Cada dimensão apresentada na tabela, corresponde a um perfil característico do CEO excessivamente confiante, assim como demonstrado na literatura e visível em pesquisas como Hardies, Breesch e Branson (2012), Mishra e Metilda (2015), Prims e Moore (2017). O índice de confiança excessiva é obtido a partir da soma das pontuações.

A terceira *proxy* utilizada para caracterizar o excesso de confiança corresponde à variável binária denominada **gestor empreendedor (GE)**, cujo fundamento teórico pode ser percebido no trabalho de Salamouris (2013) ao expressar que pessoas que gerem seu próprio negócio são mais propensas a sobrestimarem suas habilidades. A variável GE é baseada no trabalho de

Barros e Silveira (2008) e assume o valor de 1, quando o CEO é o acionista majoritário, ou quando o CEO e o dono da organização são as mesmas pessoas.

Além das variáveis de estratégia e de excesso de confiança, nas análises desenvolvidas foram consideradas oito variáveis de controle relacionada ao processo decisório dos gestores.

**Tabela 3 - Variáveis de controle**

Variável	Abreviação	Definição	Relação esperada	Referência
CEO tenure	CEO_TEN	Tempo de mandato de CEO.	(-)	Wiersema e Bantel (1992); Ocasio (1999); Finkelstein e Hambrinck (1990); Zhang (2006); Herrmann e Nadkarni (2014); Wang e Jiang (2017);
Grau de educação do CEO	CEO_EDU	Dummy 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).
Tunorve do CEO	TUN_CEO	Dummy 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	Dummy 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).

Considerando que cada decisão estratégica analisada estar diretamente relacionada ao setor de atividade onde a empresa desenvolve atividade (Scherer, 1965; Movrommati & Papadoulos, 2005; Moura, Mecking & Scarpim, 2013; Chen, Jiang & Lin, 2014) também foram utilizadas como variáveis de controle as grandes categorias econômicas do IBGE (2013) e Produto Interno Bruto (PIB).

Para relacionar o excesso de confiança as decisões estratégicas foram utilizadas regressões múltiplas estimadas pelo método dos mínimos quadrados ordinários (MQO), conforme descrito na equação 2.

$$\text{Decisão estratégica} = \beta_0 + \beta_1 * \text{Excesso de confiança} + \beta_2 * \text{CEO\_TEN}_{it} + \beta_3 * \text{CEO\_EDU}_{it} + \beta_4 * \text{TUN\_CEO}_{it} + \beta_5 * \text{CEO\_COO}_{it} + \beta_6 * \text{TAM\_EMP}_{it} + \beta_7 * \text{TAM\_CON}_{it} + \beta_8 * \text{IND\_CON}_{it} + \beta_9 * \text{DES\_ANT}_{it} + \beta_{10} * \text{GRU\_ECO}_{it} + \beta_{11} * \text{PIB} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

O modelo econométrico foi desenvolvido com objetivo de retratar as características que afetam o poder de decisão CEO em cada uma das dimensões estratégicas estudadas. 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).

#### 4 ANÁLISE DOS DADOS

Na tabela 4 estão dispostas a média, o desvio padrão, o ponto de máximo e o ponto de mínimo dos indicadores das dimensões estratégicas estudadas, do excesso de confiança e das variáveis de controle utilizadas.

Tabela 4 - 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).

A análise descritiva apresentada na tabela 4 está segregada por blocos, sendo primeiro deles composto pelos indicadores objetivos da estratégia empresarial.

Com relação a primeira dimensão estratégica denominada intensidade publicitária (INT\_PUL), verifica-se a partir da média que o percentual médio gasto com publicidade é de 0,8%. Quanto ao ponto de mínimo, o valor 0 demonstra a existência de empresas que não se utiliza desse tipo de estratégia, sendo esse um reflexo das estruturas de mercado onde as empresas atuam, setores de menor concorrência tendem a efetuarem menores gastos com publicidade (Mavrommati & Papadopoulos, 2005). Já o ponto de máximo menor que 1, sugere que todos os gastos efetuados com publicidade foram recuperados, isto é, foram inferiores às vendas, porém, não é correto 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 ocorrerem (Guenther & Guenther, 2018).

A segunda dimensão estratégica, denominada intensidade de P&D (INT\_PED), apresentou o ponto de mínimo igual a zero, implicando em uma estratégia não se tratar de uma estratégia universal, além disso a média de 0,0036, quando comparada as demais decisões sugere que se trata de uma estratégia de menor frequência, sendo consistentes com os achados



de Quandt, Silva Junior e Procopiuck (2008) ao destacarem o baixo grau de recurso destinados a investimento em P&D por empresas brasileiras, principalmente quando comparadas aos países de BRICs.

Com relação à terceira dimensão estratégica, denominada investimento em ativos fixos (INV\_ATI), a média obtida foi de 0,6056, indicando 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).

Quando 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”, observada quatro empresas diferentes.

A quinta decisão estratégica corresponde à gestão do capital de giro e ciclo de produção (CAP\_GIR), baseada na premissa de que a gestão eficiente do capital de giro promove uma maior média de giros de estoques, a média do giro de estoque foi 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. A luz das teorias sobre a estrutura de capital o resultado é compatível com a premissa da Teoria do *Perking Order*, que preconiza o uso de recursos de origem interna devida a menor custo de informação (Ramjee & Gwatidzo, 2012).

No segundo bloco de variáveis da tabela 4 estão as informações relacionadas as *proxies* para o excesso de confiança. A primeira *proxy*, índice geral de confiança (IGC) apresentou média negativa e próxima a zero ( $-3,79e^{-10}$ ), assemelhando-se aos resultados encontrados por Tonin et al. (2016) ao analisar empresas brasileiras. Já em relação ao trabalho de Kermani, Kargar e Zarei (2014), os assemelham-se apenas em relação ao sinal negativo.

Conforme apontado por Tonin et al. (2016), à medida que o valor de IGC aumenta, a confiança dos gestores também aumenta, se compararmos os resultados obtido no presente trabalho com os resultados obtidos no trabalho de Kermani, Kargar e Zarei (2014) os dados sugerem que os gestores brasileiros são mais excessivamente confiantes do que os gestores americanos pesquisados pelos autores. Ainda de acordo com o ICG, e metodologia empregada no índice permitiu identificar que 85,9% dos gestores são excessivamente confiante.

Quanto ao índice de excesso de confiança, a média obtida de 58,04, se demonstrou próximo ao valor de 59,45, encontrado por Costa, Correia e Lucena (2017). 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).

Assim com a variável IGC, a variável *dummy* gestor empreendedor (GE) também classifica os gestores entre otimistas e pessimistas, porém, diferentemente do IGC que se trata de uma variável mais abrangente englobando a gestão empresarial como um todo (isto é, o CEO, o conselho da administração e a diretoria), 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 de Brown e Sarma (2007).

Embora as proposições acerca do excesso de confiança não sejam claras quanto a sua eliminação ou redução, Brown e Sarma (2007) esclarece que existem duas premissas básicas a

seu respeito: tratar-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.

Conforme descrito na metodologia da pesquisa, para analisar as relações entre as variáveis foram utilizadas regressões múltiplas. Cada variável utilizada para mensurar o excesso de confiança foi tratada de forma dissociada, e na tabela 5 estão as primeiras regressões efetuadas com a variável IGC como *proxy* para o excesso de confiança.

**Tabela 5 – Análise da influência do excesso de confiança nas decisões estratégicas com base no índice geral de confiança (IGC)**

Regressões	1	2	3	4	5	6
Variável Dependente	INT_PUB	INT_PED	INV_ATI	EST_GAS	CAP_GIR	EST_CAP
IGC	-0,0001* [-1,70]	0,0000 [-0,06]	0,0016 [0,72]	0,0145 [0,06]	-0,0094*** [-2,76]	-0,008* [-1,94]
CEO_TEN	-0,0001 [-0,36]	0,0000 [1,03]	-0,0020 [-0,98]	-0,0079 [-0,38]	-0,0011 [-0,35]	-0,0092** [-2,30]
CEO_EDU	-0,0002 [-0,03]	-0,0013 [-0,77]	-0,0486* [-1,88]	-0,3835* [-1,73]	0,0853* [1,83]	-0,0479 [-0,87]
TUN_CEO	0,0007 [0,46]	0,0003 [1,05]	0,0029 [0,19]	0,7226 [1,49]	0,0109 [0,19]	0,0063 [0,16]
CEO_COO	-0,0062*** [-3,41]	-0,0012 [-1,04]	-0,0287 [-1,43]	1,5007* [1,73]	-0,1425*** [-3,03]	0,2413*** [3,40]
TAM_EMP	0,0006* [1,86]	0,0000 [-0,44]	-0,0108*** [-3,02]	-0,3717** [-2,31]	-0,0576*** [-3,18]	-0,0538** [-2,58]
TAM_CON	-0,0005*** [-4,53]	0,0000 [0,40]	-0,0007 [-0,44]	0,0353 [1,17]	-0,0042 [-1,73]	0,0039 [1,21]
IND_CON	0,0004 [1,53]	-0,0001 [-1,08]	-0,0011 [-0,34]	0,1033 [1,14]	0,0404*** [4,33]	-0,0155*** [-3,05]
DES_ANT	-0,0048 [-1,51]	-0,0033 [-1,13]	0,0521 [1,45]	-2,9853** [-2,52]	-0,2999*** [-2,95]	-1,6312*** [-3,62]
PIB	0,0000 [0,45]	0,0000 [0,07]	-0,0020 [-1,20]	-0,1850 [-0,35]	-0,0019 [-0,67]	0,0057 [1,52]
BENS DE CAPITAL	0,0033*** [2,99]	-0,0004 [-0,51]	-0,1010*** [-5,34]	0,1964 [0,25]	-0,0726*** [-3,16]	0,1366** [2,35]
BENS DE CONSUMO	0,0152*** [8,89]	0,0002 [1,05]	-0,1199*** [-6,21]	-0,7635 [-1,51]	0,3389*** [5,15]	0,0420 [1,11]
BENS NÃO ESPECIFICADOS	0,0021*** [2,08]	0,0005 [1,17]	-0,0862*** [-4,41]	-0,6581 [-1,55]	-0,1484*** [-5,88]	0,0093 [0,21]
INTERCEPTO	-0,0001 [-0,02]	0,0017 [0,75]	0,7947*** [17,44]	3,3766*** [0,003]	0,6081*** [3,35]	1,1385*** [6,21]
EFEITOS FIXOS	Ano	-	Ano	Ano	Ano	Ano
Observações	1462	1223	1462	1462	1462	1462

Teste F	6.38***	1,56	4,90***	1,16	7,07***	4,23***
R quadrado ajustado	0,0969	0,0059	0,0768	0,039	0,1420	0,2742

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 ano nas regressões, com exceção da segunda regressão cujos efeitos foram aleatórios; 3- Devido a problemas de heterocedasticidade e autocorrelação, utilizaram-se o erro robustos de *Newey-West*; 5 – Os asteriscos indicam o grau de significância: \*\*\* significativo a 1%; \*\* significativo a 5%; \* significativo a 10%.

Fonte: Elaboração própria (2019).

Dentre as seis regressões apresentadas na tabela 5, as regressões 2 e 4 cuja variável dependente estava relacionada a dimensão da intensidade publicitária e da estrutura de gastos, apresentaram coeficiente de determinação próximo a zero, e o teste F não foi estatisticamente significativo, implicado na incompatibilidade dos dados com o modelo proposto. As regressões 1,3,5,6 todas apresentaram coeficiente de determinação diferente de zero e estatística F significativa, porém a variável IGC só foi significativa nas regressões 1,5,6.

Na regressão 1 a variável dependente intensidade publicitária está relacionada aos gastos efetuados pela empresa em propagandas e campanhas publicitárias, que em um contexto geral, são apontados por Mavrommati e Papadopoulos (2005) como característicos de mercados competitivos sendo capazes de impactar a o custo total das empresas e as preferências do consumidor. Embora sejam as peças publicitárias a grande responsável por apresentar informações aos consumidores acerca de um produto ou serviço, os valores gastos também atuam como um sinalizador para o consumidor. Segundo Koetz, Santos e Cliquet, (2015) os consumidores podem usar o valor gasto com publicidade como um indicador da qualidade do produto.

Bastante associada ao valor das vendas (Johansson, 1979; Mavrommati & Papadopoulos, 2005; Assaf et al., 2015), os gastos com publicidade são propícios ao desenvolvimento do excesso de confiança. De acordo com Kirmani (1990) os orçamentos das empresas são definidos independente do volume de venda, onde a confiança do gestor no produto é um fator decisor do volume a ser gasto. Quanto maior a confiança do CEO, maior o valor destinado. Contrariando essa corrente de pensamento o resultado obtido na tabela 5 apresentou sinal negativo, implicando que gestores excessivamente confiantes destinam menor proporção de recursos a publicidade. Uma explicação alternativa para o resultado pode ser tirada a partir da mesma relação de venda e publicidade utilizada por Kirmani (1990), o CEO pode confiar no produto de maneira a acreditar na inexistência de razões para efetuar tais gastos.

Com relação a regressão 5, cuja variável dependente representa a gestão do capital de giro e o ciclo de produção e está diretamente relacionada às estratégias de financiamento de uma organização, representando os recursos originados internamente. 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).

No que diz respeito a essa decisão estratégica 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. Através de uma gestão eficiente o gestor consegue promover uma maior rotatividade de estoque e conseqüentemente aumentar a quantidade de recursos gerados internamente reduzindo a dependência dos recursos externos.

Ao analisar a relação do excesso confiança do gestor com a gestão de capital de giro representada pelo giro de estoque, os resultados indicam que os gestores mais otimistas têm maiores dificuldades de promover giros no estoque. Ao relacionar o resultado obtido com a

literatura que versa sobre o excesso de confiança, verifica-se que nos trabalhos de Ben-David, Graham e Harvey (2007), Deshmukh, Goel e Howe (2013) e Chen, Zheng e Wu (2011) ao estudarem o financiamento de empresas os autores ao estudarem a distribuição de lucro verificaram que os gestores otimistas tendem a reter capital e a optarem por financiamento interno, porém os resultados aqui sugerem que embora a literatura demonstrem tais preferências os gestores têm dificuldades de gerar recursos internos, além disso, verifica-se que a dificuldade de promover giros no estoques expõe as empresas ao risco reduzindo a liquidez.

Em relação a estrutura de capital, o resultado da regressão 6 demonstrou contrária a literatura inerente aos trabalhos de Ben-David, Graham e Harvey (2007) e Silva et al. (2017), porém apresentou congruência com os achados obtidos em relação ao capital de giro e ao trabalho de Costa, Correia e Lucena (2017) onde os gestores excessivamente confiantes optam por menor alavancagem. A relação obtida é consistente com a relação obtida na regressão 5 da gestão de capital de giro, onde a menor disponibilidade de recursos internos obriga as empresas as utilizarem recursos externos de maior custo e maior assimetria informacional.

A tabela 6 apresentada na sequência, demonstra os resultados das regressões, também baseadas na equação 2, porém substituindo o índice geral de confiança pelo índice de confiança excessiva.

**Tabela 6 – Análise da influência do excesso de confiança nas decisões estratégicas com base no índice de confiança excessiva (IEC)**

Regressão	1	2	3	4	5	6
Variável dependente	INT_PUB	INT_PED	INV_ATV	EST_GAS	CAP_GIR	EST_CAP
IEC	0,0000 [-0,50]	0,0000 [0,64]	-0,0004 [-0,60]	0,0503 [1,47]	-0,0041 [-1,60]	-0,0004 [-0,14]
CEO_TEN	0,0000 [-0,29]	0,0000 [0,95]	-0,0019 [-0,92]	-0,0262 [-1,38]	0,0005 [0,18]	-0,0090** [-2,35]
CEO_EDU	-0,0002 [-0,03]	-0,0013 [-0,77]	-0,0481 [-1,86]	-0,4444* [-1,69]	0,0901* [1,85]	-0,0414 [-0,85]
TUN_CEO	0,0007 [0,43]	0,0003 [1,12]	0,0019 [0,12]	0,8282* [1,66]	0,0028 [0,05]	0,0059 [0,15]
CEO_COO	-0,006*** [-3,31]	-0,0013 [-1,02]	-0,0260 [-1,24]	1,1257 [1,59]	-0,1100*** [-2,61]	0,2461*** [4,02]
TAM_EMP	0,0006* [1,87]	0,0000 [-0,39]	-0,0110*** [-3,08]	-0,3612** [-2,36]	-0,5790*** [-3,15]	-0,0533** [-2,58]
TAM_CON	-0,0005*** [-4,52]	0,0000 [0,34]	-0,0006 [-0,40]	0,0258 [1,02]	-0,0033 [-1,32]	0,0041 [1,36]
IND_CON	0,0003 [1,48]	-0,0001 [-1,12]	-0,0012 [-0,37]	0,1293 [1,37]	0,0378*** [4,35]	-0,0162*** [-2,92]
DES_ANT	-0,0046 [-1,47]	-0,0032 [-1,14]	0,0510 [1,41]	-3,0905** [-2,52]	-0,2818*** [-2,91]	-1,6213*** [-3,60]
PIB	0,0000 [0,38]	0,0000 [0,06]	-0,0019 [-1,18]	-0,0124 [-0,23]	-0,0028 [-0,97]	0,0052 [1,37]
BENS DE CAPITAL	0,0035*** [2,98]	-0,0004 [-0,51]	-0,1004*** [-5,24]	0,0787 [0,11]	-0,0609*** [-2,61]	0,1396** [2,56]
BENS DE CONSUMO	0,0152*** [8,66]	0,0003 [1,09]	-0,1214*** [-6,23]	-0,6051 [-1,21]	0,3268*** [5,31]	0,0414 [1,04]
BENS NÃO ESPECIFICADOS	0,0064***	0,0005	-0,861***	-0,6827	-0,1457***	0,0102

	[2,99]	[1,17]	[-4,41]	[-1,60]	[-5,80]	[0,22]
INTERCEPTO	0,00127	0,0011	0,8186***	0,5192	0,8394***	1,1598***
	[0,14]	[0,49]	[13,06]	[0,38]	[2,75]	[5,48]
EFEITOS FIXOS	Ano	-	Ano	Ano	Ano	Ano
Observações	1462	1223	1462	1462	1462	1462
Teste F	6,41***	0,78	4,89***	1,14	7,02***	5,44***
R quadrado ajustado	0,968	0,0058	0,0766	0,044	0,1436	0,2726

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 ano nas regressões, com exceção da segunda regressão cujos efeitos foram aleatórios; 3- Devido a problemas de heterocedasticidade e autocorrelação, utilizaram-se o erro robustos de *Newey-West*; 5 – Os asteriscos indicam o grau de significância: \*\*\* significativo a 1%; \*\* significativo a 5%; \* significativo a 10%.

Fonte: Elaboração própria (2019).

Dentre as regressões dispostas na tabela 6, as regressões para as dimensões investimento em P&D (regressão 2) e estrutura de gastos (regressão 4) apresentaram coeficiente de determinação próximo a 0 e estatística F insignificante, assim como ocorrido nas regressões apresentadas na tabela 5.

Ao comparar os resultados obtidos com os resultados das regressões dispostas na tabela 5 verifica-se que o sinal do coeficiente da intensidade publicitária demonstrou contrário ao encontrado anteriormente, implicando na falta de persistência dos resultados, já o sinal dos coeficiente da gestão de capital de giro e ciclo de produção e da estrutura de capital demonstrou persistência em relação a anterior, entretanto, diferente do índice geral de confiança o índice de excesso de confiança de Costa, Correia e Lucena (2017) não foi significativo em nenhuma das regressões, impossibilitando que se estabeleça a relação entre o excesso de confiança mensurado pelo ICE e as decisões estratégicas analisadas.

A próxima análise apresentada está disposta na tabela 7, evidencia a relação do excesso de confiança e as decisões estratégicas, tendo como base a variável *dummy* gestor empreendedor.

**Tabela 7 – Análise da influência do excesso de confiança nas decisões estratégicas com base na variável *dummy* gestor empreendedor (GE)**

Regressões	1	2	3	4	5	6
Variável dependente	INT_PUB	INT_PED	ATI_FIX	EST_GAS	CAP_GIR	EST_CAP
GE	0,0038***	0,0001	0,0295**	0,3021	-0,0296	-0,0774**
	[2,69]	[0,19]	[2,14]	[1,02]	[-0,66]	[-2,24]
CEO_TEN	-0,0001	0,0000	-0,0022	-0,0096	-0,0009	-0,0088**
	[-0,50]	[1,00]	[-1,05]	[-0,47]	[-0,29]	[-2,27]
CEO_EDU	0,0008	-0,0013	-0,0408	-0,3035	0,0773	-0,0623
	[0,11]	[-0,76]	[-1,53]	[-1,59]	[1,57]	[-1,31]
TUN_CEO	0,0011	0,0003	0,0055	0,7491	0,0089	-0,0002
	[0,69]	[1,17]	[0,35]	[1,53]	[0,16]	[-0,01]
CEO_COO	-0,0063***	-0,0012	-0,0296	1,4917*	-0,1400***	0,2444***
	[-3,40]	[-1,04]	[-1,48]	[1,73]	[-2,99]	[3,46]
TAM_EMP	0,0006*	0,0000	-0,0109***	-0,3721**	-0,057***	-0,0534**
	[1,91]	[-0,40]	[-3,07]	[-2,32]	[-3,16]	[-2,57]
TAM_CON	-0,0005***	0,0000	-0,0005	0,0371	-0,0043*	0,0035
	[-4,39]	[0,45]	[-0,32]	[1,18]	[-1,71]	[1,05]

IND_CON	0,0004 [1,61]	-0,0001 [-1,10]	-0,0008 [-0,25]	0,1060 [1,17]	0,0397*** [4,32]	-0,0165*** [-3,09]
DES_ANT	-0,0057* [-1,79]	-0,0032 [-1,13]	0,0420 [1,19]	-3,0863** [-2,54]	-0,2808*** [-2,92]	-1,6005*** [-3,55]
PIB	0,0001 [0,57]	0,0000 [0,03]	-0,0017 [-1,07]	-0,0163 [-0,30]	-0,0025 [-0,88]	0,0049 [1,31]
BENS DE CAPITAL	0,0033*** [2,80]	-0,0004 [-0,51]	-0,1026*** [-5,41]	0,1798 [0,23]	-0,0690*** [-3,02]	0,1420** [2,46]
BENS DE CONSUMO	0,0154*** [8,98]	0,0002 [110]	-0,1191*** [-6,19]	-0,7545 [-1,51]	0,3389*** [5,19]	0,0401 [1,07]
BENS NÃO ESPECIFICADOS	0,0075*** [3,20]	0,0005 [1,13]	-0,0783*** [-3,98]	-0,5774 [-1,51]	-0,1557*** [-5,06]	-0,0110 [-0,24]
INTERCEPTO	-0,0037 [-0,45]	0,0016 [0,70]	0,7682*** [16,26]	3,1050*** [3,08]	0,6317*** [3,02]	1,2065*** [6,52]
EFEITOS FIXOS	Ano	-	Ano	Ano	Ano	Ano
Observações	1462	1223	1462	1462	1462	1462
Teste F	6,47***	0,91	5,04***	1,17	7,46***	5,25***
R quadrado ajustado	0,1044	0,0056	0,0809	0,027	0,1403	0,2761

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 ano nas regressões, com exceção da segunda regressão cujos efeitos foram aleatórios; 3- Devido a problemas de heterocedasticidade e autocorrelação, utilizaram-se o erro robustos de *Newey-West*; 5 – Os asteriscos indicam o grau de significância: \*\*\* significativo a 1%; \*\* significativo a 5%; \* significativo a 10%.

Fonte: Elaboração própria (2019).

Assim como ocorrido nas tabelas 5 e 6 às regressões referentes as dimensões da intensidade de P&D e da estrutura de gastos apresentaram coeficiente de determinação próximo a zero e o teste F não foi significativo, implicando na irrelevância das variáveis constantes no modelo. Quanto as demais regressões todos os coeficientes de determinação foram diferentes de 0 e o teste F foi estatisticamente significativo.

Embora os modelos das regressões 1, 3, 5 e 6 tenham sido significativos a variável de GE só foi significativa nas regressões 1 (intensidade publicitária), 3 (investimento ativo fixo), e 6 (estrutura de capital).

A intensidade publicitária ao longo das três análises apresentou inconsistência em seus resultados, embora quando mensurado pelos IGC e pela variável GE ela tenha sido significativa, os sinais dos coeficientes dessas variáveis foram contrários, implicando na impossibilidade de inferência sobre os resultados alcançados.

Quanto aos investimentos em ativos fixo, embora ao longo das análises tenha ocorrida a mudança de sinal do coeficiente, quando mensurado o excesso de confiança foi mensurado pelo IGC (o coeficiente não foi estatisticamente significativo), pode-se afirmar que os resultados encontrados são condizentes com a literatura que versam sobre o excesso de confiança, e que os gestores excessivamente confiantes tendem a efetuarem maiores investimentos. Como consequência da relação obtida, verifica-se que por se tratarem de investimento relacionados ao ativo fixo, essa relação expõe a empresa a maior risco oriundo do custo de oportunidade originado de irreversibilidade das imobilizações (Lyra & Olinquevitch, 2007), dessa forma o excesso de confiança do gestor pode significar a perda recursos oriundo da não obtenção de benefícios futuros e pela retenção de grandes somas de capital.

A gestão de capital de giro e ciclo de produção apresentou consistência ao longo da análise. Em todas as regressões (regressão 5; Tabelas 5,6,7) o sinal negativo se manteve para as três *proxies* para o excesso de confiança dos gestores (IGC, IEC e GE), porém apenas só se

obteve significância estatística quando o excesso de confiança foi mensurado pela variável IGC. O otimismo do gestor promove dificuldade na gestão de capital de giro, cuja relevância e fundamental dentro da organização, de acordo com 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. Os gestores otimistas comprometam a liquidez empresarial promovendo menores giros no estoque, além disso expõem as empresas ao maior risco de falência.

A última dimensão estratégica estudada, foi estrutura de capital, que de acordo com a literatura espera-se a existência de uma relação positiva com a confiança dos gestores. De acordo com preceitos comportamentais os gestores otimistas subestimem o risco do capital de terceiros e optem por estruturas mais alavancadas (Ben-David, Graham & Harvey, 2007), implicando em uma decisão emocional, porém segundo a teoria racional do *Pecking Order* que trata sobre as decisões de estrutura de capital a maior alavancagem é resultado de uma ordem de preferência das fontes de financiamento (Ramjee & Gwatidzo, 2012).

De acordo com os modelos regressivos que possuíam a dimensão da estrutura de capital como variável dependente a relação negativa persistente e significativa quando o excesso de confiança foi mensurado pelas variáveis IGC e GE conforta a ideia comportamental e converge com a ideia racional. Considerando os recursos internos como prioritários, ao passarem a optar por recursos de maior assimetria informacional e maior custo eles desviam da decisão ideal, onerando a empresa e afetando seu desempenho.

Em contexto geral, verifica-se que cada perspectiva empresarial é impactada pela personalidade do CEO de maneira distinta e embora não seja totalmente maléfico, o excesso de confiança conduz ao erro e expõem as empresas ao risco.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Das deliberações do CEO depende o futuro da empresa e de sua própria carreira, cada decisão possui implicações significativa que podem comprometer a rentabilidade e sustentabilidade da entidade. Escolhas precisas e ideais devem fazer parte da rotina dos gestores, sendo a lógica, ou a racionalidade sua grande aliada na busca pela decisão ideal.

Embora uma decisão ideal não implique obrigatoriamente na obtenção de resultados favoráveis, ela assegura que dentro das possibilidades disponíveis a escolha mais adequada foi feita, reduzindo a possibilidade de erros. Porém a natureza emocional e a habilidade cognitiva limitada promovem no ser humano os desvios de comportamento capaz de afastá-lo racionalidade e prejudicando as decisões tomadas.

O excesso de confiança como um dos fatores emocionais capazes de afetar o processo decisório, possui implicações significativas no ambiente corporativo, motivando a presente pesquisa a relação entre o excesso de confiança dos gestores de empresas brasileiras de capital aberto nas decisões estratégicas empresariais.

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 está relacionada ao 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 excesso de confiança demonstrou influenciar positivamente os investimentos em ativos fixo e negativamente em gestão de capital de giro e ciclo de produção e a estrutura de capital

Além também foi possível verificar que o excesso de confiança não é generalizado entre os gestores e que embora eles tenham tendência ao viés cognitivo as empresas podem eliminar seus efeitos através da substituição do CEO.

## REFERÊNCIAS

- Abramczuk, A. A. (2009) *A Prática da Tomada de Decisão*. São Paulo: Atlas.
- Andrews, K. R. (2005). The concept of corporate strategy. In: FROSS, N. J., *Resources firms and strategies: A Reader in the resource-based perspective* (2a ed., Cap. 5., p. 52-59). Nova York: Oxford University Press.2005.
- Araújo, J. G., Confessor, K. L. A., Santos, J. F., Oliveira, M. R. G., & Prazeres, R. V. (2017). A estrutura de capital e a governança: análise dos conselhos administração e estrutura de propriedade nas empresas listadas no IBRX-100. *Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade*, 7(2), 121-140.
- Assaf, A. G., Josiassen, A., Mattila, A. S., & Cvelbar, L. K. (2015). Does advertising spending improve sales performance?. *International Journal of Hospitality Management*, 48, 161-166.
- Barnes Jr, J. H. (1984). Cognitive biases and their impact on strategic planning. *Strategic Management Journal*, 5(2), 129-137.
- Barros, A. B. D. C., & Di Miceli da Silveira, A. (2008). Excesso de confiança, otimismo gerencial e os determinantes da estrutura de capital. *Revista Brasileira de Finanças*, 6(3).
- Bazerman, Max H.; Moore, Dom (2014). *Processo decisório* (8a ed.) Rio de Janeiro: Elsevier.
- Ben-David, I., Graham, J. R., & Harvey, C. R. (2007). *Managerial overconfidence and corporate policies* (No. w13711). National Bureau of Economic Research.
- Bratianu, C. (2015). Developing strategic thinking in business education. *Management Dynamics in the Knowledge Economy*, 3(3), 409.
- Brown, R., & Sarma, N. (2007). CEO overconfidence, CEO dominance and corporate acquisitions. *Journal of Economics and business*, 59(5), 358-379.
- Carpenter, M. A. (2000). The price of change: The role of CEO compensation in strategic variation and deviation from industry strategy norms. *Journal of Management*, 26(6), 1179-1198.
- Chambers, J. R., & Windschitl, P. D. (2004). Biases in social comparative judgments: the role of nonmotivated factors in above-average and comparative-optimism effects. *Psychological bulletin*, 130(5), 813.
- Chen, J., Jiang, C., & Lin, Y. (2014). What determine firms' capital structure in China?. *Managerial Finance*, 40(10), 1024-1039.
- Chen, S., Zheng, H., & Wu, S. (2011). Senior manager overconfidence, managerial discretion and dividend policy: A study of Chinese listed companies. *African Journal of Business Management*, 5(32), 12641-12652.
- Costa, I. L. S.; Correia, T. S.; Lucena, W. G. L. (2017). O Impacto do Excesso de Confiança na Estrutura de Capital: Evidências no Brasil e nos Estados Unidos. In: Congresso Anpcont.
- Čuláková, T., Kotrus, P., Uhlířová, A., & Jirásek, M. (2017). The overconfidence bias and CEO: a literature overview.



- Daily, C. M., McDougall, P. P., Covin, J. G., & Dalton, D. R. (2002). Governance and strategic leadership in entrepreneurial firms. *Journal of management*, 28(3), 387-412.
- Del Monte, A., & Papagni, E. (2003). R&D and the growth of firms: empirical analysis of a panel of Italian firms. *Research policy*, 32(6), 1003-1014.
- Deshmukh, S., Goel, A. M., & Howe, K. M. (2013). CEO overconfidence and dividend policy. *Journal of Financial Intermediation*, 22(3), 440-463.
- Edwards, D. J., & Holt, G. D. (2008). Protecting capital investment in plant and equipment: case study observations of post-theft recovery. *Journal of Financial Management of Property and Construction*, 13(2), 96-110.
- Eichholtz, P., & Yonder, E. (2011, September). CEO Overconfidence, Corporate Investment Activity, and Performance: Evidence from REITs. In *The 2011 Annual Meeting of the Academy of Behavioral Finance & Economics* (p. 128).
- Filbeck, G., & Krueger, T. M. (2005). An analysis of working capital management results across industries. *American Journal of Business*, 20(2), 11-20.
- Finkelstein, S., & Hambrick, D. C. (1990). Top-management-team tenure and organizational outcomes: The moderating role of managerial discretion. *Administrative science quarterly*, 484-503.
- Fonseca, C., Silveira, R., & Hiratuka, C. (2016). A relação entre a governança corporativa e a estrutura de capital das empresas brasileiras no período 2000-2013. *Enfoque: reflexão contábil*, 35(2).
- Fusco, J. P. A. (1996). Necessidade do capital de giro e nível de vendas. *Revista de Administração de empresas*, 36(2), 53-66.
- Galasso, A., & Simcoe, T. S. (2011). CEO overconfidence and innovation. *Management Science*, 57(8), 1469-1484.
- Guenther, P., & Guenther, M. (2018). Isolating the value-relevant part of advertising spending. *European Journal of Marketing*, 52(7/8), 1625-1650.
- Guercini, S. (2012). New approaches to heuristic processes and entrepreneurial cognition of the market. *Journal of Research in Marketing and Entrepreneurship*, 14(2), 199-213.
- Guerra, A. R., Rocha, W., & Corrar, L. J. (2007). Análise do impacto das variações de receitas nos lucros das empresas com diferentes estruturas de custos. *RAUSP Management Journal*, 42(2), 227-238.
- Hambrick, D. C. (1982). Environmental scanning and organizational strategy. *Strategic Management Journal*, 3(2), 159-174.
- Hammond, J. S., Keeney, R. L., & Raiffa, H. (2006). The hidden traps in decision making. *Harvard business review*, 76(5), 1-10.
- Hardies, K., Breesch, D., & Branson, J. (2012). Male and female auditors' overconfidence. *Managerial Auditing Journal*, 27(1), 105-118.
- Herrmann, P., & Datta, D. K. (2002). CEO successor characteristics and the choice of foreign market entry mode: An empirical study. *Journal of International Business Studies*, 33(3), 551-569.
- Herrmann, P., & Nadkarni, S. (2014). Managing strategic change: The duality of CEO personality. *Strategic Management Journal*, 35(9), 1318-1342.

- Herz, H., Schunk, D., & Zehnder, C. (2014). How do judgmental overconfidence and overoptimism shape innovative activity?. *Games and Economic Behavior*, 83, 1-23.
- Hirshleifer, D., Low, A., & Teoh, S. H. (2008). Are overconfident CEOs better innovators?. *The journal of finance*, 67(4), 1457-1498.
- Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística. (2013). *Classificação por Grandes Categorias Econômicas - CGCE - IBGE*. Recuperado de [ftp://ftp.ibge.gov.br/Informacoes\\_Gerais\\_e\\_Referencia/Classificacoes/CGCE/cgce.pdf](ftp://ftp.ibge.gov.br/Informacoes_Gerais_e_Referencia/Classificacoes/CGCE/cgce.pdf).
- Johansson, J. K. (1979). Advertising and the S-curve: A new approach. *Journal of Marketing Research*, 16(3), 346-354.
- Junqueira, Luis Renato et al. (2017). Impactos da Adesão aos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa sobre a Estrutura de Capital das Empresas Brasileiras. *Revista de Administração da UFSM*, 10(3), p.420-436.
- Kahraman, C. (2011). Investment decision making under fuzziness. *Journal of Enterprise Information Management*, 24(2), 126-129.
- Kermani, E.; Kargar, E. F.; Zarei, E. (2014). The Effect of Managerial Overconfidence on Profit Smoothing Evidence from Tehran stock Exchange. *Research Journal of Finance and Accounting*, 5(9), p.111-119.
- Kirmani, A. (1990). The effect of perceived advertising costs on brand perceptions. *Journal of consumer research*, 17(2), 160-171.
- Koetz, C., dos Santos, C. P., & Cliquet, G. (2017). Advertising spending, mood and level of product information on quality perception. *Managerial and Decision Economics*, 38(3), 314-325.
- Langabeer II, J. R., & DelliFraine, J. (2011). Does CEO optimism affect strategic process?. *Management Research Review*, 34(8), 857-868.
- Lee, N. (2008). From Tangibles to Intangibles-Contracting Capabilities for Intangible Innovation.
- Lyra, R. L. W. C., & Olinquevitch, J. L. (2007). Análise do conteúdo informacional dos investimentos em ativos imobilizados: Um estudo de eventos em empresas negociadas na BOVESPA. *Revista Universo Contábil*, 3(2), 39-54.
- Malmendier, U., & Tate, G. (2005). CEO overconfidence and corporate investment. *The journal of finance*, 60(6), 2661-2700.
- Malmendier, U., & Tate, G. (2008). Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the market's reaction. *Journal of financial Economics*, 89(1), 20-43.
- Mavrommati, A., & Papadopoulos, A. (2005). Measuring advertising intensity and intangible capital in the Greek food industry. *Applied Economics*, 37(15), 1777-1787.
- Mintzberg, H. (1978). Patterns in strategy formation. *Management science*, 24(9), 934-948.
- Mintzberg, Henry (1967). The science of strategy making. *IMR; Industrial Management Review (pre-1986)*, 8(2).
- Mishra, K. C., & Metilda, M. J. (2015). A study on the impact of investment experience, gender, and level of education on overconfidence and self-attribution bias. *IIMB Management Review*, 27(4), 228-239.

- Moura, G. D. , Mecking, D. V., & Scarpin, J. E. (2013). Competitividade de mercado, ativos intangíveis e eficiência na combinação dos ativos fixos em companhias abertas listadas na BM&Fbovespa. *Enfoque: Reflexão Contábil*, 32(3).
- Ocasio, W. (1999). Institutionalized action and corporate governance: The reliance on rules of CEO succession. *Administrative Science Quarterly*, 44(2), 384-416.
- Pearce, J. A., & Robinson Jr, R. B. (1987). A measure of ceo social power in strategic decision-making. *Strategic Management Journal*, 8(3), 297-304.
- Prims, J. P., & Moore, D. A. (2017). Overconfidence over the lifespan. *Judgment and decision making*, 12(1), 29.
- Quandt, C. O., da Silva Junior, R. G., & Procopiuck, M. (2008). Estratégia e inovação: análise das atividades de P&D no setor elétrico brasileiro. *REBRAE*, 1(2), 243-255.
- Ramjee, A., & Gwatidzo, T. (2012). Dynamics in capital structure determinants in South Africa. *Meditari Accountancy Research*, 20(1), 52-67.
- Salamouris, I. S. (2013). How overconfidence influences entrepreneurship. *Journal of Innovation and Entrepreneurship*, 2(1), 8.
- Scherer, F. M. (1965). Firm size, market structure, opportunity, and the output of patented inventions. *The American economic review*, 55(5), 1097-1125.
- Schimke, A., & Brenner, T. (2014). The role of R&D investments in highly R&D-based firms. *Studies in Economics and Finance*, 31(1), 3-45.
- Sebrae.(2004). *Relatório de Pesquisa: Fatores condicionantes e taxa de mortalidade de empresas no Brasil*. Brasília: Ed. SEBRAE.
- Seo, J., Gamache, D. L., Devers, C. E., & Carpenter, M. A. (2015). The role of CEO relative standing in acquisition behavior and CEO pay. *Strategic Management Journal*, 36(12), 1877-1894.
- Shrivastava, A., Kumar, N., & Kumar, P. (2017). Bayesian analysis of working capital management on corporate profitability: evidence from India. *Journal of Economic Studies*, 44(4), 568-584.
- Silva Filho, G. M. D., Lucena, W. G. L., & Leite, P. A. M. (2017). 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*, 19(69).
- Silva, T. B. J., et al. (2017). Influência do Excesso de Confiança e Otimismo no Endividamento de Organizações Cinquentenárias e não Cinquentenárias Brasileiras. *Revista Evidenciação Contábil & Finanças*, 5(2), 40-56.
- Simon, M., & Houghton, S. M. (2003). The relationship between overconfidence and the introduction of risky products: Evidence from a field study. *Academy of Management Journal*, 46(2), 139-149.
- Souza, B. C. (2011). *Relação da estrutura de custos e despesas com a rentabilidade e lucratividade operacional nos setores têxtil e siderúrgico/metallúrgico no Brasil no período de 2005 a 2009*. (Tese de doutorado), Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil.
- Stretcher, R., & Johnson, S. (2011). Capital structure: professional management guidance. *Managerial Finance*, 37(8), 788-804.

- Tarus, D. K. & Tuwey, J. K. (2016). Does CEO power moderate the relationship between board leadership and strategy involvement in private firms? Evidence from Kenya. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 16(5), 906-922.
- Tonin, J. M. F. et al. (2016). 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.
- Tsui, H. C. (2012). Advertising, quality, and willingness-to-pay: Experimental examination of signaling theory. *Journal of Economic Psychology*, 33(6), 1193-1203.
- Tversky, A., & Kahneman, D. (1974). Judgment under uncertainty: Heuristics and biases. *science*, 185(4157), 1124-1131.
- Wang, L., & Jiang, W. (2017). How CEO underpayment influences strategic change: the equity perspective. *Management Decision*, 55(10), 2277-2292.
- Wiersema, M. F., & Bantel, K. A. (1992). Top management team demography and corporate strategic change. *Academy of Management journal*, 35(1), 91-121.
- Yoshinaga, C. E., & Ramalho, T. B. (2014). Finanças Comportamentais no Brasil: uma aplicação da teoria da perspectiva em potenciais investidores. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, 16(53), 594-615.
- Zajac, E. J., & Westphal, J. D. (1996). Who shall succeed? How CEO/board preferences and power affect the choice of new CEOs. *Academy of Management Journal*, 39(1), 64-90.
- Zhang, Y. (2006). The presence of a separate COO/president and its impact on strategic change and CEO dismissal. *Strategic Management Journal*, 27(3), 283-300.
- Zhang, Y., & Rajagopalan, N. (2010). Once an outsider, always an outsider? CEO origin, strategic change, and firm performance. *Strategic Management Journal*, 31(3), 334-346.