

UNIVERSIDADE METODISTA DE PIRACICABA
FACULDADE DE GESTÃO DE NEGÓCIOS
DOUTORADO EM ADMINISTRAÇÃO

LEVI MORGAN

**O EXCESSO DE CONFIANÇA COMO DETERMINANTE DO
ENDIVIDAMENTO DAS MÉDIAS EMPRESAS NO BRASIL**

PIRACICABA

2020

LEVI MORGAN

**O EXCESSO DE CONFIANÇA COMO DETERMINANTE DO
ENDIVIDAMENTO DAS MÉDIAS EMPRESAS NO BRASIL**

Tese apresentada ao PPGA – Programa de Pós-Graduação em Administração da Faculdade de Gestão e Negócios da Universidade Metodista de Piracicaba, como parte dos requisitos para a obtenção do título de Doutor em Administração.

Campo de Conhecimento: Finanças

Orientador: Prof. Dr. Clóvis Luis Padoveze

PIRACICABA

2020

Ficha Catalográfica elaborada pelo Sistema de Bibliotecas da UNIMEP
Bibliotecário: Fábio Henrique dos Santos Corrêa – CRB: 8/10150

M847e Morgan, Levi
O excesso de confiança como determinante do endividamento das
médias empresas no Brasil / Levi Morgan. – 2020.
94 fls. ; il. ; 30 cm.

Orientador (a): Prof. Dr. Clóvis Luis Padoveze.
Tese (Doutorado) – Universidade Metodista de Piracicaba, Programa de
Pós-Graduação em Administração, Piracicaba, 2020.

1. Capital (Economia). 2. Confiança. 3. Dívidas. 4. Pequenas e médias
empresas. I. Padoveze, Clóvis Luis. II. Título.

CDD – 658

LEVI MORGAN

**O EXCESSO DE CONFIANÇA COMO DETERMINANTE DO
ENDIVIDAMENTO DAS MÉDIAS EMPRESAS NO BRASIL**

Tese apresentada ao PPGA – Programa de Pós-Graduação em Administração da Faculdade de Gestão e Negócios da Universidade Metodista de Piracicaba, como parte dos requisitos para a obtenção do título de Doutor em Administração.

Campo de Conhecimento: Finanças

Orientador: Prof. Dr. Clóvis Luis Padoveze

Data da Defesa:

20/02/2020

Banca Examinadora:

Prof. Dr. Clóvis Luis Padoveze

UNIMEP

Prof. Dr. Thel Augusto Monteiro

UNIMEP

Prof. Dra. Nadia Pizzinatto

UNIMEP

Prof. Dra. Maria José C. Machado

UNISAL

Prof. Dr. Johan Hendrik Poker Junior

UNICAMP

DEDICATÓRIA

Aos meus pais pelo apoio que sempre deram para os meus estudos.

À minha esposa e filhos pelo amor e compreensão pela minha ausência em vários momentos durante o curso.

Aos amigos do doutorado pelos momentos que aprendemos e convivemos juntos.

AGRADECIMENTOS

A Deus, autor e consumidor da vida, o privilégio das bênçãos.

À minha esposa, compreensiva e companheira e aos meus três filhos que alegram a vida.

Aos pais e irmão, grandes apoiadores, que sempre tem uma palavra de ânimo para dar.

Aos orientadores prof. Dr. José Francisco Calil, Profa. Dra. Maria José de Camargo Machado, Prof. Dr. Pedro Domingos Antonioli, Prof. Dr. Clóvis Luis Padoveze, todo tempo dedicado, o incentivo, a grande compreensão e, sobretudo, a amizade.

Ao Prof. Dr. Johan Hendrik Poker Junior e UNICAMP pelo apoio irrestrito com relação ao banco de dados.

Ao Centro Universitário Adventista de São Paulo (UNASP-HT), a bolsa de estudos concedida, que propiciou a oportunidade de cursar o Doutorado.

A todos os professores do Doutorado em Administração, os ensinamentos transmitidos.

Aos docentes da banca de defesa, Prof. Dr. Clóvis Luis Padoveze, Prof. Dr. Thel Augusto Monteiro, Profa. Dra. Nadia Pizzinatto, Profa. Dra. Maria José C. Machado, Prof. Dr. Johan Hendrik Poker Junior, a disposição em colaborar com a construção e aperfeiçoamento deste trabalho.

Aos colegas de curso, a amizade e fértil troca de informações.

A todos que de alguma forma contribuíram para a realização deste trabalho.

RESUMO

Entre os temas mais abordados em finanças está o endividamento e a decisão da estrutura de capital é uma das principais tomadas pelos executivos. Para as finanças tradicionais, o uso da razão é o caminho para a tomada de decisões ótimas, já no campo das finanças comportamentais, a racionalidade é limitada. O tema continua complexo e controverso, porque nenhuma das teorias se solidificou como única e explicativa para todos os casos. Os estudos da estrutura de capital têm girado em torno das grandes empresas e em países desenvolvidos, não oferecendo, muitas vezes, caminhos específicos para as pequenas e médias empresas (PME) e nem para países emergentes, sendo que as PME representam a maioria das empresas e empregam mais de 15 milhões de trabalhadores no Brasil. O objetivo do estudo foi compreender a influência do excesso de confiança dos gestores e de algumas variáveis tradicionais nos estudos de estrutura de capital, no processo da tomada de decisão para financiamento, das médias empresas no Brasil, no período de 2015 a 2018. Para tanto, utilizou-se do banco de dados Thomson Reuters e modelo linear de dados em painel, para a análise estatística, por meio do *software* RGui versão 3.6.2. A amostra foi composta de 803 médias empresas. Os resultados deixaram evidente a correlação entre a variável dependente endividamento e as variáveis independentes tamanho, crescimento de vendas e excesso de confiança. Percebeu-se também que não houve correlação significativa com tangibilidade e lucratividade. Portanto, quanto maior o tamanho e o crescimento de vendas, maior o endividamento e quanto maior o excesso de confiança, menor o endividamento. Uma implicação prática é a de que o gestor com excesso de confiança, reduz o endividamento da média empresa no Brasil. O trabalho alcançou todos os objetivos propostos e sua principal contribuição está no inédito fato de que estudou os determinantes de estrutura de capital entre as médias empresas no Brasil.

Palavras-chave: 1. Capital (Economia). 2. Confiança. 3. Dívidas. 4. Pequenas e médias empresas.

ABSTRACT

Among the most discussed topics in finance is debt and the decision on the capital structure is one of the main ones taken by the executives. For traditional finance, the use of reason is the path to optimal decision making, whereas in the field of behavioral finance, rationality is limited. The theme remains complex and controversial, because none of the theories has solidified as unique and explanatory for all cases. Capital structure studies have focused on large companies and in developed countries, often not offering specific paths for small and medium-sized companies (SMEs) or for emerging countries, with SMEs representing the majority of companies and employ more than 15 million workers in Brazil. The objective of the study was to understand the influence of managers' overconfidence and some traditional variables of capital structure studies, in the financing decision-making process, of medium-sized companies in Brazil, in the period from 2015 to 2018. The Thomson Reuters database was used and linear panel data model for statistical analysis, using RGui software version 3.6.2. The sample consisted of 803 medium-sized companies. The results made evident the correlation between the dependent variable indebtedness and the independent variables size, sales growth and overconfidence. It was also noticed that there was no significant correlation with tangibility and profitability. Therefore, the greater the size and growth of sales, the greater the indebtedness and the greater the overconfidence, the lower the indebtedness. A practical implication is that the manager with overconfidence reduces the debt of the medium-sized company in Brazil. The work achieved all the proposed objectives and its main contribution lies in the unprecedented fact that it studied the determinants of capital structure among medium-sized companies in Brazil.

Keywords: 1. Capital (Economy). 2. Confidence. 3. Debts. 4. Small and medium-sized enterprises.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1 - Produto Interno Bruto (PIB) Brasil.....	58
Figura 2 - Empresas por setor.....	59
Figura 3 - Endividamento total.....	61
Figura 4 - Tamanho	63
Figura 5 - Lucratividade	63
Figura 6 - Tangibilidade	64
Figura 7 - Crescimentos em vendas.....	65
Figura 8 - Lucratividade	71
Figura 9 - Total de ativos.....	72
Quadro 1 - Principais contribuições	18
Quadro 2 - Principais teorias sobre estrutura de capital	20
Quadro 3 - Relação entre os determinantes e as teorias de estrutura de capital	32
Quadro 4 - Trabalhos sobre Excesso de Confiança.....	46
Quadro 5 - Resumo do embasamento teórico das hipóteses	55
Quadro 6 - Relação das variáveis com suas proxies.....	65
Quadro 7 - Síntese da tese	69

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Quantidade de artigos sobre o tema	36
Tabela 2 - Classificação das empresas (BNDES).....	59
Tabela 3 - Resultados por setor	60
Tabela 4 - Variância	62
Tabela 5 - Modelo Pooling	66
Tabela 6 - Modelo Within	67
Tabela 7 - Modelo Random.....	67
Tabela 8 - Resultados do modelo final	71

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO.....	12
2 PME, ESTRUTURA DE CAPITAL E EXCESSO DE CONFIANÇA: CONCEITOS E DEFINIÇÕES.....	17
2.1 Pequenas e médias empresas	17
2.2 Estrutura de capital	19
2.2.1 Teoria da irrelevância	20
2.2.2 Teoria do <i>Trade-Off</i>	21
2.2.3 Teoria <i>Pecking Order</i>	22
2.2.4 Teoria da agência.....	23
2.2.5 Teoria da sinalização	26
2.2.6 Teoria do <i>Market Timing</i>	28
2.2.7 Outras abordagens	28
2.2.8 Estrutura de capital das PME.....	30
2.3 Excesso de Confiança.....	33
2.3.1 Abordagem comportamental	33
2.3.2 Finanças comportamentais	34
2.4 Hipóteses	51
2.4.1 Tamanho	51
2.4.2 Lucratividade	52
2.4.3 Tangibilidade	53
2.4.4 Crescimento das vendas.....	53
2.4.5 Excesso de Confiança.....	54
2.4.6 Resumo das hipóteses.....	55
3 METODOLOGIA.....	56
3.1 Delineamento.....	56
3.2 Coleta de dados.....	58

3.3 Amostra	59
3.4 Tratamento dos dados.....	60
3.4.1. Variáveis.....	61
3.4.2 Excesso de Confiança.....	62
3.4.3 Tamanho	62
3.4.4 Lucratividade	63
3.4.5 Tangibilidade.....	64
3.4.6 Crescimento das vendas.....	65
3.4.7 Resumo das variáveis	65
3.4.8 Construto	66
3.5 Quadro resumo da tese	69
4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS	70
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS	75
REFERÊNCIAS	77

1 INTRODUÇÃO

Entre os temas mais abordados em finanças está o endividamento. Os gestores precisam decidir por uma estrutura ótima de capital, que viabilize os projetos do negócio a um custo de capital menor possível. Para Munir et al. (2017) a decisão da estrutura de capital é uma das principais decisões tomadas pelos executivos. O estudo de Modigliani e Miller (1958) marcou o início das pesquisas modernas sobre estrutura de capital.

O processo de tomada de decisão passa por várias etapas desde a identificação do problema até a escolha da decisão ótima. Utiliza-se a teoria da utilidade esperada, onde as decisões são racionais e maximizam a utilidade. Vários modelos financeiros foram desenvolvidos a partir dessa premissa, que o uso da razão é o caminho para a tomada ótima de decisões, tais como: a Moderna Teoria de Carteiras, o *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) e o Modelo de Precificação de Opções de *Black-Sholes*. As informações para a tomada de decisão racional são armazenadas em um banco de dados. Falando sobre Big Data, McAfee e Brynjolfsson (2012) afirmam que a evidência é clara: as decisões baseadas em dados tendem ser as melhores decisões. Já os resultados de Khashanah e Alsulaiman (2016) sugerem que a hipótese do mercado eficiente se mantém no nível macro, mas não no nível micro.

Por outro lado, a teoria comportamental pressupõe a presença da racionalidade limitada no processo decisório. Segundo Simon (1979), não há mais qualquer dúvida de que o micro pressuposto da teoria - as suposições de racionalidade perfeita - é contrário ao fato. Neste escopo, o trabalho seminal de Kahneman e Tversky (1979) desenvolveu a Teoria do Prospecto, que trata de erros na tomada de decisão sob risco e incerteza. Thaler (1980) argumenta que os investidores agem sob a influência de vieses comportamentais (erros sistemáticos de julgamento/análise), muitas vezes levando a decisões abaixo do ideal.

O tema continua complexo e controverso, porque nenhuma das teorias se solidificou como única e explicativa para todos os casos. Para Simon (1979), a tomada de decisão ocorre em uma grande variedade de situações. As noções de racionalidade limitada demandam a necessidade de procurar alternativas de decisão, a substituição de otimização por metas e metas satisfatórias, e mecanismos de aprendizagem e adaptação. Hirshleifer (2015) afirma que as finanças comportamentais devem continuar sua evolução, desde descrições amplas de racionalidade limitada e suas consequências, até análises de vieses psicológicos específicos. Barberis (2013) também reforça a ideia de continuação dos estudos. Uma tentativa percebe-se no trabalho de Siddiqi (2018) que fez um ajuste no modelo de precificação

de ativos de capital para ancoragem, fornecendo uma estrutura unificada plausível para entender quase todas as principais anomalias de precificação de ativos.

Um ponto importante sobre os estudos da estrutura de capital é que eles têm girado em torno das grandes empresas, não oferecendo, muitas vezes, caminhos específicos para as pequenas e médias empresas (PME). Kumar, Colombage e Rao (2017) descobriram um aumento nas pesquisas, em mercados emergentes, porém estudos envolvendo pequenas empresas são escassos. Além disso, as evidências empíricas obtidas confirmam que as PME se comportam claramente de maneira diferente das grandes empresas no que se refere ao financiamento (LÓPEZ-GRACIA; SOGORB-MIRA, 2008).

Grande é a importância das pequenas e médias empresas para o desenvolvimento econômico e social dos países e a importância dos mercados emergentes para o desenvolvimento econômico e social global. Para Chiao, Yang e Yu (2006), as PMEs desempenham um papel vital, não só nas economias em desenvolvimento como Taiwan, mas também em economias desenvolvidas, como os EUA e o Reino Unido. Souza (2010) afirma que apesar desse relevante papel das micro e pequenas empresas na economia brasileira, sobre o assunto endividamento, pode-se perceber que ainda existe um amplo espaço para discutir e contribuir com pesquisas a este respeito.

Dos mais de 6 milhões de empresas que operam no Brasil, quase 500 mil são pequenas e médias. O poder das PME fica evidente em sua participação de 30% no produto interno bruto (PIB). O segmento emprega mais pessoas do qualquer outro: 10,1 milhões de empregados em pequenas empresas e 5,5 milhões nas médias (PRICEWATERHOUSECOOPERS, 2013).

Apesar do reduzido número de estudos abordando endividamento das pequenas e médias empresas em mercados emergentes, a literatura aceita os mesmos determinantes da estrutura de capital das grandes empresas, como por exemplo, tamanho, crescimento, idade, lucratividade, tangibilidade, caixa líquido. (DASKALAKIS; BALIOS; DALLA, 2017; ÖHMAN; YAZDANFAR, 2017). Para Nobre, Câmara e Júnior (2006), as rejeições dos modelos estudados não devem ser utilizadas como critérios para afirmar que as teorias de estrutura de capital válidas para as grandes empresas não são válidas para as PME. Alguns autores também argumentam que os fatores nos estudos dos países desenvolvidos também são cruciais nos países em desenvolvimento. (BOOTH et al., 2001; DEMIRGÜÇ-KUNT; MAKSIMOVIC, 1998).

A seguir alguns exemplos de estudos que abordaram o endividamento nas PME: Hernández-Cánovas, Mínguez-Vera e Sánchez-Vidal (2016) e Balios et al. (2016) descobriram que o efeito dos determinantes da estrutura de capital na alavancagem não muda em um ambiente de crise econômica; já Daskalakis, Balios e Dalla (2017) concluem que a natureza e a maturidade do endividamento afetam a persistência e a resistência da relação entre determinantes e empréstimos, em diferentes estados macroeconômicos.

Serrasqueiro, Nunes e Da Rocha Armada (2014) sugerem que os problemas relacionados à assimetria de informação, bem como à incerteza tecnológica e de mercado influenciam as decisões de estrutura de capital das PME de alta tecnologia. Matias e Serrasqueiro (2017) afirmam que as teorias *Trade-off* e *Pecking Order* não são suficientes para explicar as decisões da estrutura de capital das PME localizadas em diferentes regiões de Portugal no período entre 2007 e 2011. Entretanto, tais abordagens estão enraizadas no paradigma da racionalidade, sem considerar o estudo da influência dos vieses comportamentais do empreendedor, já que nesse tipo de empresa o processo decisório é geralmente centralizado e não profissionalizado.

Saurin et al (2015) procurou compreender a influência de vieses comportamentais nas tomadas de decisões, pois eles podem comprometer decisões importantes dentro de uma organização. No trabalho de Li, Munir e Abd karim (2017) demonstra-se que o poder do *Chief Executive Officer* (CEO) desempenha um papel significativo na definição das decisões de estrutura de capital das PME chinesas. O mais danoso dos vieses comportamentais é o excesso de confiança, de maneira geral, na tomada de decisão, segundo Malmendier e Taylor (2015) relatam.

Alguns estudos que abordaram o excesso de confiança em um contexto geral são: Wang, Chen e Yu (2013) encontraram que as decisões de financiamento corporativo em Taiwan são motivadas pelo otimismo gerencial; Niu (2010) descobriu que os acionistas sabem se um CEO é excessivamente confiante e levam isso em consideração ao projetar o contrato de remuneração; a interação causal entre remuneração do CEO e otimismo foi tema de estudo de Pandher e Currie (2013); Silva et al. (2017) demonstram que os gestores de firmas não cinquentenárias apresentam maior excesso de confiança se comparados aos gestores das organizações cinquentenárias; o estudo de Alqatamin, Aribi e Arun (2017) encontrou uma relação positiva entre o excesso de confiança do CEO e as práticas de gerenciamento de resultados na Jordânia; Costa (2017) demonstrou que tanto o contador como o gestor sofrem dos vieses cognitivos Excesso de Confiança, Efeito Ancoragem e Viés de Confirmação. A

teoria do otimismo gerencial é a maior conquista das finanças comportamentais (HEATON, 2019).

Outros estudos sobre excesso de confiança foram realizados também no contexto das PME: os resultados da pesquisa de Dias (2016) são que tanto gestores de grandes empresas quanto empreendedores participantes do estudo manifestam Representatividade e Excesso de Confiança em seus processos de julgamento e tomada de decisão. No estudo de Busenitz e Barney (1997), as variáveis de excesso de confiança e representatividade categorizaram corretamente os empreendedores e gerentes em mais de 70% do tempo e a pesquisa indicou que os empreendedores se comportam de maneira diferente dos gerentes das grandes organizações e que essas diferenças são substanciais. Por exemplo, os empreendedores podem assumir maior risco do que os gerentes de grandes organizações, porque são mais influenciados pela representatividade (generalização a partir de uma situação limitada) e excesso de confiança na capacidade de superação de obstáculos. O empreendedorismo nasce em um ambiente de incertezas e é mais uma função das ações tomadas do que de algum conjunto objetivo de condições. Portanto, os empreendedores estão mais sujeitos a vieses e heurísticas na tomada de decisão. Nesse sentido, justifica-se uma pesquisa abordando as pequenas e médias empresas, porém em função dos dados faltantes do banco de dados, o estudo foi realizado com médias empresas (ME).

Diante do exposto, a questão de pesquisa é: o excesso de confiança dos gestores pode determinar a estrutura de capital das médias empresas no Brasil, além dos determinantes tradicionais?

O objetivo do estudo é compreender a influência do excesso de confiança dos gestores e de algumas variáveis tradicionais dos estudos de estrutura de capital, no processo de tomada de decisão para financiamento das médias empresas no Brasil, no período de 2015 a 2018.

Procura-se especificamente: a) identificar as principais teorias e variáveis tradicionais e comportamentais determinantes da estrutura de capital das empresas; b) conceituar e quantificar as pequenas e médias empresas no Brasil. c) descrever a influência do excesso de confiança dos gestores e de alguns determinantes tradicionais no processo de decisão da estrutura de capital das médias empresas do Brasil.

A tese a ser defendida é de que o excesso de confiança dos gestores influencia também a estrutura de capital das médias empresas no Brasil, além dos determinantes tradicionais. Contribui para preencher uma lacuna deixada na literatura, abordando algumas

variáveis clássicas e uma comportamental que podem determinar a estrutura de capital das médias empresas em um mercado emergente.

Além da presente introdução, esta tese está estruturada nos seguintes capítulos: O capítulo 2 traz o embasamento teórico utilizado e está dividido em quatro partes: estrutura de capital, pequenas e médias empresas; excesso de confiança; e hipóteses da pesquisa. O capítulo 3 trata do processo metodológico e está dividido em cinco partes: delineamento da pesquisa; coleta de dados; amostra; tratamento dos dados; e quadro resumo da tese. O capítulo 4 se refere à apresentação e análise dos resultados. As considerações finais fecham o trabalho, mostrando o que foi feito para cada objetivo proposto, evidenciando a relevância para o tema e mostrando as limitações desta pesquisa, bem como a sugestão de novos trabalhos.

2 PME, ESTRUTURA DE CAPITAL E EXCESSO DE CONFIANÇA: CONCEITOS E DEFINIÇÕES

Neste capítulo abordam-se os principais conceitos sobre pequenas/médias empresas (PME), estrutura de capital e excesso de confiança.

2.1 Pequenas e médias empresas

Não existe um conceito padrão para definir esse tipo de empresa. Há diversas diferenças de classificação entre os países e mesmo dentro do Brasil. A adoção de critérios quantitativos, qualitativos ou mistos apontam como uma solução. Seria importante para as pesquisas um critério homogêneo. Na falta deste, um dos mais utilizados é o tamanho ou porte (LEONE, 1991).

As PME são definidas como empresas com menos de 200 funcionários (*STATISTICS SWEDEN*, 2014). Para examinar a estrutura de capital de empresas familiares e PME, foram aplicados dados de empresas localizadas na Alta Áustria com menos de 250 funcionários, extraídos do banco de dados da Amadeus do Bureau van Dijk (BURGSTALLER; WAGNER, 2015). A definição de uma PME inclui empresas com menos de 250 funcionários, cujo faturamento não excede 50 milhões de euros ou seu balanço anual não excede 43 milhões de euros (COMISSÃO EUROPEIA, 2011). Na Índia, de acordo com a Lei de Desenvolvimento de Micro, Pequenas e Médias Empresas de 2006, as empresas manufatureiras com um investimento de até ₹100 milhões são considerados PME e um investimento de até ₹50 milhões para PME do setor de serviços (RAO; KUMAR; MADHAVAN, 2019). Em 11/10/2019 uma rúpia indiana estava cotada a R\$ 0,058.

Para o Serviço Brasileiro de Apoio às Micro e Pequenas Empresas (SEBRAE, 2017), os pequenos negócios podem ser divididos em quatro segmentos, por faixa de faturamento, com exceção do pequeno produtor rural. Tal segmentação segue os critérios da Lei Complementar 123/2006, também chamada de Lei Geral das Micro e Pequenas Empresas. Resumidamente, são divididos da seguinte maneira: Microempreendedor Individual - Faturamento anual até R\$ 81 mil; Microempresa - Faturamento anual até R\$ 360 mil; Empresa de Pequeno Porte - Faturamento anual entre R\$ 360 mil a R\$ 4,8 milhões. O Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES, 2019) classifica seus clientes em função do porte. A classificação de porte é realizada conforme a Receita Operacional Bruta (ROB) das empresas ou conforme a renda anual de clientes pessoas físicas: Microempresa - Menor ou igual

a R\$ 360 mil; Pequena empresa - Maior que R\$ 360 mil e menor ou igual a R\$ 4,8 milhões; Média empresa - Maior que R\$ 4,8 milhões e menor ou igual a R\$ 300 milhões; Grande empresa - Maior que R\$ 300 milhões.

Em 2014, as PME da União Europeia representaram 99,8% de todas as empresas ativas, excluindo o setor financeiro, 67% do emprego total e 58% do valor adicionado (COMISSÃO EUROPEIA, 2015). Na China, 98% das empresas registradas são PME. Contribuem com mais de 60% do PIB anual, 50% da receita tributária e 75% da produção industrial de valor agregado (LI; MUNIR; ABD KARIM, 2017). Dos mais de 6 milhões de empresas que operam no Brasil, quase 500 mil são pequenas e médias. O poder das PME fica evidente em sua participação de 30% no produto interno bruto (PIB). O segmento emprega mais pessoas do qualquer outro: 10,1 milhões de empregados em pequenas empresas e 5,5 milhões nas médias (PRICEWATERHOUSECOOPERS, 2013).

Grande é a importância das pequenas e médias empresas para o desenvolvimento econômico e social dos países e a importância dos mercados emergentes para o desenvolvimento econômico e social global. Para Chiao, Yang e Yu (2006), as PMEs desempenham um papel vital, não só nas economias em desenvolvimento como Taiwan, mas também em economias desenvolvidas, como os EUA e o Reino Unido.

No Quadro 1 resumem-se as principais contribuições de cada trabalho citado.

Quadro 1 - Principais contribuições

Autor	Contribuição
(LEONE, 1991)	Classificação das PME
(BURGSTALLER; WAGNER, 2015)	PME tem menos de 250 funcionários
(COMISSÃO EUROPEIA, 2011).	Faturamento menor que 50 milhões de euros
(RAO; KUMAR; MADHAVAN, 2019)	Classificação das PME indianas
(SEBRAE, 2017)	Classificação das PME brasileiras
(COMISSÃO EUROPEIA, 2015)	Participação das PME na economia
(LI; MUNIR; ABD KARIM, 2017)	Participação das PME na economia chinesa
(PRICEWATERHOUSECOOPERS, 2013)	Participação das PME brasileiras na economia
CHIAO, YANG E YU (2006)	Importância das PME

Fonte: Elaboração própria

Dada esta enorme participação no mercado mundial e brasileiro, é importante que as PME apresentem saúde financeira. Um dos fatores importantes para isto é o controle do endividamento.

2.2 Estrutura de capital

Estrutura de capital é o resultado da composição entre capital próprio e de terceiros que os gestores das empresas utilizam para financiar suas atividades. Para Semedo (2015) está relacionado com a escolha entre as duas diferentes fontes de financiamento que eles têm à sua disposição para suprir as suas necessidades financeiras; capitais próprios e/ou capitais de terceiros. Segundo a visão convencional, as empresas devem procurar manter uma estrutura ótima de capital, mesclando capital próprio e de terceiros, minimizando o custo e maximizando o valor da empresa (DURAND, 1952).

No levantamento bibliométrico de Nakamura, Jones e Nakamura (2017), as teorias sobre estrutura de capital mais abordadas foram: o Modelo de Modigliani e Miller, as teorias do *trade-off* e o *pecking order*. A teoria da agência teve uma menor abordagem. A pesquisa foi realizada no período de 2009 a 2015, nos principais periódicos nacionais classificados como A, na avaliação Qualis/CAPES (2010- 2012), na área de Administração, Ciências Contábeis e Turismo. Diversas teorias como: do Efeito Fiscal, do *Trade Off*, dos Custos de Agência, da Hierarquização das fontes de financiamento, da Sinalização e do *Market Timing* surgiram a partir dos estudos de Modigliani e Miller (SEMEDO, 2015).

Os estudos sobre estrutura de capital começam com o trabalho seminal de Modigliani e Miller (1958), quando defendem a "irrelevância da estrutura de capital". Decorrente deste trabalho, os estudos aumentaram em número, porém basicamente dividem-se entre duas abordagens teóricas principais: (1) a teoria do *trade-off* e (2) a *pecking order* theory. Outras teorias são consideradas *frameworks*, pois produzem fatores causais para o fortalecimento das duas abordagens principais. A primeira teoria carrega consigo o conceito de uma estrutura de capital ideal, onde se procura um equilíbrio entre benefícios e custos da dívida (inclusive custos da agência). A segunda é baseada principalmente em assimetrias informacionais. A informação assimétrica gerou várias outras abordagens, como a teoria da sinalização e a abordagem *Market Timing*.

O estado da arte das principais teorias sobre estrutura de capital é o representado no Quadro 2.

Quadro 2 - Principais teorias sobre estrutura de capital

Teoria	Estudo	
<i>Trade off</i>	Insignificância dos custos financeiros	Higgins e Schall, (1975); Haugen e Senbet, (1978, 1979 e 1988).
	Significância dos custos financeiros	Baxter, 1967; Stiglitz, 1969; Kraus e Litzenberger, 1973; Scott, 1976 e 1977; Kim, 1978; Altman, 1984; Fama e French, 2002; Cassar e Holmes, 2003; Sogorb-Mira, 2005; González e González, 2012; Mukherjee e Mahakud, 2012; Cole, 2013; Feld, Heckemeyer, Overesch, 2013; Ghazouani, 2013.
	Velocidade de ajuste à estrutura ótima	Jalilvand e Harris, 1984; Heshmati, 2001; De Miguel e Pindado, 2001; Fama e French, 2002; Lööf, 2004; Leary e Roberts, 2005; Flannery e Rangan, 2006; Huang e Ritter, 2009
	Ciclo de vida	Bulan e Yan, 2010; La Rocca, La Rocca e Cariola, 2011; Castro, Tascón e Amor, 2015; Castro, Tascón, Amor e Miguel, 2016.
Assimetria de informações		Chittenden, Hall e Hutchinson, 1996; Jordan, Lowe e Taylor, 1998; Fama e French, 2002; Cassar e Holmes, 2003; Gaud, Jani, Hoesli e Bender, 2005; Sogorb-Mira, 2005; Heyman, Deloof e Ooghe, 2008; Parsons e Titman, 2008; Frank e Goyal, 2009; Mac an Bhaird e Lucey, 2010; González e González, 2012; Cole, 2013
Teoria da agência	Efeito do nível de participação dos administradores no capital da empresa	Friend e Lang, 1988; Crutchley e Hansen, 1989; Agrawal e Nagarajan, 1990; Bathala, Moon e Rao, 1994; Hardjopranoto, 2006
	Existência de importantes blocos de acionistas	Mc Connell e Servaes, 1995; Bethel, Liebeskind e Opler, 1998; Al-Fayoumi e Abuzayed, 2009.
	Presença de investidores Institucionais	Gillan e Starks, 2003; Lee, Lev e Yeo, 2007.
<i>Market Timing</i>		Bayless e Chaplinsky, 1996; Hovakimian, Opler e Titman, 2001; Baker e Wurgler, 2002; Baker, Stein e Wurgler, 2003; Campello, Graham e Harvey, 2010; Graham e Leary, 2011
Teoria do comportamento		Graham, Harvey e Puri, 2013; Malmendier, Tate e Yan, 2011; Huang e Kisgen, 2013.

Fonte: Adaptado de (RAMÍREZ HERRERA; PALACÍN-SÁNCHEZ, 2018)

2.2.1 Teoria da irrelevância

Os autores Modigliani e Miller deram um passo importante para a discussão da estrutura de capital na área de finanças, estabelecendo as bases da teoria da irrelevância em

1958. Afirmaram, mediante seus estudos, em desacordo com a visão convencional, que a estrutura de capital de uma empresa, em um mercado perfeito, é indiferente para o seu valor. Segundo eles, o esforço de apresentar uma estrutura ótima de capital não é um problema, porque não é uma necessidade. O que realmente impacta o valor da empresa é a tomada de decisão de investimento. Neste estudo não levaram em conta os custos de corretagem e de falência, impostos (pessoa física e jurídica), entre outros. Neste mesmo ambiente, o custo médio ponderado de capital não é afetado pela estrutura de capital (MODIGLIANI; MILLER, 1958).

Modigliani e Miller (1963) apresentaram um outro trabalho considerando o efeito dos impostos pessoa jurídica, segundo a legislação norte americana. Neste caso, a melhor estrutura de capital é composta de 100% de dívida, porque registrando os juros como despesas, aumenta o lucro do acionista.

Os efeitos da tributação pessoa física e jurídica foram inseridos em um trabalho de Miller. Quando se considera a tributação pessoa física, os ganhos advindos dos juros como despesas são reduzidos, porque o acionista tem seu lucro reduzido ao ser tributado. Segundo ele, devido a esta compensação com alíquotas próximas, a estrutura de capital não tem efeito sobre o valor da empresa (MILLER, 1977).

2.2.2 Teoria do *Trade-Off*

Nos modelos de Modigliani e Miller (1958, 1963), os custos de falência não foram considerados, porém em qualquer ramo de negócio este risco existe. As empresas podem passar por situações financeiras difíceis temporariamente ou mesmo solicitar o processo de falência. Podem ocorrer então custos processuais, contábeis, etc. A imagem da empresa perante o mercado fica marcada, o crédito fica mais difícil, ativos podem ser vendidos, ações trabalhistas podem ocorrer, perdas de capital intelectual, entre outros. Diante dessas possibilidades, as empresas evitam utilizar excessivamente a dívida. Esses argumentos relacionados aos custos de falência levaram ao desenvolvimento da teoria do *trade-off*, ou teoria da estrutura ótima de capital, em que as empresas se esforçam para compensar os juros mais elevados e os custos de falência com os benefícios da dívida (KRAUS; LITZENBERGER, 1973; SCOTT, 1976).

As empresas devem buscar uma estrutura ótima de capital em que os custos são minimizados e os lucros maximizados. Essa tomada de decisão envolve o equilíbrio entre os custos marginais e os benefícios marginais da dívida. Geralmente o custo de capital de terceiros é menor do que o capital próprio por causa da dedução fiscal (a legislação brasileira permite contabilizar os juros da dívida nas despesas financeiras), reduzindo o pagamento do imposto.

Porém acima de determinado ponto de dívida, os custos de falência podem reduzir essa vantagem (MYERS, 1984).

De acordo com a teoria do *trade-off*, a estrutura de capital é determinada por um equilíbrio entre benefícios da dívida e os custos da dívida. Os benefícios e custos podem ser obtidos em uma variedade de maneiras. Numa perspectiva as empresas equilibram os benefícios fiscais da dívida contra os custos da falência. Noutra perspectiva as extensões da dívida gerenciam e mitigam problemas de agência de fluxo de caixa livre, uma vez que a dívida deve ser paga para evitar a falência (FRANK; GOYAL, 2009).

2.2.3 Teoria *Pecking Order*

Estudando como as empresas estabelecem suas estruturas de capital, Gordon Donaldson, no trabalho intitulado *Corporate Debt Capacity*, em 1961, descobriu que: a) há uma preferência por financiar-se com recursos gerados internamente; b) estabelecem-se a política de dividendos com base na expectativa de oportunidades de investimento futuros e fluxos de caixa futuros esperados; c) existe uma ordem de prioridade de financiamento e não um tratamento equilibrado (MYERS, 1984).

Com base nas conclusões de Donaldson outros autores como Ross (1977), Leland e Pyle (1977), Myers (1984) e Myers e Majluf (1984) desenvolveram a teoria *Pecking Order*. A teoria *Pecking Order* sugere que a tomada de decisão das empresas quanto ao recurso a ser utilizado no financiamento de seus projetos têm uma ordem de preferência. Devido às assimetrias de informação entre os investidores e gestores, a empresa preferirá lucros retidos à dívida, dívida de curto prazo à dívida de longo prazo e dívida sobre capital próprio (MYERS, 1984).

O financiamento interno é preferido, porque acaba tendo um custo de obtenção do capital menor quando os gestores possuem mais informação sobre a atividade da empresa do que os potenciais investidores. A assimetria de informações gera inconvenientes que penalizarão as empresas financeiramente quando estas procurarem financiamento externo (FRANK; GOYAL, 2009).

A teoria *Pecking Order* estabelece uma hierarquia entre as fontes de financiamento: a) Lucros retidos; b) Dívida de curto prazo e depois dívida de longo prazo; c) Emissão de ações. A emissão de capital próprio é a operação que possui o maior custo de informação, pois o mercado a enxerga como negativa.

Em sua forma mais simples, o modelo de hierarquia de financiamento corporativo diz que, quando os fluxos de caixa internos de uma empresa são inadequados para seus investimentos reais e compromissos de dividendos, a empresa emite dívida. O patrimônio nunca é emitido, exceto possivelmente quando a empresa só pode emitir dívidas não solicitadas e os custos de dificuldades financeiras são altos. Os resultados encontraram forte apoio para essa previsão em uma amostra de 157 empresas que negociaram continuamente no mercado americano durante o período de 1971 a 1989 (SHYAM-SUNDER; MYERS, 1999).

Entretanto, ao contrário do que é frequentemente sugerido, o financiamento interno não é suficiente para cobrir, em média, os investimentos. O financiamento externo é muito utilizado. A teoria *pecking order* foi testada em uma ampla seção transversal de empresas americanas de capital aberto no período de 1971 a 1998. Com o tempo, o suporte à hierarquia diminuiu por dois motivos: a) um número maior de pequenas empresas foram negociadas publicamente nas décadas de 1980 e 1990 do que na década de 1970. Como as pequenas empresas não seguem a ordem hierárquica, a média geral se afasta da teoria *pecking order*. b) mesmo quando a atenção é restrita ao maior quartil de firmas, o apoio à teoria *pecking order* diminuiu com o tempo. O patrimônio se torna mais importante (FRANK; GOYAL, 2003).

Odit e Gobardhun, (2011) sugerem a *modified pecking order theory* (MPOT) para o financiamento das PME, porque as empresas estudadas financiam seus ativos fixos com dívida de longo prazo e ativos circulantes com dívida de curto prazo. A hipótese da "*pecking order*" modificada fundamenta-se em duas linhas independentes de argumentação: a que se origina na "*pecking order*" tradicional (preferência pelo uso dos recursos internos) e a que decorre da hipótese da assimetria de informações (conflito em que a emissão de ações é percebida como negativa pelo mercado) entre gestores e investidores. A estrutura de capital flutuará, então, em torno das necessidades de investimento e financiamento ao longo do tempo, não havendo um indicador que revele a existência de uma estrutura ótima (TEDESCHI, 1997).

2.2.4 Teoria da agência

Pode haver conflito de interesses entre os gestores e acionistas numa empresa, já que o acionista investe na empresa, porém quem toma a decisão de alocação de recursos é o gestor. Essa relação, quando problemática, pode gerar custos para a empresa. Esses problemas podem surgir quando os acionistas desconfiam que o gestor está agindo a favor de interesses próprios e não a favor do investidor.

A teoria da agência se desenvolveu em duas linhas: positivista e agente principal. O foco de análise das duas correntes é o contrato entre o comitente e o agente. Os pesquisadores positivistas se concentraram em identificar situações nas quais o acionista e o gestor provavelmente têm objetivos conflitantes e, em seguida, descreve os mecanismos de governança que limitam o comportamento por interesse próprio do gestor. Os pesquisadores do agente principal preocupam-se com uma teoria geral, que pode ser aplicada a relações entre empregador-empregado, advogado-cliente, comprador-fornecedor e outros (EISENHARDT, 1989).

Fama (1980) estudou a separação entre propriedade e controle. Discutiu o papel de mercados eficientes de capital e trabalho como mecanismos de informação que são usados para controlar o comportamento egoísta dos altos executivos. Afirma que o problema pode ser resolvido por meio de revisão salarial e contratos de incentivo financeiro (bônus) aos gestores. Para Ross (1973), a solução ideal para o problema do principal implicava no mapeamento de todas as ações do agente. Nesse caso, pode-se pensar que o diretor poderia simplesmente dizer ao agente para executar um ato específico. A dificuldade surge em monitorar o ato que o agente escolhe, podendo se tornar economicamente inviável. Harris e Raviv (1991) apontaram várias implicações da teoria da agência. Entre elas: a alavancagem está associada negativamente à extensão das oportunidades de crescimento; as firmas mais antigas com mais créditos tendem a ter taxas de inadimplência e custos da dívida menores. Fama e Jensen (1983) descreveram o papel do conselho de administração como um sistema de informação que os acionistas de grandes empresas poderiam usar para monitorar o oportunismo dos principais executivos.

Uma contribuição da teoria da agência são suas implicações de risco. Presume-se que as organizações tenham futuro incerto. A implicação é que a incerteza do resultado, juntamente com as diferenças na disposição de aceitar o risco, deve influenciar os contratos entre o principal e o agente. Numa grande empresa espera-se que a incerteza dos resultados não influencie a neutralidade do gestor quanto ao risco. Entretanto, em uma empresa pequena ou nova, que possui recursos limitados, o risco do negócio é alto, fazendo com que o comportamento do gestor seja de aversão ao risco (EISENHARDT, 1989).

McNamara, Murro e O'Donohoe (2017) fizeram um estudo na Europa com pequenas e médias empresas, testando o impacto da infraestrutura de empréstimos dos países na estrutura de capital das empresas. Os resultados demonstram que os países em que a legislação de falência é ineficiente, podendo o gestor enxergar um risco maior, os níveis de

dívida são mais baixos nas PME, que por sua vez, pode refletir em menor investimento e criação de empregos.

Para Jensen e Meckling (1976), os custos de agência são bem reais e dependem do tipo de contrato ou delegação de tomada de decisão a que os gestores estão sujeitos. Podem envolver tanto as questões relativas ao capital próprio como também as relativas ao capital de terceiros, afetando assim a estrutura de capital.

Nesta perspectiva, pode surgir o comportamento de *Managerial Entrenchment* (enraizamento gerencial), que será discutido na próxima seção.

2.2.4.1 Enraizamento gerencial

Berger, Ofek e Yermack (1997) definem enraizamento como o grau em que os gerentes deixam de experimentar disciplina em toda a gama de mecanismos de governança e controle corporativos, incluindo monitoramento pelo conselho, ameaça de demissão ou aquisição e incentivos de desempenho baseados em ações ou remuneração. Para Rodrigues e António (2010) é um excesso de poder destes gestores sobre os constituintes organizacionais. Esse poder aumenta na medida em que os mecanismos de controle (governança corporativa) são fracos. Outros fatores que exercem influência são: a ameaça de demissão ou aquisição por parte de outra empresa e incentivos de desempenho baseados em ações ou remuneração.

Os gestores podem preferir um menor nível de endividamento para proteger seu cargo (FAMA, 1980) ou para reduzir suas pressões quanto ao desempenho e compromisso de apresentar excelentes resultados (JENSEN, 1986). Por outro aspecto, Harris e Raviv (1988), Stulz (1988) e outros sugerem que tentativas de aquisição podem para aumentar a alavancagem além do ponto ideal. Outra possibilidade, segundo Berger, Ofek e Yermack (1997) é que gestores enraizados, às vezes, adotem um nível de endividamento excessivo como um dispositivo transitório que sinalize um compromisso de vender ativos ou de outra forma reestruturar, antecipando assim tentativas de aquisição por pessoas de fora que poderiam ter planos diferentes para aumentar o valor da empresa.

O enraizamento gerencial depende de seu poder relativo à propriedade gerencial, de sua idade no momento da indicação e de seu mandato antes da indicação. Os efeitos desse comportamento do gestor nem sempre é negativo no desempenho da empresa e na criação de riqueza (ELLILI, 2012).

Nesta mesma linha de pensamento, Zwiebel (1996) afirma que entre as explicações mais aceitas de estrutura de capital está o modelo da teoria da agência em que o endividamento

serve para controlar os gestores. Uma teoria derivada é a busca da otimização gerencial ao invés da otimização do negócio ou dos acionistas. Neste sentido, o gestor escolhe uma estrutura de capital que fortaleça sua posição e evite uma aquisição. A empresa é alavancada para mostrar um desempenho eficiente e manter seu cargo. Também deve haver uma coordenação entre endividamento e pagamento de dividendos. O excesso de dívidas deve ser evitado por causa dos custos de falência.

As teorias baseadas no argumento de Jensen (1986) de que o endividamento reduz a discricção do gestor implicam que os gestores não emitirão o valor ótimo da dívida sem a pressão de um controle. Os resultados da pesquisa de Berger, Ofek e Yermack (1997) encontrou evidências de que a alavancagem das empresas é afetada pelo grau de enraizamento gerencial, e a maioria dos resultados indica que gestores enraizados buscam evitar dívidas. A alavancagem é menor quando o CEO tem um longo mandato no cargo, tem incentivos de ações e remuneração fracos e não enfrenta um forte monitoramento do conselho de administração ou dos principais acionistas.

Para Novaes (2003), os acionistas usam o endividamento para controlar os gestores e maximizar o valor da empresa. Por outro lado, os modelos gerenciais presumem que o endividamento está sob o controle de gestor enraizado que, na ausência de uma ameaça de aquisição, não contrairá mais dívidas para não aumentar o risco de falência e seus custos, mantendo segura sua posição na organização.

Harris e Raviv (1988), Stulz (1988) sugerem que os motivos de entrincheiramento podem fazer com que os gerentes aumentem a alavancagem além do ponto ideal, a fim de aumentar o número de votos de suas participações acionárias e reduzir a possibilidade de tentativas de aquisição. A ameaça de aquisição, quando concretizada, é conhecida como *Takeover*. Ocorre quando há a aquisição total ou da maioria das ações de uma empresa por parte de outra. Essa aquisição pode ser amigável ou hostil. Amigável quando é realizada de comum acordo entre as partes. Hostil quando realizada sem prévio aviso (SEMEDO, 2015).

Harris e Raviv (1991) concluem que as empresas que sejam alvo de *takeover* hostil aumentam seu nível de capital de terceiros, porque existe uma relação negativa com a possibilidade dessa ação ser efetivada e uma relação positiva com a possibilidade de aumento no preço das ações. Também as empresas, que sofreram uma ação de *takeover* hostil sem êxito, apresentam um maior nível de endividamento.

2.2.5 Teoria da sinalização

Considerando que, os gestores devem buscar uma estrutura de capital ótima e na linha de raciocínio da teoria do *trade-off*, empresas do mesmo setor deveriam ter estruturas de capital próximas, pois, em tese, possuem os mesmos riscos, ativos e lucratividade semelhantes e atuam no mesmo mercado. Porém estudos empíricos demonstram que, na prática, isso nem sempre ocorre, sendo que esta tomada de decisão tem a influência de outros fatores.

Por exemplo, no estudo empírico de Marsh (1982) em empresas do Reino Unido entre 1959 e 1974, apesar de as empresas parecerem fazer sua escolha de instrumento de financiamento como se tivessem em mente os níveis-alvo da dívida, foram fortemente influenciadas pelas condições de mercado e pelo histórico de preços de títulos na escolha entre dívida e patrimônio líquido. Também existiu a influência do tamanho da empresa.

A Teoria da Sinalização foi desenvolvida por Spence (1973) e é utilizada para explicar o comportamento dos mercados a partir dos sinais emitidos. Neste artigo o autor utiliza como exemplo o mercado de trabalho, no qual há assimetria de informações entre o empregador e a pessoa que está sendo contratada (SILVA et al., 2018).

As inconsistências entre os estudos empíricos e a teoria *Trade-off* levou Ross (1977) a impulsionar a teoria da sinalização ou informação assimétrica. Segundo essa teoria as expectativas dos agentes do mercado não são homogêneas, ou seja, diferentes grupos têm informações diferentes. A simples sinalização de incentivo, modelo desenvolvido em seu artigo, fornece uma teoria para a determinação da estrutura financeira da empresa.

As informações são assimétricas porque nem sempre os acionistas possuem a totalidade das informações que os gestores possuem, como por exemplo, dados operacionais de viabilidade de projetos, oportunidades de investimento, tomada de decisão, riscos envolvidos (HARRIS; RAVIV, 1991).

Segundo a teoria da sinalização, uma empresa com perspectivas muito favoráveis evita vender ações, se necessário, até aumenta seu endividamento. Então o mercado enxerga no endividamento um sinal positivo de que a empresa está bem. Sendo que o anúncio de oferta de ações pode sinalizar ao mercado que a empresa não está bem.

Outra forma de sinalizar ao mercado é por meio da política de dividendos. Havendo um aumento na distribuição de dividendos, o mercado sinaliza positivamente, entendendo que a geração de fluxos de caixa futuros será aumentada. O valor dos títulos emitidos pelas empresas depende da interpretação feita pelo mercado acerca dos sinais dados pelos gestores das empresas, na medida em que estes sinais constituem indícios sobre os fluxos futuros esperados (VIEIRA; NOVO, 2010).

2.2.6 Teoria do *Market Timing*

Devido à assimetria de informações, o momento da emissão de ações se torna importante para o financiamento dos projetos da empresa a um custo menor e no volume necessário. Aproveitando as falhas do mercado, as empresas emitem ações quando os preços estão altos (BAKER; WURGLER, 2002b) e recompram ações quando os preços caem (CHEN; LU, 2015). Essa prática, que tem como objetivo otimizar o financiamento de oportunidades de investimento, é a abordagem da teoria do *Market Timing*.

Existem duas correntes sobre o *Market Timing*. De acordo com a primeira, os agentes econômicos são racionais. Assumindo que os custos da seleção adversa variam com o tempo, vários estudos propõem explicá-la como um modelo dinâmico da teoria hierárquica. Destacam a relevância dos problemas de assimetria informacional (e suas variações ao longo do tempo) no processo de emissão de ações. A segunda corrente implica que os agentes econômicos são irracionais e que as empresas emitem capital quando os preços das ações estão altos e recompram quando os preços estão em queda (DRISSI; GHAZOUANI; GHAZOUANI, 2013).

A estrutura de capitais das empresas é fortemente relacionada aos valores históricos do mercado. É o resultado acumulado das várias tentativas passadas de aproveitar condições favoráveis do mercado de ações (BAKER; WURGLER, 2002a).

2.2.7 Outras abordagens

Outras teorias são apresentadas por Semedo (2015), como por exemplo: perspectiva estratégica e ciclo de vida.

2.2.7.1 Perspectiva Estratégica

Dois trabalhos sugerem uma variedade de ligações entre estrutura de capital e estratégia corporativa, porém com reduzido número de outros estudos empíricos sobre o assunto. Alguns fatores determinantes para a estrutura de capital são: a propensão ao risco pela liderança, os objetivos da liderança, preferência por financiar as necessidades da empresa com fundos gerados internamente, o contexto financeiro específico da empresa (BARTON; GORDON, 1987; LOWE; NAUGHTON; TAYLOR, 1994).

Ao contrário das abordagens anteriores, a teoria baseada na perspectiva estratégica se baseia em aspetos não financeiros para explicar a estrutura de capital das empresas. Defende

que os determinantes da estrutura de capitais das empresas serão: os valores, objetivos, preferências, experiências e características dos proprietários-gestores, oportunidades/ameaças e forças/fraquezas da empresa (SEMEDO, 2015;CORREIA, 2003).

2.2.7.2 Ciclo de vida

Continuando na linha de estudos, com abordagens não financeiras, para responder às questões de estrutura de capital, o ciclo de vida tem sido negligenciado por acadêmicos que estimulam os aspectos financeiros do comportamento corporativo e ensinam finanças. As características das empresas mudam sistematicamente conforme amadurecem, portanto se deixar de considerar isto, a pesquisa ficará incompleta. Na literatura há vários autores que abordam o ciclo de vida das empresas. De maneira resumida, classifica-se em quatro etapas: nascimento, crescimento, maturidade e declínio (GUP; AGRRAWAL, 1996).

Damodaran (2007) infere que, de maneira geral, a fase inicial da empresa é caracterizada pelo financiamento dos proprietários e dos bancos. Na fase de crescimento as necessidades de financiamento aumentam e a empresa passa a buscar outras fontes, modificando a estrutura de capital.

Kayo et al. (2004) estudaram a relação entre o ciclo de vida da empresa e os determinantes da estrutura de capital. A amostra foi separada em dois segmentos: empresas de alto crescimento e empresas de baixo crescimento. Concluíram que a lucratividade é um fator relevante independente do estágio, porém o crescimento apresentou uma relação positiva para o segmento de alto crescimento, enquanto o benefício fiscal não oriundo do uso da dívida apresentou uma relação negativa no segmento de baixo crescimento.

Reis, Campos e Pasquini (2017) afirmam que há evidências de que o papel dos determinantes da estrutura de capital se altera conforme o estágio do ciclo de vida das empresas. Por exemplo, Lucratividade, Oportunidade de Crescimento e Tamanho são influenciadores da estrutura de capital em qualquer estágio do ciclo de vida, enquanto valor Colateral dos Ativos (imobilizado + estoque/ativo) e Singularidade (ativos específicos) (despesas de vendas/receita) apresentam comportamentos distintos no ciclo de vida das empresas. A Singularidade apresentou uma relação negativa com o endividamento para empresas em fase de alto crescimento, o que de um modo geral é esperado, pois ativos específicos (singulares) têm um menor valor como colateral e, portanto, um menor endividamento.

Pohlmann et al. (2004) discutiram o conceito de especificidade de ativos, seu papel na teoria de custos da transação, seus efeitos na estrutura de capital e no valor da empresa.

Testaram a hipótese de que baixos níveis de endividamento geral e de longo prazo estariam associados a firmas atuantes em mercados com maior grau de concentração industrial.

2.2.8 Estrutura de capital das PME

As teorias da estrutura de capital foram originalmente desenvolvidas com base nas características de grandes empresas. Vários artigos citam essas teorias e tentam aplicar para a estrutura de capital das PME, por exemplo: perspectivas da economia neoclássica, ciclo de vida, *pecking order* e teoria da agência (CHITTENDEN; HALL; HUTCHINSON, 1996); teoria da agência, teoria dos custos de transação, teoria da irrelevância, *pecking order*, teoria da assimetria de informações, *static trade off theory* (MICHAELAS; CHITTENDEN; POUTZIOURIS, 1998); teoria da irrelevância e desde então, a literatura sobre finanças corporativas cresceu enormemente, porém, basicamente distingue entre duas abordagens teóricas principais: (1) a teoria do *trade-off*, (2) a *pecking order theory*; teoria da assimetria de informações, *market timing*; (NAWI, 2018) (BALIOS et al., 2016) teoria da irrelevância; as principais teorias da estrutura de capital são a *trade-off theory* (TOT), a *pecking order theory* (POT), a *agency cost theory* (ACT) e *market timing theory* (MTT) (RAO; KUMAR; MADHAVAN, 2019) (HUANG et al., 2016). Apesar desses estudos utilizarem as tradicionais teorias de estrutura de capital desenvolvidas para as grandes empresas para estudar as PME, ficou demonstrado que apresentam uma estrutura de capital diferente, porque as pequenas empresas tendem a se concentrar mais no financiamento de dívida de curto prazo e o financiamento da dívida é amplamente determinado pela estrutura de ativos e crescimento das PME (ODIT; GOBARDHUN, 2011).

Mac an Bhaird e Lucey (2010) fizeram um estudo na Irlanda, porque até então, grande parte dos estudos haviam sido realizados nos EUA e Reino Unido, contribuindo assim, para o crescimento do conhecimento por meio dos testes empíricos.

Os argumentos da POT são favoráveis às PME, pois geralmente enfrentam restrições de crédito no mercado e são obrigadas a usar fundos internos para seu financiamento em comparação com outros recursos financeiros (MATEEV; POUTZIOURIS; IVANOV, 2013). As PME holandesas usam os lucros para reduzir seu nível de endividamento e, assim, preferem fundos internos a fundos externos; e as empresas em crescimento aumentam o endividamento, pois precisam de mais fundos (DEGRYSE; DE GOEIJ; KAPPERT, 2012). Os resultados de Forte, Barros e Nakamura (2013) são consistentes com a POT e sugerem que as PME brasileiras tendem a financiar sua expansão com dívida somente depois de esgotar seus

recursos internos. As PME dependerão inicialmente de lucros acumulados; se não puderem fazer isso, buscarão financiamento por dívida (ODIT; GOBARDHUN, 2011). Portanto, percebe-se o domínio da teoria *pecking order* na explicação da estrutura de capital das empresas (KUMAR; COLOMBAGE; RAO, 2017).

Existem vários fatores que diferenciam a escolha do financiamento de pequenas e grandes empresas. Entre os fatores estão: planejamento de negócios, metas, relacionamento, rede, orientações culturais, ambiente, percepções e crenças do proprietário. As grandes empresas apresentam comparativamente um menor risco financeiro e passivo circulante em relação ao total de ativos. Quando a empresa apresenta algumas ferramentas de gestão como plano de negócios, plano estratégico, estrutura de gerenciamento e avaliação de desempenho, aumenta a possibilidade de aprovação, por parte dos credores, para que a empresa faça uso da dívida (NAWI, 2018).

Odit e Gobardhun (2011) sugerem a *modified pecking order theory* (MPOT) para o financiamento das PME, porque as empresas estudadas financiam seus ativos fixos com dívida de longo prazo e ativos circulantes com dívida de curto prazo. Serrasqueiro e Nunes (2012) afirmam que POT e TOT não são mutuamente exclusivos e que, de fato, essas teorias devem ser estudadas de forma independente, no contexto das PME, ao longo da sua sobrevivência, pois empresas mais jovens apresentam maior uso dos lucros retidos. Porém no caso de Gana, na pesquisa de Yartey (2011), a dívida de curto prazo é preferida aos fundos internos para financiar o crescimento da empresa, mas o uso da dívida de curto prazo também torna as PME mais suscetíveis a condições econômicas turbulentas, aumentando seu risco.

Por outro lado, sabe-se que empresas menores têm maior dificuldade de aprovação dos pedidos de empréstimo. Além disso, as empresas que obtiveram melhorias em seus fundos internos, histórico de crédito ou posições de capital são menos propensas a ter o crédito negado (HOLTON; LAWLESS; MCCANN, 2013). Também à medida que as PME se tornam maiores, mais antigas e mais transparentes em termos de informações, têm maior probabilidade de usar financiamento público de capital ou dívida de longo prazo, em oposição ao financiamento interno (GREGORY et al., 2005).

Além da situação da empresa, das leis de cada país, da economia mundial e local, a literatura também salienta a importância da influência do setor de atuação na determinação da estrutura de capital das PME. Os resultados indicam claramente que o efeito do setor é importante na explicação da estrutura de capital das PME e que existem variações na estrutura de capital entre os vários setores (ABOR, 2007), com diferentes níveis médios de dívida, o que

está de acordo com a teoria do *trade-off* (DEGRYSE; DE GOEIJ; KAPPERT, 2012). Por exemplo, Titman e Wessels (1988a) afirmam que as empresas que fabricam máquinas e equipamentos devem ser financiadas com relativamente menos dívidas.

No estudo de Camara (2017), utilizou-se da estrutura de capital mediana do setor e da estrutura de capital do líder do setor para identificar o efeito manada na tomada de decisão em 4 setores. Também vale a pena notar que vários estudos encontraram efeitos significativos do setor nos índices de dívida (MARSH, 1982). Além disso, as evidências sugerem que a estrutura de capital das pequenas empresas depende do tempo e do setor (MICHAELAS; CHITTENDEN; POUTZIOURIS, 1999). Sobre as diferenças nos determinantes da estrutura de capital entre os países, a pesquisa mostra que existem variações, que podem muito bem ser devido a diferenças de atitudes em relação a empréstimos, exigências de divulgação, relacionamentos com bancos, tributação e outras diferenças econômicas, sociais e culturais nacionais (HALL; HUTCHINSON; MICHAELAS, 2004).

Frank e Goyal (2009) identificam um pequeno número de fatores que são empiricamente robustos e financeiramente importantes: lucratividade, tamanho, tangibilidade de ativos e crescimento na explicação das decisões da estrutura de capital, geralmente oriundos de estudos em grandes empresas. Entretanto, o estudo de Michaelas, Chittenden e Poutziouris (1999) sugere que a maioria dos determinantes da estrutura de capital apresentados pela teoria das finanças parece realmente relevante para o setor de pequenas empresas do Reino Unido e acrescenta: idade, risco operacional, giro de ações e devedores líquidos que podem afetar o nível da dívida de curto e longo prazo em pequenas empresas. Já Rao, Kumar e Madhavan (2019) identificam lucratividade, tangibilidade, tamanho, idade, crescimento, liquidez, retorno sobre o patrimônio e fluxo de caixa operacional. Mateev, Poutziouris e Ivanov (2013) argumentam que os determinantes da alavancagem da empresa podem ser consideravelmente diferentes, dependendo do tamanho e da idade da empresa.

No Quadro 3, apresenta-se o relacionamento entre os determinantes do estudo e as principais abordagens sobre estrutura de capital, que, segundo Balios et al. (2016), são: (1) a teoria do *trade-off*, (2) a *pecking order theory*.

Quadro 3 - Relação entre os determinantes e as teorias de estrutura de capital

Variável/Teoria	<i>Pecking order theory</i>	Referência	Teoria do <i>Trade off</i>	Referência	<i>Modified Pecking Order Theory</i>	Referência
Excesso de Confiança	X	Heaton (2002)	X	Hackbarth (2008)	X	Vivian e Xu (2018)

Lucratividade	X	Newman, Gunessee e Hilton (2012)	X	Fama e French (2002)		
Tamanho	X	Newman, Gunessee e Hilton (2012)	X	Titman e Wessels (1988b)		
Tangibilidade	X	Serrasqueiro e Caetano (2015)	X	Serrasqueiro e Caetano (2015)		
Crescimento	X	López Gracia e Sogorb Mira, (2008)	X	Serrasqueiro e Caetano (2015)		

Fonte: Elaboração própria

2.3 Excesso de Confiança

Neste capítulo discute-se as origens da abordagem comportamental nas finanças, o surgimento das finanças comportamentais, a importância da inclusão dos vieses cognitivos nos estudos que envolvem tomada de decisão, os principais conceitos sobre o viés excesso de confiança, bem como, os principais trabalhos escritos sobre o tema.

2.3.1 Abordagem comportamental

Pelo menos desde o século XVIII traços da personalidade têm sido incorporados na análise formal das decisões financeiras. Bernoulli (1954), em artigo originalmente escrito em 1738, observou que havia diferenças de julgamento e comportamento das pessoas diante da mesma situação. Afirma que para a determinação do valor de um item não se deve basear no seu preço, mas sim na utilidade que produz. Para ele, não há dúvida de que um ganho de mil é mais significativo para um pobre do que para um homem rico, embora ambos ganhem o mesmo montante.

Segundo Simon (1955), as pessoas procuram as soluções para os problemas de forma limitada, aceitam decisões satisfatórias apenas e não necessariamente ótimas. Esse pensamento contrasta fortemente com a linha tradicional da teoria econômica e das finanças, onde por métodos racionais se chega à decisão ótima. O paradoxo da racionalidade desaparece quando se substitui o “homem econômico” por um organismo de escolha de conhecimento e capacidade limitados. Esse modelo serve para explicar muitos dos fenômenos do comportamento organizacional.

Neste contexto surgiram os campos de estudo da Economia Comportamental e das Finanças Comportamentais. A economia comportamental percorreu um longo caminho. A atual geração de economistas comportamentais está usando todas as ferramentas modernas da economia, da teoria ao *big data*, passando pelos modelos estruturais e neurociência e aplicando essas ferramentas à maioria dos domínios em que os economistas praticam seu ofício (THALER, 2018).

Costa, Carvalho e Moreira (2019) realizaram uma análise bibliométrica sobre Economia Comportamental e Finanças Comportamentais. Afirmam que o campo das Finanças Comportamentais emerge da Economia Comportamental, tendo Daniel Kahneman e Amos Tversky como seus precursores; Eugene Fama está entre os mais citados; foca no estudo de erros de julgamento e de características decisórias em aplicações financeiras; e se tornou um importante campo de estudo.

2.3.2 Finanças comportamentais

Finanças comportamentais estuda a aplicação da psicologia comportamental ou cognitivo-comportamental ao financiamento, com foco nos vieses cognitivos de nível individual (HIRSHLEIFER, 2015). O início dos estudos na área das finanças comportamentais se deu na década de 80, a partir de estudos empíricos em que os limites da arbitragem, permitiram uma incorreta precificação de ativos. Por exemplo, sabe-se hoje, que é difícil corrigir as variações nos preços causadas por agentes não totalmente racionais. O comportamento começou a fazer parte dos estudos, dentro de um modelo de racionalidade limitada. A psicologia identificou os desvios dessa racionalidade (BARBERIS; THALER, 2002).

Baker, Ruback e Wurgler (2007) apresentam duas abordagens para as pesquisas em finanças comportamentais. A primeira enxerga as decisões de investimento e financiamento como respostas racionais à precificação incorreta do mercado. A segunda estuda o efeito da não padronização e dos preconceitos de julgamento na tomada de decisão gerencial.

Após vários estudos nesse sentido, Kahneman e Tversky (1979) desenvolveram a Teoria do Prospecto que afirma não ser o processo de tomada de decisão estritamente racional, particularmente, quando o tempo disponível é limitado, ao invés disso, os tomadores de decisão usam atalhos mentais (heurísticas) no processo. Buscaram explicar os vieses no processo de tomada de decisão e propuseram uma nova Teoria de Utilidade Esperada para tomada de decisões em condições de risco, além de explicações para os processos pelos quais os impulsos

sensoriais são transformados, reduzidos, elaborados, armazenados, recuperados e usados. Apresentam o efeito certeza, reflexo e isolamento. O efeito certeza demonstra que as pessoas tendem a dar um peso maior a ganhos que são considerados certos, quando comparados a ganhos que são prováveis, o que caracteriza a aversão ao risco quando se trata de escolhas que envolvem ganhos seguros. Assim, as preferências pessoais violam o princípio defendido pela teoria da utilidade esperada, de que a utilidade dos ganhos é ponderada com base em suas probabilidades de ocorrência.

Baucells e Villasís (2010) comentam que no contexto do efeito reflexão, um tomador de decisão se comportará como avesso ao risco para ganhos e propenso ao risco para perdas de probabilidade moderada a alta. Para ganhos e perdas de baixa probabilidade, o padrão é revertido devido ao efeito da função de ponderação de probabilidades.

A fim de simplificar a escolha entre alternativas, as pessoas muitas vezes desconsideram os componentes que as alternativas compartilham e se concentram nos componentes que as distinguem. Nesse cancelamento, derivado do efeito isolamento, componentes iguais partilhados pelos prospectos são desconsiderados. A consequência deste isolamento é a escolha equivocada de alternativas (KAHNEMAN; TVERSKY, 1979) (PEREIRA; SILVA; JÚNIOR, 2017).

De acordo com Tversky e Kahneman (1992) na teoria do prospecto cumulativa, as preferências de risco são baseadas em referências, ou seja, a escolha da melhor opção (a que tem maior valor) não é a medida em riqueza absoluta, mas o resultado relativo dos ganhos e perdas percebidos em relação a algum ponto de referência.

Dar à economia uma dimensão mais humana e criar teorias que se apliquem aos seres humanos, tornarão nossa disciplina mais forte, mais útil e, sem dúvida, mais precisa (THALER, 2018). No contexto de identificar uma dimensão mais humana no tema finanças, analisando o comportamento do gestor no contexto empresarial geral, algumas conclusões foram: as decisões de investimento em ações são influenciadas conjuntamente por fatores econômicos, sociais, culturais e psicológicos (AREGBEYEN; OGOCHUKWU, 2011); o comportamento pessoal dos CEO pode, em parte, explicar o comportamento financeiro corporativo das empresas que eles gerenciam (CRONQVIST; MAKHIJA; YONKER, 2012); a desvinculação da teoria da humanidade nos negócios pode contribuir para os livros didáticos apresentarem um quadro distorcido da realidade (DEMPSEY, 2014); a hipótese de mercado eficiente se mantém no nível macro, mas não no nível micro (KHASHANAH; ALSULAIMAN, 2016b); não se pode assumir que existe uma teoria geral uniforme do comportamento do

mercado (EFREMIDZE; RUTLEDGE; WILLETT, 2016) e a capacidade total de endividamento diminui com o grau de inconsistência de tempo do agente, e a longo prazo diminui mais (LI; MU; YANG, 2016).

Em relação às PME, alguns estudos empíricos demonstram que as decisões nem sempre são totalmente racionais e que vieses cognitivos podem influenciar na escolha. Por exemplo: nas pequenas empresas, fatores não financeiros e comportamentais, como a necessidade de controle, propensão ao risco, experiência, conhecimento e metas podem ser mais importantes para influenciar a estrutura de capital do que os fatores financeiros (MICHAELAS; CHITTENDEN; POUTZIOURIS, 1998).

Existem algumas variáveis cognitivas que afetam o processo de financiamento da tomada de decisões da empresa, por exemplo, excesso de confiança e otimismo (KUMAR; COLOMBAGE; RAO, 2017), inclusive com relação às PME (KAPKIYAI; KIMITEI, 2016). Barros (2005) afirma que otimismo e o excesso de confiança dos gestores podem exercer impacto significativo sobre decisões corporativas e, em especial, podem ser importantes determinantes da estrutura de capital das empresas. Além disso, as evidências mostram que os proprietários de PME são propensos à auto atribuição, excesso de confiança e aversão à perda, mas não à ancoragem (KENT BAKER; KUMAR; SINGH, 2018).

Diante da importância dos vieses dentro do estudo das Finanças Comportamentais surge a necessidade de discuti-los.

2.3.2.1 Vieses comportamentais

Numa revisão recente da literatura, foram identificados 17 vieses comportamentais:

Tabela 1 - Quantidade de artigos sobre o tema

<i>Classificação</i>	<i>Vieses</i>	<i>Quantidade de estudos</i>
1	<i>Overconfidence</i>	24
2	<i>Disposition effect</i>	20
3	<i>Herding</i>	17
4	<i>Loss aversion</i>	14
5	<i>Mental accounting</i>	06
6	<i>Representativeness</i>	06
7	<i>Conformation</i>	06
8	<i>Framing</i>	07
9	<i>Hindsight</i>	05
10	<i>Anchoring</i>	04

<i>Classificação</i>	<i>Vieses</i>	<i>Quantidade de estudos</i>
11	<i>House money effect</i>	03
12	<i>Home bias</i>	03
13	<i>Self-attribution</i>	02
14	<i>Conservatism</i>	01
15	<i>Regret aversion</i>	02
16	<i>Endowment effect</i>	02
17	<i>Recency</i>	01
	Total	123

Fonte: (ZAHERA; BANSAL, 2018)

Percebe-se, na Tabela 1, que os mais discutidos são: *Overconfidence*, *Disposition effect*, *Herding* e *Loss aversion*. O objeto de estudo deste trabalho é *Overconfidence* (excesso de confiança).

É da natureza humana que a maioria das pessoas sejam altamente otimistas (excesso de confiança) na maior parte do tempo (KAHNEMAN, 2012). Na pesquisa de Kahneman (2007) com universitários, 70% disseram que estavam acima da média em capacidade de liderança, enquanto apenas 2% se julgaram abaixo da média em relação aos colegas. Já em outra pesquisa sobre comportamento gerencial, constatou-se que os executivos parecem acreditar que têm mais controle sobre os fatos do que realmente têm. Podem surgir, então, decisões baseadas em otimismo ilusório e não em uma avaliação racional das probabilidades.

Na gestão, é a situação em que as pessoas são altamente otimistas quanto aos resultados da negociação e supõem que as informações que possuem são adequadas para que tomem decisões corretas de investimento (ZAHERA; BANSAL, 2018). Já Skala (2008) define excesso de confiança como a superestimação da certeza ou interpretação do próprio conhecimento. Para Barros e Silveira (2008) é “superestimar a precisão de suas estimativas ou previsões”. Enquanto que Shu et al. (2013) afirmam: “o excesso de confiança gerencial está relacionado à percepção do gerente de que a empresa está subvalorizada”. Malmendier e Tate (2015) definem o excesso de confiança como a superestimação do valor que um gerente acredita poder criar.

Portanto, o excesso de confiança pode ser estudado de diversas maneiras, ou seja, ele pode estar na confiança excessiva sobre a estimativa do próprio desempenho (*overestimation*), na estimativa do próprio desempenho em relação aos outros (*overplacement*) e na aplicação excessiva de estimativa sobre incertezas futuras (*miscalibration* ou *overprecision*) (MOORE; SCHATZ, 2017; MALMENDIER; TATE, 2015). E esse construto

deve ser bem elaborado, separando de outros relacionados como otimismo e ilusão de controle (GREZO, 2018). O otimismo geralmente é modelado como uma superestimação de uma habilidade ou resultado médio e o excesso de confiança como uma subestimação de uma variação (BAKER; WURGLER, 2013).

No estudo empírico de Huang, Tan e Faff (2016) foi utilizado o conceito “melhor que a média” para excesso de confiança, em que as pessoas superestimam suas próprias habilidades ou traços pessoais, considerando-se acima da média em uma habilidade ou com maior chance de serem identificadas por características desejáveis. Na investigação de Weinstein (1980), demonstra-se a existência de um viés otimista a respeito de muitos eventos futuros da vida. Os alunos tendem a acreditar que é maior a probabilidade que vão experimentar mais eventos positivos e menos eventos negativos do que seus colegas. O efeito melhor que a média também aparece em experiências focadas na tomada de decisões econômicas (CAMERER; LOVALLO, 1999) e podem ser estendidas ao nível organizacional, levando a um planejamento excessivamente otimista para o futuro (LARWOOD; WHITTAKER, 1977).

Na literatura de finanças corporativas comportamentais, em resumo, há forte evidência de que os tomadores de decisão superestimam suas próprias habilidades em relação aos outros e, como resultado, são otimistas demais com os resultados de suas decisões e da empresa (MALMENDIER; TATE, 2005a). O excesso de confiança conduz o gestor a superestimar os retornos líquidos esperados de empreendimentos incertos, seja por causa de uma tendência geral a esperar bons resultados, ou porque superestimam sua própria eficácia em obter sucesso (HIRSHLEIFER; LOW; TEOH, 2012).

Na literatura, o excesso de confiança e o viés otimista são geralmente avaliados juntos. O viés do otimismo ou o excesso de otimismo é definido como “a tendência das pessoas a superestimar a probabilidade de eventos positivos e subestimar a probabilidade de eventos negativos”. Essas decisões podem levar a empresa para caminhos errados/arriscados e são causados pelas heurísticas e vieses do processamento cognitivo falho (TOMAK, 2013).

Pelo contrário SCHRAND e ZECHMAN (2012) afirmam que os estudos devem definir bem qual viés estão focando, pois na confusão de termos pode haver inconsistência. O otimismo é uma crença irrealista (positiva) sobre os níveis de resultados (isto é, fluxos de caixa). É usado para descrever uma característica disposicional. O excesso de confiança é crença irrealista (positiva) sobre algum aspecto da distribuição de um resultado incerto (por exemplo, sub ponderar a probabilidade de resultados negativos ou subestimando o alcance). É usado para descrever uma característica que deriva da experiência do tomador de decisão (por exemplo,

educação) ou que está relacionada à tarefa (por exemplo, a controlabilidade do resultado). O excesso de confiança pode derivar do temperamento inato do tomador de decisão ou de sua experiência e domina a literatura baseada na psicologia.

Neste trabalho estuda-se o excesso de confiança, considerado como uma crença irreal (positiva) sobre os resultados futuros da empresa, de modo que a média dos investimentos seja exagerada.

Baker, Ruback e Wurgler (2007) apresentam duas abordagens para as pesquisas em finanças comportamentais. A primeira enxerga as decisões de investimento e financiamento como respostas racionais à precificação incorreta do mercado. A segunda estuda o efeito da não padronização e dos preconceitos de julgamento na tomada de decisão gerencial.

As heurísticas são uma tentativa de simplificação de tarefas complexas de avaliar, em condições de incerteza (CHAO, 2011; COSTA, 2017; CAPUTO, 2014). Os termos heurísticas e vieses têm sido utilizados para se referir às estratégias de simplificação que as pessoas usam para tomar decisões, especialmente em condições incertas e complexas (BUSENITZ; BARNEY, 1997).

A confiança nas heurísticas e a prevalência de vieses não estão restritas apenas aos leigos, e podem ser encontradas em pesquisadores e profissionais experientes (TVERSKY; KAHNEMAN, 1974). Estes autores identificaram três heurísticas que são utilizadas para fazer escolhas sob incerteza: representatividade, disponibilidade e ancoragem.

A heurística de representatividade consiste em fenômenos como: ignorar probabilidades anteriores que impactam diretamente a probabilidade final; concluir baseado em amostras muito pequenas; esperar certos resultados mesmo diante de evidências ao contrário; usar preferencialmente uma descrição que não é confiável; confiar em estereótipos e atribuir várias causas a eventos que, na verdade, são apenas uma regressão à média (SKALA, 2008).

A literatura sobre o efeito da disposição relata que os investidores estão mais propensos a vender posições vencedoras do que perdedoras (BEN-DAVID; HIRSHLEIFER, 2012). Para estimar quantidades desconhecidas, as pessoas utilizam a metodologia de começar com um valor conhecido e ir ajustando até chegar a um valor aceitável. Percebe-se que praticando essa ancoragem, os resultados tendem a ser excessivamente influenciados pela impressão, perspectiva ou valor inicial (EPLEY; GILOVICH, 2006).

Ainda segundo Kahneman, Slovic e Tversky (1982), o excesso de confiança é considerado algo característico de vários outros vieses e heurísticas identificados na literatura, porém conforme estudo de Zahera e Bansal (2018), existem 17 vieses conceituados e

classificados separadamente. Também por essa razão, essa variável (excesso de confiança) foi escolhida como objeto de estudo deste trabalho.

O excesso de confiança foi estudado pela primeira vez por Oskamp (1965). Quando os psicólogos estudam informações sobre um caso, sua confiança aumenta acentuada e constantemente, mas a precisão de suas conclusões sobre o caso atinge rapidamente um teto. Segundo Fischhoff, Slovic e Lichtenstein (1977) as pessoas tendem a ser excessivamente confiantes, isto é, eles exageram até o ponto que eles acham ser correto.

Estudos recentes tanto de sobreposição (superestimação da posição na população) no laboratório de psicologia Benoît, Dubra e Moore (2015) e do campo Merkle e Weber (2011) como de super precisão em cenários financeiros confirmam que o excesso de confiança é muito significativo, contribuindo para que, em média, executivos mal calibrados ou otimistas aumentem os investimentos e dívidas (BEN-DAVID; GRAHAM ; HARVEY, 2013).

De maneira geral, para Hackbarth (2009), tem-se argumentado que gestores superconfiantes são melhores em moldar e comunicar uma visão para a empresa, o que promove uma evolução mais produtiva da cultura corporativa. Hirshleifer (2001) defende uma abordagem mais ampla, esboça uma estrutura para entender os vieses de decisão, avalia os argumentos a priori e as evidências do mercado de capitais sobre a importância da psicologia do investidor.

Fischhoff, Slovic e Lichtenstein (1977) mostraram que as pessoas escolhem uma opção errada com muita frequência, quando têm certeza de que estão certos. Elas tendem a ser excessivamente confiantes e otimistas. Ou seja, elas preveem que eventos futuros favoráveis são mais prováveis do que realmente são, e acreditam que eles têm um conhecimento mais preciso sobre eventos futuros do que eles realmente têm (ANTONCZYK; SALZMANN, 2014).

Há evidências de que as crenças e experiências dos primeiros anos de vida dos gerentes afetam significativamente as políticas financeiras, acima e além dos determinantes tradicionais da estrutura de capital no mercado, setor e indústria. Os CEO superconfiantes superestimam os fluxos de caixa futuros e, portanto, percebem que o financiamento externo - e particularmente o patrimônio - é excessivamente caro (MALMENDIER; TATE; YAN, 2011). Para March e Shapira (1987), os gerentes são bastante insensíveis às estimativas das probabilidades de possíveis resultados; suas decisões são particularmente afetadas pela maneira como sua atenção é focada em metas críticas de desempenho; e eles fazem uma distinção nítida entre correr riscos e jogar.

Weinstein (1980) examinou a tendência das pessoas de serem irrealisticamente otimistas sobre eventos futuros da vida. No geral, eles classificaram suas próprias chances de estar acima da média para eventos positivos e abaixo da média para eventos negativos. Com relação ao mundo empresarial, as escolhas de alavancagem simplesmente refletem “estilos” gerenciais. Por exemplo, baseado no desempenho passado, empresas mais lucrativas e empresas com alto desempenho no preço das ações tendem a ter índices de dívida mais baixos (PARSONS; TITMAN, 2008). Outro fator seria a idade: Bertrand e Schoar (2003) descobriram que os CEO mais velhos escolhem uma alavancagem mais baixa. Portanto, a racionalidade limitada e as preferências gerenciais podem afetar as estruturas de capital.

Neste sentido, alguns trabalhos sugerem que os vieses comportamentais podem afetar a tomada de decisão de financiamento das empresas. Este fenômeno pode ocorrer tanto em grandes empresas como em pequenas e médias. Busenitz e Barney (1997) evidenciaram a presença da heurística da Representatividade e do viés do Excesso de Confiança em julgamentos e decisões de gestores em grandes organizações e empreendedores. Malmendier e Tate (2015) afirmam que os principais executivos demonstram excesso de confiança em suas decisões. Os gerentes de empresas são especialmente propensos ao excesso de confiança, pois superestimam a precisão de suas informações e sua capacidade de controlar riscos. Mais ainda no ambiente dos pequenos negócios onde geralmente o feedback é menos frequente e impreciso (GERVAIS, 2010).

Shefrin (2001) cita o caso da Sony que, em novembro de 1966, estava "quase em ruínas" em consequência de um projeto mantido pelo gerente Ibuka, que sucumbiu à confiança excessiva ou à aversão a perdas em suas ações. No primeiro semestre de 2001, os gerentes da Palm demonstraram excesso de confiança de que as taxas de crescimento anteriores para seu principal produto continuariam.

Segundo Heaton (2002), os gerentes excessivamente otimistas acreditam que os mercados de capital subestimam os títulos arriscados de suas empresas e podem reduzir os projetos de valor presente líquido positivo que devem ser financiados externamente, seguindo a lógica da teoria *pecking order* de estrutura de capital.

Hackbarth (2008) salienta a importância da abordagem comportamental para explicar certos fenômenos não esclarecidos em testes empíricos pela teoria tradicional, pois os traços gerenciais podem causar variações significativas nas estruturas de capital. Afirma que os gerentes com viés de crescimento e/ou percepção de risco tendem a escolher níveis de dívida mais altos. Também afirma que os gerentes enviesados não necessariamente seguem a lógica

da teoria *pecking order*. Por exemplo, enquanto o viés de percepção de crescimento leva a uma hierarquia padrão (ou seja, 1. Lucros retidos; 2. Dívida de curto prazo e depois dívida de longo prazo; 3. Emissão de ações, o viés de percepção de risco implica uma hierarquia inversa, porque um gerente enviesado (excessivamente otimista) considera o patrimônio como supervalorizado e, ao mesmo tempo, vê a dívida como subvalorizada pelo mercado. Assim, a teoria do *tradeoff* não precisa ser inconsistente com a evidência empírica existente que favorece a teoria *pecking order*. Conclui que a teoria dos traços gerenciais complementa e estende a teoria do *tradeoff*, e sugere um repensar do modo como os testes de estrutura de capital são conduzidos.

Na mesma linha de pensamento, Malmendier, Tate e Yan (2011) afirmam que gerentes com excesso de confiança usam menos financiamento externo, especialmente o financiamento de ações, porque acreditam que sua empresa está subvalorizada. Hackbarth (2009) argumenta que os gestores que superestimam sua lucratividade sentem que o patrimônio de sua empresa é severamente desvalorizado pelo mercado de capitais e, portanto, escolhem níveis de dívida mais altos que gerentes racionais.

Malmendier e Taylor (2015) apresentam algumas razões para a questão da persistência do excesso de confiança ao longo do tempo. Segundo eles, em algumas situações o aprendizado para evitar o excesso de confiança se torna mais difícil, por exemplo: quando o *feedback* em relação às habilidades do gestor é menos frequente e inconclusivo. Também tendem a ser mais confiantes quando enfrentam problemas complexos e até mesmo menos confiantes quando enfrentam problemas mais simples (LICHTENSTEIN ; FISCHHOFF, 1977). Outra situação ocorre quando o gestor evita aprender e identificar uma crença (excesso de confiança) como razão para a decisão e aponta uma outra razão, por exemplo: “A razão pela qual não estou indo para a academia não é que eu tenha subestimado meus problemas de autocontrole; é só que eu estou mais ocupado do que pensei que estaria” (DELLAVIGNA ; MALMENDIER, 2006).

Outro conjunto de razões está baseado no pressuposto de que os vieses comportamentais podem se reforçar mutuamente. Por exemplo, o excesso de confiança pode persistir em parte por causa do viés retrospectivo, que é a tendência de acreditar que algo que já aconteceu era altamente previsível, mesmo quando haveria pouca base prévia para tal crença (ROESE E VOHS, 2012). A ilusão de controle é um fenômeno experimentado pela maioria das pessoas que jogam um jogo de azar, no qual eles sentem como se pudessem controlar o próximo lançamento de dados ou a próxima carta que receberiam (LANGER, 1975; PRESSON; BENASSI, 1996). Pode também ser reforçado pelo viés de autoatribuição, que ocorre quando

as pessoas atribuem a si mesmas os resultados positivos e à falta de sorte os resultados negativos (SHEFRIN, 2000). A teoria da dissonância cognitiva, argumenta que as pessoas experimentam o estresse quando confrontadas com informações que questionam as crenças existentes e, assim, tentam evitar enfrentar essas informações que mudam de crença. Portanto, a dissonância cognitiva também permite que crenças superconfiantes persistam.

Um terceiro aspecto é que o excesso de confiança é útil em algumas situações complexas e daí pode se estender para situações mais corriqueiras. Por exemplo, o excesso de confiança pode ajudar em situações de barganha ou como argumentado por Schelling (1980), no contexto de conflitos internacionais e guerras. Pode fomentar a inovação, para Bernardo e Welch (2001), quando há excesso de confiança nas habilidades pessoais. Galasso e Simcoe (2011) e Hirshleifer, Low e Teoh (2012) associam o excesso de confiança gerencial à inovação, descobrindo que a super eficiência é geralmente benéfica para o desempenho de inovação da empresa e, especialmente, em setores competitivos e inovadores. Gerentes otimistas gastam mais em P & D e obtêm mais patentes, talvez por causa de uma maior disposição para assumir riscos (HIRSHLEIFER; LOW; TEOH, 2012). Os traços gerenciais podem desempenhar um papel positivo. Os altos níveis de endividamento dos gerentes com excesso de confiança os impedem de desviar fundos, o que aumenta o valor da empresa ao reduzir esse conflito de gestores e acionistas (HACKBARTH, 2008).

O processo de tomada de decisão de maneira geral, seja na vida pessoal ou empresarial, pode ser influenciado pela interpretação positiva ou negativa de notícias, índices, resultados, etc. Por exemplo, Richardson, Teoh e Wysocki (2004) descobriram que o pessimismo da previsão de lucros dos analistas antes de um anúncio de lucros é mais prevalente no final dos anos 90 e mais comuns para as empresas que estão prestes a emitir novos ativos.

O excesso de confiança pode ser uma ótima escolha de comportamento, especificamente em um ambiente corporativo, pois torna um gerente avesso ao risco em menos conservador (GERVAIS; HEATON; ODEAN, 2011). De fato, mesmo que o excesso de confiança não seja individualmente ótimo, ele pode ser socialmente ótimo em certos contextos, como ilustram Bernardo e Welch (2001) no contexto do empreendedorismo (MALMENDIER; TAYLOR, 2015; MALMENDIER; TATE, 2015).

Barros (2008) relacionou a característica de empreendedor do gestor com otimismo ou excesso de confiança. Acredita-se que essa característica seja mais presente nas pequenas e médias empresas, onde a maioria das decisões financeiras são tomadas por uma pessoa somente ou por um pequeno grupo de sócios.

Várias metodologias diferentes tem sido utilizadas para medir otimismo/excesso de confiança, como por exemplo: com base nas pesquisas de confiança da União Europeia à empresas Portuguesas (SOUSA, 2011), pelos resultados de pesquisas de opinião dos representantes empresariais de quatro setores (industrial, serviços, varejo e construção), conduzidas pelo Departamento de Assuntos Econômicos e Financeiros da Comissão Europeia (MEFTEH; OLIVER, 2007) e Índice de Opinião do Consumidor (CSI) da Universidade de Michigan, que se baseia em uma pesquisa direta das percepções do público sobre as condições econômicas atuais e esperadas (OLIVER, 2005); a disposição dos CEO de manter sua riqueza pessoal não diversificada, mantendo as opções de ações até muito perto de sua expiração; previsões de ganhos; respostas a pesquisas (BEN-DAVID; GRAHAM; HARVEY, 2013); testes psicométricos (GRAHAM; HARVEY; PURI, 2013);(MALMENDIER; TATE, 2015); a representação na imprensa comercial (MALMENDIER; TATE, 2008); (NIU, 2010); (SHU et al., 2013); gerenciamento de resultados e a incidência de distorções de lucros (BOUWMAN, 2014); em Malmendier e Tate (2005), a tendência sistemática de manter as opções antes do exercício; mudanças nos pronomes de primeira pessoa do singular e no tom otimista (ATAULLAH; VIVIAN; XU, 2018; VIVIAN; XU, 2018).

Outros trabalhos utilizaram medidas relacionadas para determinar o comportamento excessivamente otimista dos gestores. Por exemplo, Barros (2008) relacionou a característica de empreendedor do gestor com otimismo ou excesso de confiança; Silva e Nakamura (2014) utilizaram o indicador de confiança setorial do IBRE – Instituto Brasileiro de Economia da Fundação Getúlio Vargas para determinar o comportamento otimista do gestor, porém com empresas da base de dados setorial da Macrodados Sistemas Gerenciais; Cavalheiro (2015) buscou associar a estrutura de capital aos traços de personalidade do proprietário-gerente (otimismo, excesso de confiança, senso de controle e aversão à dívida). A amostra selecionada foi de 625 micro e pequenos empresários do Rio Grande do Sul; Rodrigues, Freire e Silva (2016) avaliaram como o grau de satisfação dos empreendedores com os resultados de suas empresas e a motivação de iniciarem novos negócios se relacionam com a ocorrência dos custos afundados, do efeito *House Money* e da Aversão ao Arrependimento e Silva et al. (2017) analisaram a influência do excesso de confiança e otimismo dos gestores no endividamento de empresas cinquentenárias e não cinquentenárias brasileiras listadas no novo mercado, níveis 1 e 2 da Bovespa.

Além disso, Ben-David, Graham e Harvey (2013) encontraram evidências de que as empresas que são geridas por executivos com excesso de confiança investem mais e têm

mais dívidas, especialmente de longo prazo, em média. Considerando que provavelmente os executivos com excesso de confiança sejam afetados por este viés em todas as decisões financeiras, podem-se utilizar as características da empresa como proxy para excesso de confiança (SCHRAND; ZECHMAN, 2012), por exemplo o investimento (ativo total) no negócio da empresa.

As empresas geridas por gestores otimistas/excessivamente confiantes são financeiramente mais alavancadas (SOUSA, 2011) e estes gerentes tendenciosos escolhem níveis de dívida mais altos que gerentes racionais (HACKBARTH, 2009), especialmente no curto prazo (GRAHAM; HARVEY; PURI, 2013). Entre as razões para isso, inclui-se que o excesso de confiança reduz a capacidade dos gerentes de perceber o risco corretamente (MUELLER; BRETTEL, 2012).

Outra razão é o fato de que gerentes superconfiantes tendem a acreditar que possuem informações privilegiadas e que sua empresa está sendo desvalorizada pelos de fora. Esta informação assimétrica percebida associada ao excesso de confiança gerencial leva a uma preferência por dívida sobre capital próprio. A literatura de finanças comportamentais sugere que o excesso de confiança gerencial também pode modificar a ordem de preferência da teoria *pecking order*, especialmente em empresas com alta volatilidade de lucros e pequena empresa (VIVIAN; XU, 2018), apesar do domínio da teoria *pecking order*, na explicação da estrutura de capital das empresas nos trabalhos empíricos (KUMAR; COLOMBAGE; RAO, 2017).

Por outro lado, Heaton (2002) afirma que o excesso de otimismo gerencial confirma o que estabelece a teoria *pecking order*, para a escolha da estrutura de capital. Uma razão para isso é o olhar otimista para o crescimento da empresa (viés da percepção de crescimento) (HACKBARTH, 2008). Os gerentes otimistas deixam até mesmo de pagar dividendos, pois enxergam os títulos da empresa como subvalorizados, porque esperam que os fluxos de caixa dos projetos atuais sejam mais altos ou porque preveem melhores oportunidades de crescimento futuro. Preferem utilizar os fundos internos da empresa para financiar seus projetos, pois acreditam que o retorno será maior (CORDEIRO, 2009). Os CEO superestimam os fluxos de caixa futuros, percebem que o financiamento externo (emissão de ações) é excessivamente caro. Assim, eles preferem financiamento interno (MALMENDIER; TATE; YAN, 2011). Já Gider e Hackbarth (2010) afirmam que os efeitos na estrutura de capital da empresa dependem da magnitude e da combinação de otimismo e excesso de confiança, podendo ser na direção da teoria *pecking order* ou o inverso. No caso do gerente otimista, os resultados apontam para a preferência do uso de recursos internos. Para Chaganti, Decarolis e Deeds (1996), essa

preferência também está de acordo com a teoria da sinalização, argumentando que os executivos, com base em suas "informações privilegiadas", evitam emitir novos ativos ou buscar dívidas quando estão confiantes de que seus projetos de investimento serão rentáveis.

Os empresários otimistas preferem o uso de capital próprio em oposição à dívida (CHAGANTI; DECAROLIS; DEEDS, 1996) e os gerentes de PME preferem fundos internos, seguidos por financiamento bancário, principalmente na forma de empréstimos e fundos de longo prazo de instituições governamentais e financeiras (BAKER; KUMAR; RAO, 2017). No entanto, o efeito do excesso de confiança no valor da empresa é ambíguo e depende de qual fator (o efeito positivo de maior esforço ou o efeito negativo de maior dívida e maior dificuldade financeira esperada) predomina (FAIRCHILD, 2009). Os empreendedores podem olhar o mundo dos negócios com olhos diferentes para sobreviver, porque experiência e conhecimento prévio, que formam seus vieses cognitivos, levam-nos a perceber menos riscos ao avaliar uma nova ideia de empreendimento (DÖLARSLAN; KOÇAK; ÖZER, 2017).

A dívida de longo prazo é ideal para um empreendedor realista, uma vez que facilita os retornos entre os estados da natureza; e a dívida de curto prazo é ideal para otimistas por duas razões: (i) "preenche a lacuna de crenças", permitindo que o empreendedor aposte no sucesso de seu projeto e (ii) permite que o investidor imponha decisões de adaptação em situações difíceis (LANDIER; THESMAR, 2009).

2.3.2.2 Trabalhos empíricos

A seguir apresenta-se o Quadro 4 e uma discussão dos principais trabalhos relacionados ao excesso de confiança.

Quadro 4 - Trabalhos sobre Excesso de Confiança

Autor	Tipo de dados	Periódico	Metodologia	País
<u>Kengatharan e Kengatharan (2014)</u>	Primário	Asian Journal of Finance & Accounting	86 homens (67,2%) e 42 mulheres (32,8%) investidores, Transversal, Conveniência, Amostragem estratificada, Escala Likert, SPSS	Sri Lanka
<u>Mirji e Prasantha (2016)</u>	Primário	IOSR Journal of Economics and Finance (IOSR-JEF)	382 homens, 118 mulheres, método Qui-quadrado	Índia
<u>Mallick (2015)</u>	Secundário	Journal of Advances in Business Management	Artigo de revisão	
<u>Feldman e Lepori (2016)</u>	Secundário	Review of Behavioral Finance	30 investidores, teste de Mann-Whitney, teste de Kolmogorov-Smirnov	Estados Unidos

<u>Kafayat (2014)</u>	Primário	Theoretical and Applied Economics	220 investidores, o CFA foi utilizado no questionário e o MEV SEM é usado para analisar o modelo final, qui-quadrado, ajuste de qualidade), coeficiente de Tucker-Lewis, valor de p, valor de ajuste, índice de ajuste comparativo e erro quadrático médio da raiz da aproximação	Paquistão
<u>Kaustia e Perttula (2012)</u>	Primário	Review of Behavioral finance	123 alunos, 23 investidores. Foi realizado o experimento de desvios. 60 gerentes de filiais, 60 consultores, 29 participantes de um seminário da Finlândia, análise multivariada, Regressão	Alto
<u>Hayat e Anwar (2016)</u>	Primário	SSRN Electronic Journal	158 investidores, escala Likert, Questões de múltipla escolha, Regressão, ANOVA	Paquistão
<u>Suresh (2013)</u>	Primário e Secundário	Journal of Finance, Accounting and Management	Artigo de revisão	
<u>Chen et al. (2007)</u>	Secundário	Journal of Behavioral Decision Making	46.969 contas de investidores individuais e 212 contas de investidores institucionais, regressão transversal, análise de sobrevivência, média de giro mensal da carteira, regressão	China
<u>Mokhtar (2014)</u>	Secundário	Journal of Finance and Investment Analysis	Artigo de revisão	
<u>Fisher e Statman (2003)</u>	Primário	The Journal of Portfolio Management	3.500 investidores, duas medidas de opinião dos investidores, uma pela Inteligência do Investidor (II) e a outra pela Associação Americana de Investidores Individuais, uso do coeficiente de correlação	Califórnia
<u>Lakshmi et al. (2013)</u>	Primário	International Journal of Economics and Management	318 investidores, SEM	Índia
<u>Hackbarth (2008)</u>	Primário	Journal of Financial and Quantitative Analysis	Assumindo vários aspectos das atividades de uma empresa, como decisões de inadimplência, escolha de nível de dívida e mix de dívida e patrimônio e comportamento <i>pecking order</i>	Washington
<u>Kirchler e Maciejovsky (2002)</u>	Primário	Journal of Risk and Uncertainty	72 estudantes de Administração de Empresas, planejamento fatorial 2x3	Vienna
<u>Matsumoto et al. (2013)</u>	Primário	SSRN Electronic Journal	92 estudantes da Universidade do Brasil, margem de confiança de 90% para verificar o conjunto de respostas corretas do questionário	Brasil
<u>Glaser e Weber (2007)</u>	Primário	The Geneva Risk and Insurance Review	563.104 transações de compra e venda de 3.079 investidores individuais. Os dados sobre os valores mobiliários negociados são obtidos no DataStream, Correlação, Regressão	Alemanha

<u>Barberis (2013a, 2013b)</u>	Primário	Journal of Economic Perspectives	Artigo de revisão	Estados Unidos
Barber e Odean (1999)	Secundário	Financial Analysts Journal	Registros comerciais de 78.000 famílias, usando os índices proporção de ganhos realizados (PGR) e proporção de perdas realizadas (PLR)	Califórnia
<u>Hughes et al. (2010)</u>	Secundário	Science And Technology	2.252 observações, regressão, estatística T	América
<u>Jhandir e Elahi (2014)</u>	Secundário	National Research Conference	37.000 investidores, o alfa de Cronbach, a análise de correlação, o método do quadrado mínimo ordinário é usado	Paquistão
<u>Chira et al. (2008)</u>	Primário	Journal of Business & Economics Research	68 alunos da Universidade de Jacksonville, teste do qui-quadrado, valor de Pearson	Estados Unidos
<u>Glaser et al. (2013)</u>	Primário e Secundário	Journal of Behavioral Decision Making	33 profissionais de um grande banco alemão, 75 estudantes avançados, teste de Kruskal – Wallis	Mannheim
<u>De et al. (2011)</u>	Secundário	Proceedings of the 2011 Annual Meeting of the Academy of Behavioral Finance and Economics	50 ações incluídas no S&P CNX Nifty Index, análise de regressão	Índia
<u>Hassan e Bashir (2014)</u>	Secundário	European Journal of Scientific Research	Registros comerciais de 120 dias, Estatísticas descritivas foram computadas incluindo média, DP, assimetria, curtose, teste ADF	Paquistão

Fonte: (ZAHERA; BANSAL, 2018)

Descobriu-se que o excesso de confiança gerencial está positivamente correlacionado com a intensidade da recompra de ações, como mostraram os resultados de 2744 programas de recompra de ações lançados por 783 empresas listadas em Taiwan (SHU et al., 2013). Para Banerjee, Humphery-Jenner e Nanda (2018), a recompra de ações é realizada por gerentes superconfiantes e o entrincheiramento aumenta esse comportamento. Essa atitude ocorre com ações em níveis mais baixos de liquidez e respondem mais às quedas nos preços. Curiosamente, os investidores institucionais parecem incentivar as recompras, talvez para restringir o investimento excessivo, porém a reação do mercado a esses anúncios de recompra é menos positiva. Os CEO com excesso de confiança também são mais propensos a substituir as recompras por dividendos ou despesas de capital. O excesso de confiança gerencial aumenta o custo de recompra, o que implica um impacto adverso na capacidade de recompra de ações pelo *market timing*.

No entanto, a governança corporativa mitiga os impactos adversos do excesso de confiança gerencial na capacidade de *market timing* (CHEN; LU, 2015). O efeito moderador da propriedade governamental sobre a associação entre excesso de confiança gerencial e

decisão de financiamento corporativo em GLC (são definidas como empresas que têm um objetivo comercial primário e o governo da Malásia possui uma participação de controle direto) é mais eficaz que os NGLC (TING et al., 2016).

Niu (2010) afirma que os acionistas sabem se um CEO é excessivamente confiante e levam isso em consideração ao projetar o contrato de remuneração dele. Uma vertente da literatura considera importante, em determinadas fases da empresa, contratar um CEO moderadamente otimista. Banerjee et al. (2017) chegaram à conclusão de que o conselho de administração, quando precisam promover um executivo internamente, para assumir o comando da empresa, preferem aqueles que demonstram excesso de confiança. Phua, Tham e Wei (2018) sugerem que os conselhos corporativos contratem CEO superconfiantes porque são melhores líderes. As evidências demonstram que os CEO superconfiantes geram resultados tangíveis de liderança na forma de compromissos das partes interessadas, pois atraem bons relacionamentos com fornecedores, por exemplo. Internamente, são mais capazes de reter talentos e criar maiores compromissos por parte dos funcionários. Esses resultados revelam um lado positivo do excesso de confiança dos CEO, consistente com as descobertas de Galasso e Simcoe (2011) e Hirshleifer et al. (2012). Gervais et al. (2011) mostram que os conselhos têm maior probabilidade de nomear CEO com excesso de confiança em empresas de crescimento mais arriscado, criando benefícios potenciais para a empresa e o gerente. Já Campbell et al., (2011) afirmam que CEO com níveis moderados de otimismo podem de fato maximizar o valor da empresa se forem avessos ao risco, portanto, enfrentam uma rotatividade menor do que os CEO com baixo nível de otimismo ou com excesso de confiança.

Gudmundsson e Lechner (2013) alertam para que os empreendedores estabeleçam políticas de contratação também com o objetivo de equilibrar suas organizações, evitando que o excesso de confiança, otimismo ou desconfiança se tornem uma cultura organizacional predominante. Deshmukh, Goel e Howe (2013) examinam a interação do excesso de confiança e da política de dividendos e mostram que empresas com CEO excessivamente confiantes geralmente pagam dividendos menores, o que é consistente com CEO excessivamente confiantes que encaram o financiamento externo como caro e que desejam criar folga financeira para necessidades futuras de investimento.

Em Malmendier, Tate e Yan (2011), os gerentes superconfiantes usam menos financiamento externo e, condicionais ao acesso a capital externo, emitem menos capital (mais dívida) do que seus pares, consistente com a aversão excessiva dos administradores ao financiamento de capital. Adam et al. (2014) sugerem que o otimismo gerencial pode ter um

impacto significativo no *design* do contrato de dívida de uma empresa. Sunder, Sunder e Tan (2010) sugerem uma explicação do porquê os gerentes com excesso de confiança parecem subutilizar a dívida: a inclusão de cláusulas restritivas que aumentam os custos e também relacionadas a investimentos, consolidações e fusões.

Os CEO excessivamente confiantes optam por emitir mais dívida do que ações nos REIT (Real Estate Investment Trusts) do que suas contrapartes não excessivamente confiantes. Esse fato leva a uma redução na riqueza dos acionistas. A perda decorre do maior risco de inadimplência induzido pela preferência excessiva da dívida (TAN, 2017). Já para Barbosa (2013), as características dos gestores não determinam diretamente o nível de endividamento, mas podem exercer alguma influência sobre o efeito dos determinantes da estrutura de capital, alterando a relação entre estes. Diferente de Barros (2005), afirmando que otimismo e o excesso de confiança dos gestores podem exercer impacto significativo sobre decisões corporativas e, em especial, podem ser importantes determinantes da estrutura de capital das empresas.

CEO excessivamente confiantes gerenciam mais seus resultados, por exemplo: desempenho, alavancagem, tamanho (OLIVEIRA, 2017). Com o objetivo de avaliar a influência do otimismo na estrutura de capital, Sousa (2011) estudou 41 empresas portuguesas no período de 1998 a 2008, com base em inquéritos de confiança. Concluiu que as empresas geridas por administradores com excesso de confiança são mais alavancadas. Landier e Thesmar (2009) afirmam que a dívida de curto prazo está fortemente correlacionada com erros de expectativa dos empreendedores “otimistas”, mesmo controlando o risco da empresa e outros determinantes potenciais da alavancagem de curto prazo.

Gestores otimistas e / ou superconfiantes escolhem níveis de dívida mais altos e emitem novas dívidas com mais frequência, mas não precisam seguir uma hierarquia (HACKBARTH, 2008). Também Silva e Nakamura (2014) afirmam que gerentes que apresentam confiança em excesso no futuro da empresa são propensos a preferir dívida para financiamento. Isso pode levar a um aumento da probabilidade de dificuldades financeiras e aumento dos custos de capital. Já Graham, Harvey e Puri (2013) afirmam que os CEO mais tolerantes ao risco fazem mais aquisições e os CEO mais otimistas usam mais dívidas de curto prazo.

Dellavigna (2009) reforça o pensamento de que os economistas devem levar em consideração os fenômenos comportamentais em sua análise, pois os desvios do modelo padrão não estão confinados a decisões de laboratório. A maioria dos fenômenos que são importantes

em experimentos de laboratório também afetam as decisões em uma variedade de cenários econômicos.

Os executivos com excesso de confiança têm maior probabilidade de exibir um viés otimista e, portanto, têm maiores chances de começar um processo de crescentes distorções nos relatórios financeiros, embora de início, não seja necessariamente intencional. No entanto, em períodos subsequentes, é mais provável que essas empresas estejam em uma posição em que são compelidas a distorcer intencionalmente os ganhos (SCHRAND; ZECHMAN, 2012). O excesso de confiança também é determinante nas previsões de ganhos por parte dos gestores. Geralmente estas previsões são otimistas demais e, uma vez divulgadas, geram uma expectativa. Se não se concretizarem, geram desconfiança por parte dos interessados (HRIBAR; YANG, 2016).

2.4 Hipóteses

Entre os trabalhos mais citados na literatura sobre determinantes da estrutura de capital estão: SCOTT, 1976; RAJAN; ZINGALES, 1995; TITMAN; WESSELS, 1988b; FRANK; GOYAL, 2003; BARCLAY; SMITH, 1995; LEMMON; ROBERTS; ZENDER, 2008; LELAND, 1998). Nestes trabalhos identificam-se os seguintes determinantes da estrutura de capital: tangibilidade, tamanho da empresa, lucratividade, oportunidade de investimento, singularidade, custos de transação, volatilidade, benefícios fiscais, crescimento, regulamentação, risco da empresa, vencimento da dívida, vendas, alavancagem média do setor, pagamento de dividendos e ativos intangíveis.

Numa revisão de literatura, envolvendo 167 artigos no período de 1972 a 2013, Kumar, Colombage, Rao (2017) destacam os principais determinantes da estrutura de capital e sua relação com a alavancagem: rentabilidade, tamanho, tangibilidade, liquidez, idade, crescimento, propriedade gerencial, singularidade, fluxo de caixa operacional, benefício fiscal, risco do negócio, falência, custos de agência, pagamento de dividendos e habilidades gerenciais. Também afirmam que os mesmos fatores podem ser aplicados para países desenvolvidos ou em desenvolvimento e destacam a importância de separar os estudos por setores, principalmente entre as PME, porque, segundo Abor (2007), existem variações na estrutura de capital entre os vários setores.

2.4.1 Tamanho

McConnell e Pettit (1984) concluem que o tamanho da empresa (medido pela receita operacional bruta) é especialmente relevante na explicação da estrutura de capital das PME. Pode-se observar que estrutura de ativos e tamanho (ativos totais) afetam a estrutura financeira de pequenas empresas (CHITTENDEN; HALL; HUTCHINSON, 1996). O tamanho da empresa está relacionado à alavancagem, como postulado pela teoria *pecking order* (NEWMAN; GUNESSEE; HILTON, 2012). A variável explicativa tamanho também está associada à política de dívida das PME (ÖHMAN; YAZDANFAR, 2017).

As empresas, que possuem um ativo total maior, desenvolvem uma maior capacidade de endividamento, pois reduzem incertezas em relação ao negócio. A possibilidade do benefício fiscal aumenta e o risco de falência diminui. Segundo vários autores (WARNER, 1977; SMITH; WARNER, 1979; ANG et al., 1982; PETTIT; SINGER, 1985; ANG, 1991, 1992; DEGRYSE et al., 2012), empresas maiores tendem a ter uma maior diversificação de atividades, apresentando menor probabilidade de falência, apresentando maior capacidade de endividamento. Os resultados obtidos no contexto das PME portuguesas identificam uma relação positiva entre a dívida e o tamanho da empresa (MATIAS; SERRASQUEIRO, 2017). Para Sogorb-Mira (2005), a variável tamanho influencia positivamente a estrutura de capital das PME. De acordo com Harris e Raviv (1991), o consenso é que "a alavancagem aumenta com ativos fixos, coberturas fiscais sem dívidas, oportunidades de investimento e tamanho da empresa.

Portanto, com base nos estudos de Sogorb-Mira (2005) Matias e Serrasqueiro (2017), formula-se a seguinte hipótese de pesquisa:

H1 Existe uma relação positiva entre o tamanho da empresa e a dívida total nas ME brasileiras.

2.4.2 Lucratividade

O tamanho e a lucratividade da empresa estão relacionados à alavancagem, como postulado pela teoria *pecking order* (NEWMAN; GUNESSEE; HILTON, 2012). Pode-se observar que lucratividade também afeta a estrutura financeira de pequenas empresas (CHITTENDEN; HALL; HUTCHINSON, 1996). Nesta linha de pensamento, Öhman e Yazdanfar (2017) confirmam que a lucratividade está associada com a política de alavancagem das PME. Para Sogorb-Mira (2005), a lucratividade está relacionada negativamente à alavancagem das PME.

A lucratividade deve estar relacionada negativamente à dívida e é mensurada como lucro antes dos juros e impostos (DASKALAKIS; BALIOS; DALLA, 2017). De acordo com Harris e Raviv (1991), o consenso é que "a alavancagem diminui com volatilidade, gastos com publicidade, probabilidade de falência, lucratividade e singularidade da empresa".

Portanto, com base nos estudos de Chittenden, Hall e Hutchinson (1996), Sogorb-Mira (2005) e Öhman e Yazdanfar (2017), formula-se a seguinte hipótese de pesquisa:

H2 Existe uma relação negativa entre a lucratividade das ME e a sua dívida total.

2.4.3 Tangibilidade

Para Chittenden, Hall e Hutchinson (1996), a estrutura de ativos afeta a estrutura financeira de pequenas empresas e Sogorb-Mira (2005) afirma que a estrutura de ativos influencia positivamente a estrutura de capital das PME. Öhman e Yazdanfar (2017) confirmam que a tangibilidade está associada com a política de alavancagem das PME. Espera-se que o índice de tangibilidade de uma empresa afete sua estrutura de capital em termos de dívida de longo prazo (DASKALAKIS; PSILLAKI, 2008; ESPERANÇA et al., 2003; HALL et al., 2004; MAC AN BHAIRD; LUCEY, 2010, 2014; VAN DER WIJST; THURIK, 1993).

A tangibilidade é medida como a razão entre ativos tangíveis e ativos totais. De acordo com Harris e Raviv (1991), o consenso é que "a alavancagem aumenta com ativos fixos. O argumento é de que os ativos são mais facilmente aceitos pelos bancos como garantia para realizar financiamento (RAJAN; ZINGALES, 1995; TITMAN; WESSELS, 1988). Porém, a dívida de curto prazo, seguindo a teoria *pecking order*, não apresenta essa relação. Pelo contrário, essas empresas preferem dívidas de curto prazo ao invés de dívida de longo prazo (HALL et al., 2004; JORDAN et al., 1998; YAZDANFAR; ÖDLUND, 2010).

Sendo assim, segundo Chittenden, Hall e Hutchinson (1996), Sogorb-Mira (2005) e Öhman e Yazdanfar (2017) a hipótese relacionada é:

H3 Existe uma relação positiva entre a tangibilidade dos ativos das ME e sua dívida total.

2.4.4 Crescimento das vendas

As empresas com altas oportunidades de crescimento têm maior probabilidade de esgotar os fundos internos e buscar financiamento externo (MICHAELAS; CHITTENDEN; POUTZIOURIS, 1999). Esse tipo de situação sugere que as PME emitem dívida na ausência

ou insuficiência de financiamento interno para financiar seu crescimento, porém os resultados revelaram uma fraca significância da relação entre crescimento e dívida de PME portuguesas. Segundo Vos et al. (2007), nem todas as PME desejam crescer, portanto, não recorrem a dívidas, dado que seu principal objetivo é manter o controle da empresa e sua independência em relação às pessoas de fora da empresa (MATIAS; SERRASQUEIRO, 2017). O aumento das vendas, medido pela sua variação positiva anual, sinaliza para novas oportunidades de crescimento.

A teoria *pecking order* prevê uma relação positiva entre o crescimento da empresa e alavancagem, porque as empresas de alto crescimento geralmente precisam de grandes quantidades de capital para financiar seu crescimento (HALL; HUTCHINSON; MICHAELAS, 2004; LÓPEZ-GRACIA; SOGORB-MIRA, 2008; SANCHEZ-VIDAL; MARTIN-UGEDO, 2005). Por conseguinte, é formulada a seguinte hipótese:

H4 Existe uma relação positiva entre o crescimento das ME e sua dívida total.

2.4.5 Excesso de Confiança

Além de todos os determinantes citados anteriormente, existem algumas variáveis cognitivas que afetam o processo de financiamento da tomada de decisões da empresa, por exemplo, excesso de confiança e otimismo (KUMAR; COLOMBAGE; RAO, 2017), inclusive com relação às PME (KAPKIYAI; KIMITEI, 2016). Além disso, as evidências mostram que os proprietários de PME são propensos à autoatribuição, excesso de confiança e aversão à perda, mas não à ancoragem (KENT BAKER; KUMAR; SINGH, 2018).

Os empresários otimistas preferem o uso de capital próprio em oposição à dívida (CHAGANTI; DECAROLIS; DEEDS, 1996). Já os gerentes de PME preferem fundos internos, seguidos por financiamento bancário, principalmente na forma de empréstimos e fundos de longo prazo de instituições governamentais e financeiras (BAKER; KUMAR; RAO, 2017).

Entretanto, a literatura de finanças comportamentais sugere que o excesso de confiança gerencial também pode modificar a ordem de preferência da teoria *pecking order*, especialmente em empresas com alta volatilidade de lucros e pequena empresa (VIVIAN; XU, 2018), apesar do domínio da teoria *pecking order* na explicação da estrutura de capital das empresas nos trabalhos empíricos (KUMAR; COLOMBAGE; RAO, 2017). Inclusive Ben-David, Graham e Harvey (2013), encontraram evidências de que as empresas que são geridas por executivos com excesso de confiança investem mais e têm mais dívidas, especialmente de longo prazo, em média.

Consideradas essas afirmações, propõe-se a seguinte hipótese:

H5 Existe uma relação positiva entre o excesso de confiança dos gestores das ME e sua dívida total.

Apresentados os determinantes da estrutura de capital das ME, bem como as hipóteses relacionadas, preparou-se um quadro resumo.

2.4.6 Resumo das hipóteses

Percebe-se, no Quadro 5, quais foram as referências que embasam as hipóteses de correlação com a dívida, bem como o comportamento esperado positivo ou negativo em relação ao endividamento total.

Quadro 5 - Resumo do embasamento teórico das hipóteses

Hipótese	Determinantes	Correlação com dívida	Comportamento +/- dívida total
H1	Tamanho	Sogorb-Mira (2005); Matias e Serrasqueiro (2017)	Positivo
H2	Lucratividade	Chittenden, Hall e Hutchinson (1996); Sogorb-Mira (2005); Öhman e Yazdanfar (2017)	Negativo
H3	Tangibilidade	Chittenden, Hall e Hutchinson (1996); Sogorb-Mira (2005); Öhman e Yazdanfar (2017)	Positivo
H4	Crescimento das vendas	Michaelas, Chittenden e Poutziouris (1999)	Positivo
H5	Excesso de Confiança	Ben-David, Graham e Harvey (2013)	Positivo

Fonte: Elaboração própria

3 METODOLOGIA

O objetivo do trabalho foi compreender a influência de alguns determinantes tradicionais (tamanho, lucratividade, tangibilidade, crescimento das vendas) dos estudos de estrutura de capital e do excesso de confiança dos gestores no endividamento das médias empresas brasileiras da base de dados Thomson Reuters no período entre 2015 e 2018.

Após levantamento bibliográfico estabeleceram-se as seguintes hipóteses: existe uma relação positiva entre excesso de confiança, crescimento das vendas, tangibilidade, tamanho com o endividamento. Existe também uma relação negativa entre lucratividade e endividamento.

A técnica estatística utilizada foi dados em painel. O modelo utilizado é dado por:

$$\text{ENDIV} = \alpha_0 + \beta_1 \text{TAMAN}_{it} + \beta_2 \text{TANGI}_{it} + \beta_3 \text{CREVE}_{it} + \beta_4 \text{LUCRA}_{it} + \beta_5 \text{EXCON}_{it} + \beta_6 \text{SETOR}_{it} + \varepsilon$$

Onde *i* indica o *i*-ésimo indivíduo e *t* representa o *t*-ésimo ano das observações; ENDIV=Endividamento; TAMAN=Tamanho; TANGI=Tangibilidade; CREVE=Crescimento em Vendas; LUCRA=Lucratividade; EXCON=Excesso de Confiança; SETOR=Setores da economia.

Este capítulo tem por finalidade descrever e fundamentar todas as etapas que foram executadas para a realização desta pesquisa, que pode ser considerada, quanto aos objetivos, como explicativa, dado que, segundo Gil (2017), esse tipo de pesquisa preocupa-se em identificar os fatores que determinam ou que contribuem para a ocorrência dos fenômenos.

O processo de pesquisa básica em administração é composto de três fases: a formulação, a execução e a análise. Na fase I desenvolve-se o estado da arte, questões de pesquisa, hipóteses e plano de estudo. Na fase II ocorre a implementação do projeto onde se devem criar dispositivos para a coleta de dados, executar a coleta, verificar erros, codificar dados e armazená-los. A fase III serve para analisar, interpretar os dados, fazer inferências e identificar limitações (HAIR JR. et al., 2005).

Este capítulo aborda os seguintes tópicos: delineamento da pesquisa, coleta de dados, amostra, tratamento dos dados e resumo da tese.

3.1 Delineamento

O pesquisador, ao adotar uma abordagem (qualitativa, quantitativa ou mista), segue uma orientação filosófica geral sobre o mundo e sobre a natureza da pesquisa, que alguns

autores denominam como concepção. Outros termos utilizados são: paradigmas, epistemologias e ontologias, metodologias de pesquisa amplamente concebidas.

Concepção significa um conjunto de crenças básicas que guiam a ação. Essas crenças são delineadas pelo modo como o pesquisador enxerga o mundo, baseado nas suas áreas de estudo, crenças de seus orientadores e professores e pelas experiências durante a pesquisa (CRESWELL, 2010).

Ardalan (2017) apresenta quatro visões ou paradigmas de mundo: funcionalista, interpretativo, humanista radical e estruturalista radical. Conclui que o conhecimento das finanças é, em última análise, um produto da abordagem paradigmática do pesquisador para esse fenômeno multifacetado. O artigo mostra que, ao se fazer suposições mais apropriadas, a estrutura de capital torna-se relevante, contrariando uma das principais teorias das finanças tradicionais, ou seja, a irrelevância da estrutura de capital de Modigliani e Miller (1958). Portanto, a pesquisa que não leva em consideração outras facetas se torna questionável.

- O paradigma funcionalista assume que a sociedade tem uma existência concreta e segue determinada ordem. Sua abordagem da ciência social está enraizada na tradição do positivismo.
- O paradigma interpretativo assume que a realidade social é o resultado das interpretações subjetivas dos indivíduos. O conhecimento científico é socialmente construído e socialmente sustentado; seu significado e significado só podem ser entendidos dentro de seu contexto social imediato.
- O paradigma humanista radical fornece críticas ao *status quo* e se preocupa em articular, a partir de um subjetivo ponto de vista, a sociologia da mudança radical, modos de dominação, emancipação, privação e potencialidade.
- O paradigma estruturalista radical pressupõe que a realidade é objetiva e concreta, pois está enraizada na visão materialista do mundo natural e social. O mundo social, semelhante ao mundo natural, tem uma existência independente, isto é, existe fora das mentes dos seres humanos.

Neste contexto este trabalho caracterizou-se como funcionalista, pois o pesquisador observa e analisa o fenômeno sem se envolver com o objeto de pesquisa. A abordagem utilizada foi quantitativa, que parte de um conceito para estudar um fenômeno.

“A pesquisa quantitativa é um meio para testar teorias objetivas, examinando a relação entre as variáveis. Tais variáveis, por sua vez, podem ser medidas tipicamente por instrumentos, para que os dados numéricos possam ser analisados por procedimentos estatísticos.” (CRESWELL, 2010, p. 26)

Para alcançar o objetivo proposto, foi feita uma pesquisa explicativa, com a qual se procura identificar fatores que determinam ou contribuem para a ocorrência de fenômenos. A pesquisa será documental, *ex-post-facto* (a partir do fato passado) que, segundo GIL (2017), são elaboradas com dados disponíveis, mas que são submetidos a tratamento estatístico, envolvendo até mesmo teste de hipóteses.

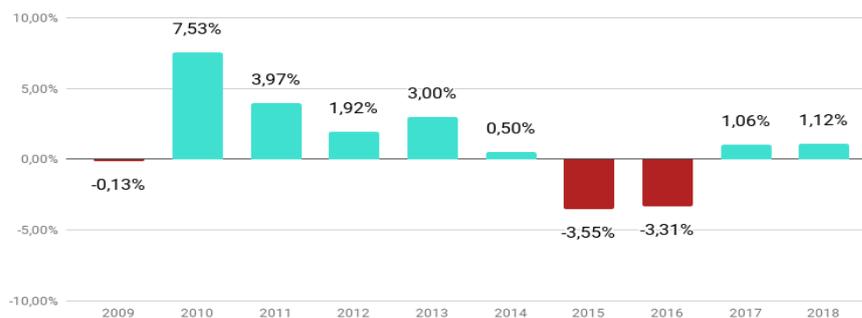
Pela pesquisa feita até aqui (a amostra foi retirada da base de dados durante o segundo semestre de 2019), nenhum trabalho utilizou uma amostra de médias empresas do Brasil para estabelecer a correlação entre algumas variáveis tradicionais e excesso de confiança com o processo decisório de estrutura de capital. É uma lacuna deixada por trabalhos anteriores, tornando este trabalho inédito.

3.2 Coleta de dados

A coleta de dados foi feita por meio de um banco de dados secundário intitulado Thomson Reuters. O período do estudo foi entre os anos 2015 e 2018.

Segundo Michaelas, Chittenden e Poutziouris (1999), os índices médios de dívida de curto prazo nas PME parecem estar aumentando durante os períodos de recessão econômica e diminuindo à medida que as condições econômicas do mercado melhoram. Porém acredita-se que este viés não afetará os resultados desta pesquisa, pois os anos estudados são considerados de recessão ou baixo crescimento econômico, conforme Figura 1.

Figura 1- Produto Interno Bruto (PIB) Brasil



Fonte: <https://infograficos.gazetadopovo.com.br/economia/pib-do-brasil/>

3.3 Amostra

A população pesquisada foi composta de empresas brasileiras, exceto financeiras, constantes no banco de dados Thomson Reuters que, segundo o critério de receita operacional bruta anual do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), classificam-se como médias, como demonstrado na Tabela 2.

Tabela 2 - Classificação das empresas (BNDES)

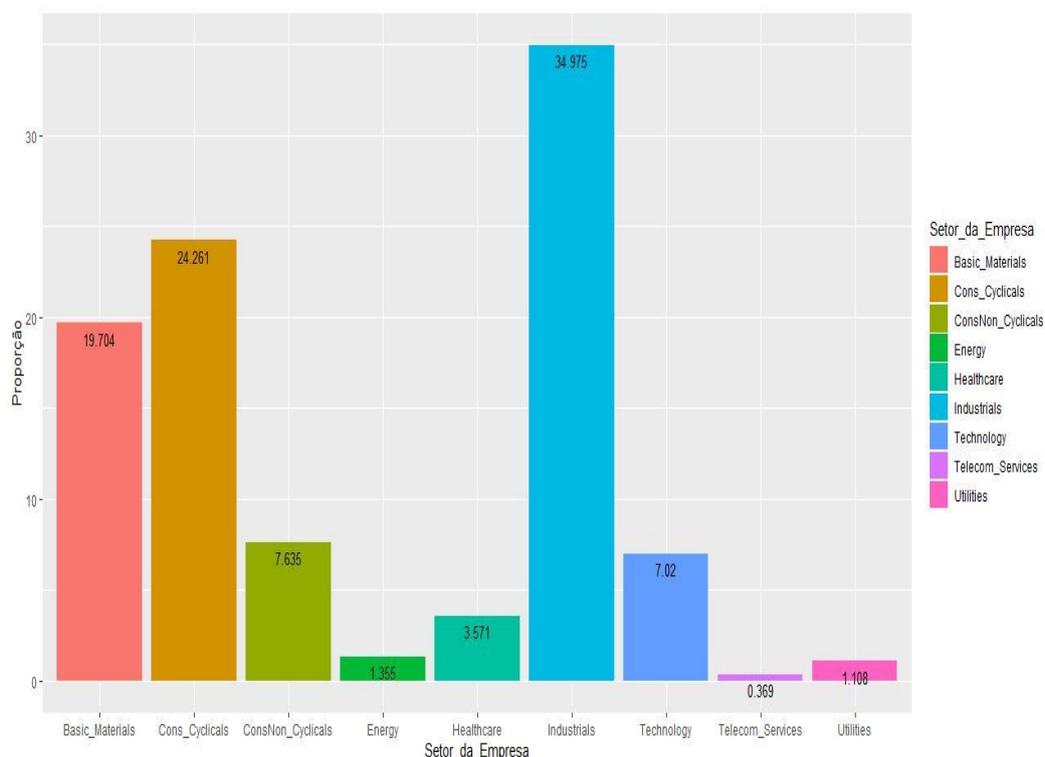
Classificação		Receita operacional bruta anual ou renda anual
Microempresa		Menor ou igual a R\$ 360 mil
Pequena empresa		Maior que R\$ 360 mil e menor ou igual a R\$ 4,8 milhões
Média empresa		Maior que R\$ 4,8 milhões e menor ou igual a R\$ 300 milhões
Grande empresa		Maior que R\$ 300 milhões

Fonte: BNDES (2019)

Neste primeiro critério, o banco de dados gerou informações num total de 9.062 empresas. Em segundo lugar foram eliminadas as empresas com dados faltantes, sobrando 534 empresas. Em terceiro lugar eliminou-se a coluna da variável “idade”, sendo retirada do estudo por escassez dos dados do ano de fundação das empresas, fazendo com que o número de empresas da amostra subisse para 812, com dados balanceados. Portanto, a amostra foi composta de 803 empresas classificadas como “médias” e 9 empresas classificadas como “pequenas”, totalizando 3.248 observações.

As empresas também foram classificadas de acordo com a *Thomson Reuters Business Classification* (TRBC) por setores da economia, pois Michaelas, Chittenden e Poutziouris (1999) encontraram efeitos significativos nas empresas do Reino Unido para esse fator. A Figura 2 apresenta os setores constantes na amostra: 1. Materiais básicos (matéria prima) 2. Consumidores cíclicos (automotivo, habitação, entretenimento e varejo) 3. Consumidores não cíclicos (comida, energia, água e gás) 4. Energia 5. Saúde 6. Industriais 7. Tecnologia (serviços) 8. Telecomunicações 9. Utilitários.

Figura 2 - Empresas por setor



Fonte: *Software Rgui*

Observa-se na Figura 2 que o setor da indústria apresenta 34.97% do total das empresas, seguido por Consumidores cíclicos e Materiais básicos com 24.26% e 19.7%, respectivamente. O setor com a menor percentagem é Telecomunicações com 0.36%, sendo desconsiderado do modelo.

Porém, apenas um setor dos 8 estudados, nesta pesquisa, foi significativo para determinar o endividamento, como mostra a Tabela 3. Portanto, optou-se por eliminar a variável setor do modelo.

Tabela 3 - Resultados por setor

	Estimate	Std. Error	t-value	Pr(> t)
Setor 2	0.5299409	5.9109489	0.0897	0.9285676
Setor 3	-1.2139859	8.3122682	-0.1460	0.8838930
Setor 4	4.9653981	17.3167118	0.2867	0.7743296
Setor 5	-18.5916199	11.2179570	-1.6573	0.0975540
Setor 6	8.4461999	5.5015613	1.5352	0.1248235
Setor 7	18.3726827	8.5980882	2.1368	0.0326864
Setor 8	-15.5226210	32.3718143	-0.4795	0.6316080
Setor 9	27.8394886	19.0322702	1.4628	0.1436325

Fonte: *Software Rgui*

3.4 Tratamento dos dados

Os dados foram baixados e tabulados no Excel. Em seguida, foram examinados para eliminar respostas em branco.

Para melhor compreensão, as informações foram sintetizadas por meio de medidas de tendência central, como média e mediana. Também foram utilizadas as medidas de dispersão, como desvio padrão, para avaliar como as respostas variam em relação à média. Os pontos extremos foram eliminados.

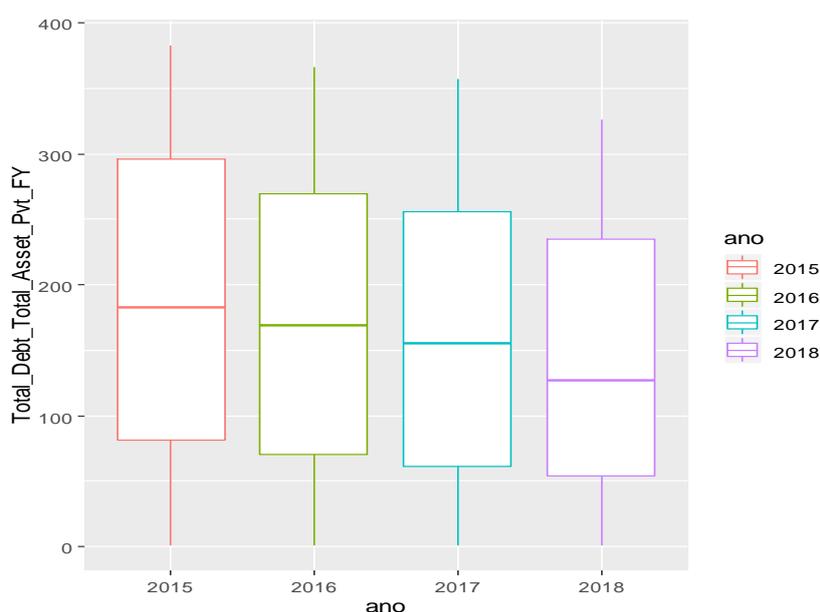
Neste trabalho foi aceito um nível de significância $\leq 0,05$.

Utilizou-se o modelo linear de dados em painel para a análise estatística, por meio do *software* RGui versão 3.6.2 <https://www.R-project.org/>.

3.4.1. Variáveis

Nesta seção apresentam-se as proxies das variáveis independentes e a proxy da variável dependente endividamento (= Endividamento financeiro total/Ativo Contábil) (MUNIR et al., 2017). Todos os resultados são calculados através de seus valores contábeis. Na Figura 3 verifica-se o comportamento da variável endividamento no período estudado.

Figura 3 - Endividamento total



Fonte: *Software* Rgui

Para analisar se cada variável contínua tem média ou mediana igual em todos os anos analisados, devem ser satisfeitas algumas condições: a) Ter distribuição aproximadamente normal (como o tamanho da amostra é grande, não existe problema se este pressuposto não é satisfeito). b) A variância entre os grupos a serem comparados devem ser estatisticamente iguais.

Para verificar a segunda condição foi aplicado o teste de *Bartlett* para igualdade de variância. Observa-se na Tabela 4 que só a variável Tangibilidade apresentou variância estatisticamente igual em todos os anos (2015, 2016, 2017 e 2018). Logo, só para essa variável foi utilizada a metodologia de análises de variância ANOVA. Para as outras variáveis utilizou-se o teste de *Kruskall Wallis*, e o *pos-test* de *Kruskall Wallis*.

Tabela 4 - Variância

Variável	valor p
Endividamento	0.00015
Tangibilidade	0.99964
Lucratividade	0.04950
Crescimento de vendas	0,000
Excesso de confiança	0,000

Fonte: *Software Rgui*

3.4.2 Excesso de Confiança

Ben-David, Graham e Harvey (2013), Malmendier e Tate (2005b) e Malmendier, Tate e Yan, (2011) argumentam que uma relação dívida/patrimônio superior à mediana do setor indica excesso de confiança gerencial.

Ben-David, Graham e Harvey (2013) encontraram evidências de que as empresas que são geridas por executivos com excesso de confiança investem mais e têm mais dívidas, especialmente de longo prazo, em média. Considerando que provavelmente os executivos com excesso de confiança sejam afetados por este viés em todas as decisões financeiras, podem-se utilizar as características da empresa como proxy para excesso de confiança (SCHRAND e ZECHMAN, 2012), por exemplo o investimento (ativo total) no negócio da empresa.

Nessa linha de pensamento, foi utilizado o Quartil para identificar que as empresas, situadas a partir do terceiro quartil da população, teriam maior investimento (ativo total) no negócio, tornando-se amostra das empresas que possuem gestores com excesso de confiança.

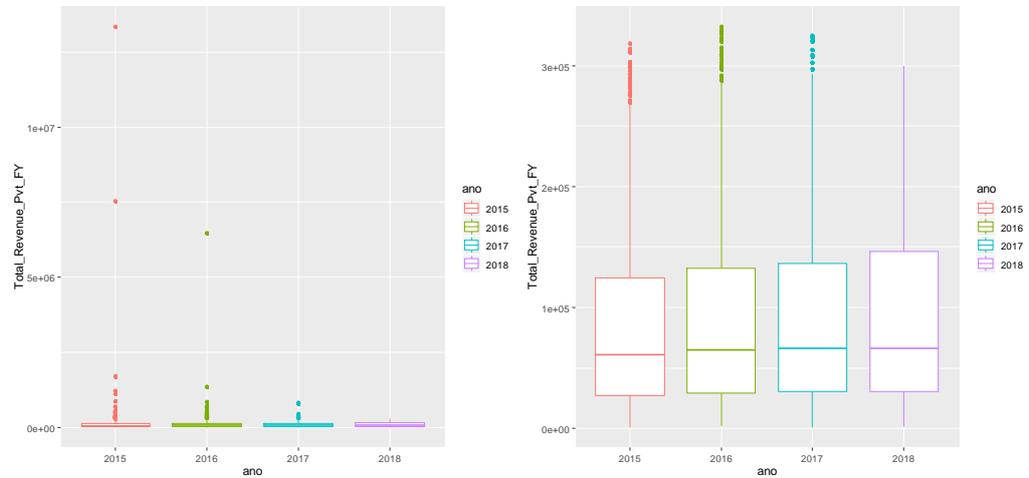
Portanto, este trabalho usou, como *proxy* de excesso de confiança do gestor, o terceiro e quarto quartis do aumento anual do ativo total da empresa.

3.4.3 Tamanho

McConnell e Pettit (1984) concluem que o tamanho da empresa (medido pela receita operacional bruta) é especialmente relevante na explicação da estrutura de capital das PME.

Na Figura 4 verifica-se o comportamento da variável no período estudado.

Figura 4 - Tamanho



Fonte: *Software Rgui*

3.4.4 Lucratividade

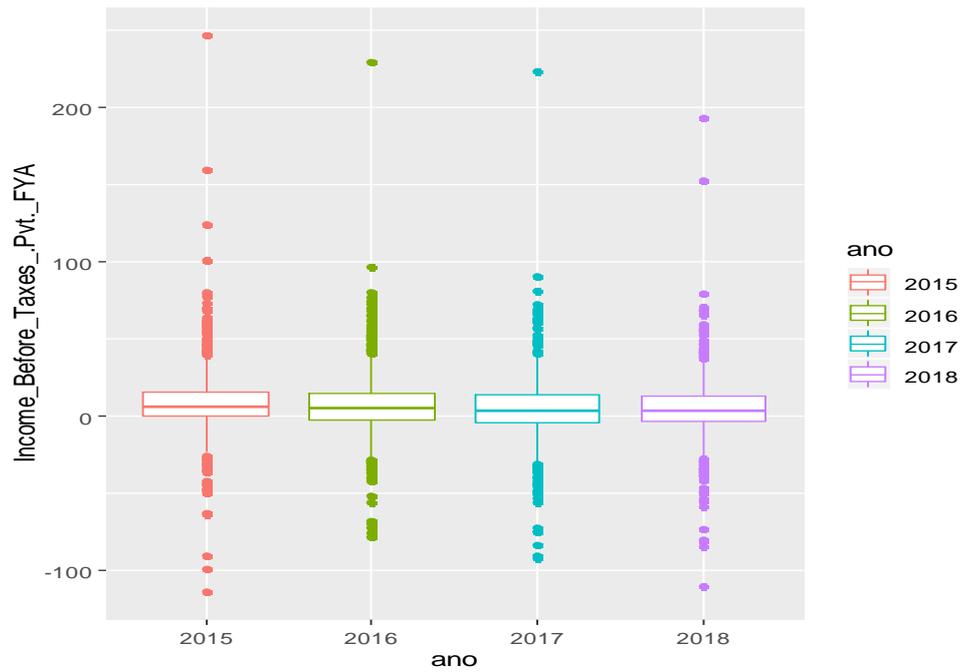
López-Gracia e Sogorb-Mira (2008) definiram a variável rentabilidade como a taxa da receita operacional sobre o total de ativos. Já Serrasqueiro, Nunes e Da Rocha Armada (2014) calculam como a proporção de lucro antes de juros e impostos sobre o total de ativos. Neste trabalho, a lucratividade é mensurada como lucro antes dos impostos sobre o total de ativos.

Para obter esta variável em porcentagem para cada ano, o procedimento foi o seguinte:

$$\text{LAIR}(\text{lucro antes do imposto de renda})/\text{ATIVOS} * 100$$

Na Figura 5 verifica-se o comportamento da variável no período estudado.

Figura 5 - Lucratividade



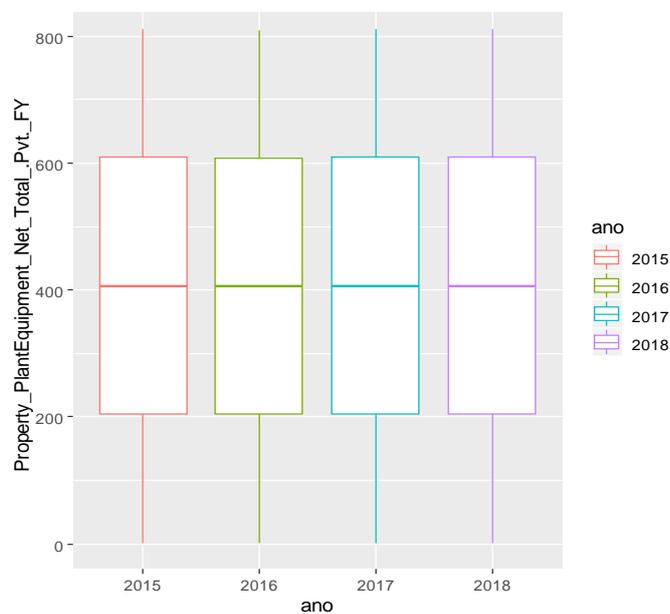
Fonte: *Software Rgui*

3.4.5 Tangibilidade

Sob a ótica da teoria *trade off*, Serrasqueiro, Nunes e Da Rocha Armada (2014) mensuram tangibilidade como a proporção entre ativos fixos e ativos totais.

Na Figura 6 verifica-se o comportamento da variável no período estudado.

Figura 6 - Tangibilidade



Fonte: *Software Rgui*

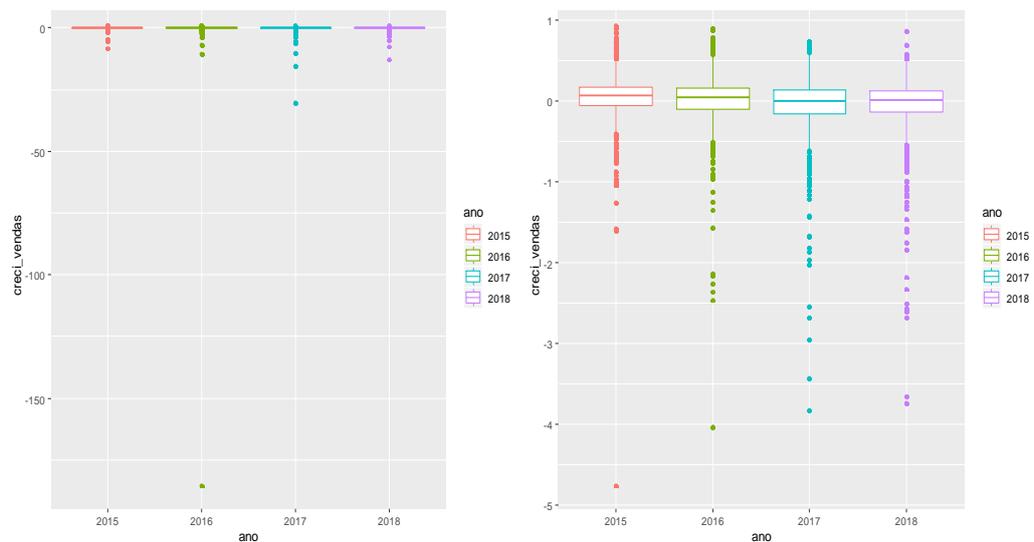
3.4.6 Crescimento das vendas

Essa variável é calculada como a taxa anual de variação nas vendas, de acordo com Daskalakis, Balios e Dalla (2017).

A variável crescimento nas vendas foi construída da seguinte forma: Valor do ano atual – valor do ano anterior/valor do ano atual.

Na Figura 7, verifica-se o comportamento da variável no período estudado.

Figura 7 - Crescimentos em vendas



Fonte: *Software* Rgui

No gráfico da direita, apresenta-se a variável original. Observa-se que nos anos de 2015 e 2016 se tem um valor extremo negativo. Eliminando alguns valores extremos, consegue-se entender um pouco melhor o comportamento desta variável. Pelo gráfico do *pos-test* verifica-se que os anos que apresentam médias iguais são 2017 e 2018.

Apresentadas as variáveis, preparou-se um quadro resumo.

3.4.7 Resumo das variáveis

Percebe-se no Quadro 6 quais foram as proxies utilizadas para o cálculo das variáveis. As referências embasam a metodologia dos cálculos.

Quadro 6 - Relação das variáveis com suas proxies

Variável	Proxy	Referência
----------	-------	------------

Endividamento	Dívida total/total do ativo	Munir et al. (2017)
Excesso de Confiança	= terceiro e quarto quartis do aumento anual do ativo total	Malmendier, Tate e Yan (2011), Schrand e Zechman (2012) e Ben-David, Graham e Harvey (2013)
Tamanho	=total da receita	Mcconnell e Pettit (1984)
Lucratividade	= Lucro antes de impostos sobre ativo total	Serrasqueiro, Nunes e Da Rocha Armada (2014)
Tangibilidade	= Ativo imobilizado líquido/ativo total	Serrasqueiro, Nunes e Da Rocha Armada (2014)
Crescimento das vendas	= (Vendas no período 1 - vendas no período 0)/vendas no período 0	Daskalakis, Balios e Dalla (2017)

Fonte: Elaboração própria

3.4.8 Construto

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 regressão com dados em painel. O Modelo ajustado é dado por:

$$ENDIV = \alpha_0 + \beta_1 TAMAN_{it} + \beta_2 TANGI_{it} + \beta_3 CREVE_{it} + \beta_4 LUCRA_{it} + \beta_5 EXCON_{it} + \varepsilon$$

Onde i indica o i-ésimo indivíduo e t representa o t-ésimo ano das observações; ENDIV=Endividamento; TAMAN=Tamanho; TANGI=Tangibilidade; CREVE=Crescimento em Vendas; LUCRA=Lucratividade; EXCON=Excesso de Confiança.

3.4.8.1 Modelo Final

Foram feitas simulações pela metodologia de dados em painel para ajustar o melhor modelo. Conforme Tabela 5, no modelo *Pooling*, as variáveis significativas foram: Lucratividade, Excesso de Confiança e Tamanho.

Tabela 5 - Modelo Pooling

	Estimativa	Valor P
Lucratividade	-0.3228287	0.0003730
Excesso de confiança	-14.0322935	0.0019584

Tamanho	71.4822948	0.0001371
Tangibilidade	0.0144375	0.0832923
Crescimento em vendas	0.9163999	0.1150417

Fonte: *Software Rgui*

Conforme Tabela 6, no modelo *Within*, as variáveis significativas foram: Crescimento em vendas e Excesso de Confiança.

Tabela 6 - Modelo Within

	Estimativa	Valor P
Tangibilidade	0.0065838	0.570999
Lucratividade	0.0750258	0.595421
Crescimento em vendas	1.6938254	0.003067
Excesso de confiança	-15.8314236	0.002119

Fonte: *Software Rgui*

Conforme Tabela 7, no modelo *Random*, as variáveis significativas foram: Lucratividade, Crescimento em vendas, Excesso de Confiança e Tamanho. Sendo este o modelo mais adequado até este ponto da análise, eliminou-se a variável tangibilidade.

Tabela 7 - Modelo Random

	Estimativa	Valor P
Lucratividade	-0.1997647	0.0493742
Crescimento em vendas	1.3513613	0.0119056
Excesso de confiança	-14.3730122	0.0013808
Tamanho	70.2275292	0.0055561
Tangibilidade	0.0119324	0.1851736

Fonte: *Software Rgui*

Em seguida foi feita a comparação dos modelos:

Efeitos fixos e regressão linear (modelo 1 e 2)

- H_0 : efeitos dos indivíduos não são significantes (*pooled* é o melhor modelo)
- H_a : efeitos dos indivíduos são significantes (efeitos fixos é o melhor)

F test for individual effects

```
data: Total_Debt_Total_Asset_Pvt_FY ~
Property_PlantEquipment_Net_Total_.Pvt._FY + ...
F = 2.5424, df1 = 812, df2 = 2432, p-value < 2.2e-16
alternative hypothesis: significant effects
```

Como o valor p é menor que 0.05, a um nível de significância de 5%, rejeita-se a hipótese nula, assim o modelo de efeitos fixos é mais adequado que o modelo de regressão linear.

Efeito Aleatório e regressão linear

- H_0 : efeito do painel não é significativo (*pooled* é o melhor modelo)
- H_a : efeito do painel é significativo (efeitos aleatórios é o melhor)

Lagrange Multiplier Test - (Breusch-Pagan) for unbalanced panels

data: $\log(\text{Total_Debt_Total_Asset_Pvt_F} + 0.01) \sim \text{factor}(\text{tamano3}) + \dots$

chisq = 857.41, df = 1, p-value < 2.2e-16

alternative hypothesis: significant effects

Como o valor p é menor que 0.05, rejeita-se a hipótese nula, ou seja, o modelo de efeito aleatório é melhor que o modelo de regressão linear.

Modelo de efeito Aleatório e Modelo de efeito fixo

- H_0 : a diferença entre os coeficientes não é sistemática (efeitos aleatórios é melhor)
- H_a : a diferença entre os coeficientes é sistemática (efeitos fixos é melhor)

`phptest(mode_within_2, mode_random2)`

Hausman Test

data: $\text{Total_Debt_Total_Asset_Pvt_FY} \sim \text{creci_vendas} + \text{factor}(\text{exceso_conf_quartil}) + \dots$

chisq = 4.0531, df = 2, p-value = 0.1318

alternative hypothesis: one model is inconsistent

Como o valor p é maior que 0.05 o modelo de efeitos aleatórios é melhor.

Em seguida, testou-se homocedasticidade com os coeficientes originais. As variáveis CREVE, EXCON e TAMAN foram significativas.

Foi realizado o teste T com estimativa robusta para possível heterocedasticidade.

Com esta metodologia a variável Lucratividade perde significância estatística no modelo. Logo, o modelo mais adequado é:

$$ENDIV = \alpha_0 + \beta_1 TAMAN_{it} + \beta_2 CREVE_{it} + \beta_3 EXCON_{it} + \varepsilon$$

Novo teste de homocedasticidade foi realizado. Obteve-se o mesmo resultado que o modelo ajustado sem a variância ajustada de modo robusto, o que indica que o modelo é adequado (ARELLANO, 1987; CRIBARI-NETO, 2004; GREENE, 2003; GREENE, 2012).

Então, geraram-se os relatórios do programa, a partir deste modelo final, sendo realizadas as análises e apresentadas no capítulo de resultados.

3.5 Quadro resumo da tese

Finalmente se apresenta, no Quadro 7, uma visão geral da tese.

Quadro 7 - Síntese da tese

Título	O excesso de confiança como determinante do endividamento das médias empresas no Brasil.	
Problema	O excesso de confiança dos gestores pode determinar a estrutura de capital das médias empresas no Brasil, além dos determinantes tradicionais?	
Tese a ser defendida	O excesso de confiança dos gestores influencia também a estrutura de capital das médias empresas, além dos determinantes tradicionais.	
Objetivo	Compreender a influência do excesso de confiança dos gestores e de algumas variáveis tradicionais dos estudos de estrutura de capital, no processo de tomada de decisão de financiamento, das médias empresas no Brasil, no período de 2015 a 2018.	
Hipóteses	<ol style="list-style-type: none"> 1. O excesso de confiança gerencial está positivamente relacionado com o endividamento das PME. 2. Algumas variáveis tradicionais de estrutura de capital, como a lucratividade, estão negativamente associadas ao nível de alavancagem da empresa. 3. Algumas variáveis tradicionais de estrutura de capital, como tamanho, tangibilidade e crescimento, estão positivamente associadas ao nível de alavancagem da empresa. 	
Metodologia	Paradigma metodológico	Positivista
	Método científico	Funcionalista
	Natureza dos dados	Quantitativa
	Periodicidade	Corte transversal entre 2015 e 2018
	Amostra	Médias empresas do Thomson Reuters
	Instrumento de pesquisa	Dados secundários
	Método de tratamento dos dados	Dados em painel
	Grau de abrangência	Brasil

Fonte: Elaboração própria

4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

Após o caminho metodológico, apresentam-se neste capítulo os resultados e sua análise. Porém, antes da apresentação final dos resultados, destaca-se que a variável independente setor não foi explicativa para endividamento desde o primeiro modelo. Embora haja a ideia da importância da abordagem do setor de atividade para o estudo de Estrutura de Capital, pois cada setor possui especificidades que o leva à composição de fontes de financiamento diferenciadas (SILVA; NAKAMURA, 2014).

Na opção pelo modelo Random, rodando apenas as variáveis significativas até então, eliminou-se a variável tangibilidade por apresentar baixa força explicativa para endividamento.

Quanto à tangibilidade, grande parte da literatura afirma que está associada positivamente com alavancagem, até mesmo nas PME (HARRIS; RAVIV, 1991; CHITTENDEN, HALL E HUTCHINSON, 1996; SOGORB-MIRA, 2005; ÖHMAN E YAZDANFAR, 2017). Uma das razões para isso é que os ativos são mais facilmente aceitos pelos bancos como garantia para realizar financiamento (RAJAN E ZINGALES, 1995; TITMAN E WESSELS, 1988). Espera-se que o índice de tangibilidade de uma empresa afete sua estrutura de capital em termos de dívida de longo prazo (DASKALAKIS; PSILLAKI, 2008; PAULO ESPERANÇA; MATIAS GAMA; AZZIM GULAMHUSSEN, 2003; MAC AN BHAIRD; LUCEY, 2010; VAN DER WIJST; THURIK, 1993).

Porém, a dívida de curto prazo, segundo a teoria *pecking order*, não apresenta essa relação. Pelo contrário, algumas empresas preferem dívidas de curto prazo ao invés de dívida de longo prazo (HALL; HUTCHINSON; MICHAELAS, 2004); (JORDAN; LOWE; TAYLOR, 1998); (YAZDANFAR; ÖDLUND, 2010).

Neste trabalho a relação positiva entre tangibilidade e endividamento não foi significativa, provavelmente, porque as empresas pesquisadas, no período pesquisado, apresentavam um baixo nível de dívidas no longo prazo. Essa explicação pode ser comprovada pelo fato de que das 9.062 empresas pesquisadas inicialmente, apenas 20 apresentaram dívidas de longo prazo.

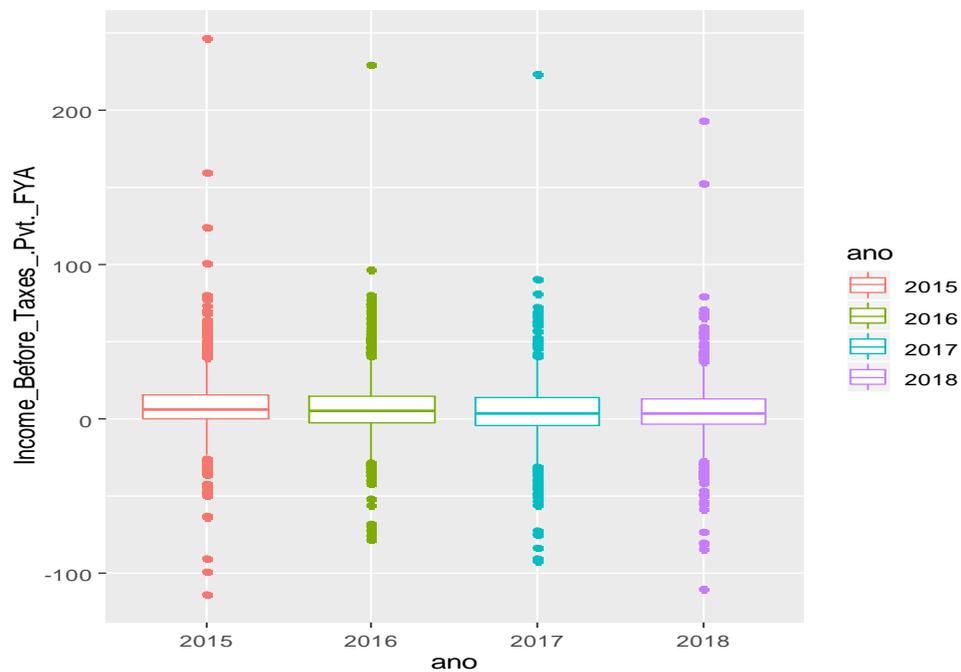
Nos testes de homocedasticidade/heterocedasticidade, a variável Lucratividade foi eliminada do modelo final, porque não foi significativa na explicação do endividamento.

Os resultados demonstraram que a lucratividade teve uma não significativa relação negativa com endividamento, ou seja, quanto maior a lucratividade, menor o endividamento.

Isto está de acordo com a afirmação de que a lucratividade da empresa está relacionada à alavancagem, como postulado pela teoria *pecking order* (NEWMAN; GUNESSEE; HILTON, 2012) e, portanto, afeta a estrutura financeira de pequenas empresas (CHITTENDEN; HALL; HUTCHINSON, 1996). Corrobora também com os postulados de Harris e Raviv (1991), Sogorb-Mira (2005) e Öhman e Yazdanfar (2017) de que a lucratividade está relacionada negativamente à alavancagem das PME.

A variável lucratividade não alcançou força explicativa para endividamento, talvez porque não houve crescimento significativo da lucratividade no período estudado, conforme Figura 8.

Figura 8 - Lucratividade



Fonte: *Software* Rgui

Após todos os testes estatísticos para validar o modelo, apresentam-se os resultados na Tabela 8.

Tabela 8 - Resultados do modelo final

	Estimativa	Valor P
Tamanho	67.64182	0.0075173
Crescimento de vendas	1.28699	0.0163523
Excesso de confiança	-14.99956	0.0008012

Fonte: Dados do *software*

De maneira geral, observa-se na figura 7 que houve correlação entre a variável dependente endividamento e as variáveis independentes tamanho, crescimento de vendas e excesso de confiança.

No trabalho de Matias e Serrasqueiro (2017), as variáveis tamanho, lucratividade, tangibilidade e idade mostraram-se estatisticamente significantes para determinar o endividamento de pequenas e médias empresas localizadas em diferentes regiões de Portugal, exceto a variável crescimento, como no estudo de Psillaki e Daskalakis (2009).

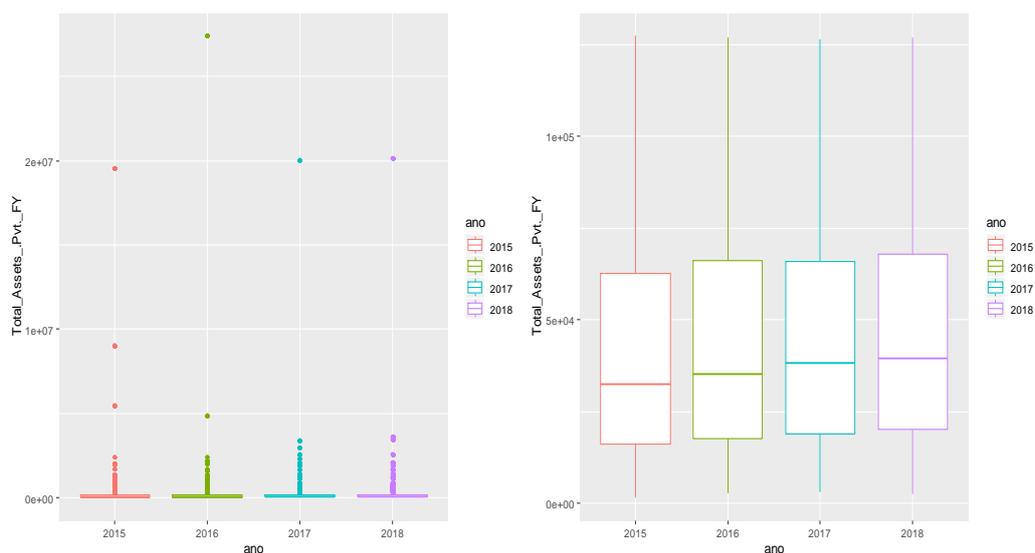
Em geral, os estudos permitem concluir que um tamanho maior contribui para níveis mais elevados de dívida (HARRIS; RAVIV, 1991; CHITTENDEN; HALL; HUTCHINSON, 1996; MICHAELAS; CHITTENDEN; POUTZIOURIS, 1999; SOGORB-MIRA 2005; DEGRYSE; DE GOEIJ; KAPPERT, 2012; ÖHMAN; YAZDANFAR, 2017). Esses resultados estão de acordo com a TOT e POT, apesar dos diferentes argumentos dessas teorias para apoiar esse relacionamento (MATIAS; SERRASQUEIRO, 2017).

Portanto, corroborando com trabalhos anteriores, encontrou-se uma relação positiva entre tamanho e endividamento. Adicionalmente, a recessão econômica não influenciou nos resultados, como em Balios et al. (2016), que descobriram que o efeito dos determinantes da estrutura de capital na alavancagem não muda em um ambiente de crise econômica.

Pelo contrário, Almeida et al. (2009) fornecem evidências de que a crise de crédito de 2007 teve efeitos reais no comportamento corporativo em 2008 e que a estrutura de vencimento da dívida é uma variável importante para entender como os choques na oferta de crédito se espalham pelo setor corporativo. Também Silva et al. (2017a), numa pesquisa realizada em 2016 no Brasil, descobriram que uma das principais estratégias para superar o momento de crise é o uso de recursos próprios. Confirmando, na pesquisa de Meira (2015), a crise financeira mostra um impacto significativo no nível do financiamento das empresas, principalmente entre as de menor tamanho.

Sendo assim, uma explicação para o tamanho da empresa ter sido positivo e significativo é o fato de que as empresas não reduziram ou congelaram investimentos neste período de crise econômica (2015 e 2016) e de baixo crescimento econômico (2017 e 2018), conforme verifica-se na Figura 9.

Figura 9 - Total de ativos



Fonte: *Software* Rgui

De acordo com Michaelas, Chittenden e Poutziouris (1999), as empresas com altas oportunidades de crescimento têm maior probabilidade de esgotar os fundos internos e buscar financiamento externo. A teoria *pecking order* prevê uma relação positiva entre o crescimento da empresa e alavancagem, porque as empresas de alto crescimento geralmente precisam de grandes quantidades de capital para financiar seu crescimento (HALL; HUTCHINSON; MICHAELAS, 2004; LÓPEZ-GRACIA; SOGORB-MIRA, 2008).

Esse tipo de situação sugere que as ME emitem dívida na ausência ou insuficiência de financiamento interno para financiar seu crescimento, embora percebeu-se que as empresas pesquisadas, neste período, não demonstraram crescimento nas vendas, pelo contrário, em muitos casos houve queda.

Em relação ao excesso de confiança, os resultados demonstram que há alta significância na relação negativa com o endividamento. Fica claro, portanto, que quanto maior o excesso de confiança, menor o endividamento, ao contrário do que afirmam Ben-David, Graham e Harvey (2013), pois encontraram evidências de que as empresas que são geridas por executivos com excesso de confiança investem mais e têm mais dívidas, especialmente de longo prazo, em média. Entretanto, Chaganti, Decarolis e Deeds (1996) afirmam que empresários otimistas preferem o uso de capital próprio em oposição à dívida e os gerentes de ME preferem fundos internos, seguidos por financiamento bancário, principalmente na forma de empréstimos e fundos de longo prazo de instituições governamentais e financeiras (BAKER; KUMAR; RAO, 2017).

Uma explicação para o resultado é a de que as empresas estudadas possuem um perfil de dívidas de curto prazo, sendo que a relação positiva entre excesso de confiança e endividamento é encontrada em empresas com perfil de dívida a longo prazo. Outra explicação é a de que o gestor, com excesso de confiança, superestima os resultados da empresa e assim acredita ser desnecessário correr riscos por meio do endividamento. Portanto, o resultado está alinhado com o pensamento da teoria *pecking order*, onde os empresários preferem o uso de capital próprio.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo do estudo foi compreender a influência do excesso de confiança dos gestores e de algumas variáveis tradicionais dos estudos de estrutura de capital, no processo de tomada de decisão de financiamento, das médias empresas no Brasil, no período de 2015 a 2018.

Para tanto, identificou-se na literatura, uma diversidade de teorias e *frameworks* que tentam explicar a estrutura de capital das empresas. Nenhuma delas consegue explicar completamente o assunto, porém as teorias *Trade Off e Pecking order* são as mais utilizadas.

Em complemento aos estudos no modelo das finanças tradicionais, surgiu o campo de estudos das finanças comportamentais. Nesse campo, a principal teoria conhecida é do Prospecto, afirmando que existe uma influência de fatores cognitivos na tomada de decisão. A utilização das abordagens tradicional e comportamental tornam os estudos mais completos e com maior capacidade de explicação dos fenômenos.

As principais variáveis tradicionais determinantes da estrutura de capital das empresas são: rentabilidade, tamanho, tangibilidade, liquidez, idade, crescimento, propriedade gerencial, singularidade, fluxo de caixa operacional, benefício fiscal, risco do negócio, falência, custos de agência, pagamento de dividendos e habilidades gerenciais. No campo das finanças comportamentais percebe-se que os mais discutidos são: *Overconfidence, Disposition effect, Herding e Loss aversion*.

Constatou-se a grande importância das PME para a economia brasileira e global. Representam a maioria das empresas em funcionamento no Brasil e o segmento que mais emprega com 10,1 milhões de empregados em pequenas empresas e 5,5 milhões nas médias.

Os resultados deixaram evidente a correlação entre a variável dependente endividamento e as variáveis independentes tamanho, crescimento de vendas e excesso de confiança. Percebeu-se também que não houve correlação significativa com tangibilidade e lucratividade.

Conclui-se, nesta pesquisa, que quanto maior o tamanho da empresa, maior o endividamento, pois tem melhor acesso ao financiamento. Segundo a teoria *pecking order* os gestores preferem o uso do capital próprio em primeiro lugar. Neste mesmo raciocínio, observou-se que o gestor com excesso de confiança, superestima os resultados da empresa e assim acredita ser desnecessário a utilização de capital de terceiros, portanto quanto maior o excesso de confiança menor o endividamento. Entretanto, as empresas com altas oportunidades

de crescimento têm maior probabilidade de esgotar os fundos internos e buscar financiamento externo. Neste sentido, encontrou-se uma relação positiva e significativa entre crescimento de vendas e endividamento, ou seja, quanto maior o crescimento de vendas maior o endividamento.

Uma explicação para a correlação com a variável tangibilidade não ser significativa, é que o perfil de empresas da amostra é de endividamento de curto prazo, sendo que a relação apontada na literatura, na maioria dos casos, é com endividamento de longo prazo. Quanto à lucratividade não alcançar força explicativa para endividamento pode ser devido à tendência de estabilidade dos lucros no período estudado.

O trabalho alcançou todos os objetivos propostos e sua principal contribuição para a academia está no inédito fato de que estudou alguns dos determinantes de estrutura de capital, inclusive excesso de confiança, entre as médias empresas no Brasil. Uma implicação prática para os gestores é a de que, pela pesquisa feita, o gestor com excesso de confiança reduz o endividamento da empresa.

As limitações do trabalho são: a) Curto período de tempo - pois estudaram-se apenas os anos de 2015 a 2018; b) Período considerado recessivo - houve queda no PIB nos anos 2015 e 2016, bem como baixo crescimento nos anos 2017 e 2018; c) Apenas 9 pequenas empresas apresentaram dados completos - portanto a pesquisa concentrou-se nas médias empresas brasileiras; d) Algumas variáveis foram excluídas - por dados faltantes, por não ser significativa no modelo ou por não atender os testes estatísticos; e) O estudo não foi estratificado por setores da economia - sendo que alguns estudos apontam para as diferentes características setoriais quanto ao endividamento; f) Só foi considerada a dívida total – porém verifica-se em alguns trabalhos o estudo das dívidas de curto e longo prazo também.

Algumas sugestões para futuros estudos são: a) Maior espaço de tempo, inclusive comparando um período recessivo com um de crescimento econômico; b) Ampliar a amostra, realizando um estudo com as pequenas empresas; c) Estudar outras variáveis; d) Estratificar o estudo por setores da economia; e) Separar as dívidas de curto e longo prazo da dívida total.

REFERÊNCIAS

- ABOR, J. Industry classification and the capital structure of Ghanaian SMEs. **Studies in Economics and Finance**, v. 24, n. 3, p. 207–219, 7 ago. 2007. Disponível em: <<http://www.emeraldinsight.com/doi/10.1108/10867370710817392>>.
- ADAM, T. R.; BURG, V.; SCHEINERT, T.; STREITZ, D. Managerial Optimism and Debt Contract Design: The Case of Syndicated Loans. In: Governance and the Efficiency of Economic Systems, 475, **Anais...**2014. Disponível em: <<https://econpapers.repec.org/RePEc:trf:wpaper:475>>.
- ALMEIDA, H.; CAMPELLO, M.; LARANJEIRA, B.; WEISBENNER, S. **Corporate Debt Maturity and the Real Effects of the 2007 Credit**: NBER WORKING PAPER SERIES. [s.l.: s.n.]. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w14990.pdf>>.
- ALQATAMIN, R. M.; ARIBI, Z. A.; ARUN, T. The effect of the CEO's characteristics on EM: evidence from Jordan. **International Journal of Accounting & Information Management**, v. 25, n. 3, p. 356–375, 7 ago. 2017. Disponível em: <<http://www.emeraldinsight.com/doi/10.1108/IJAIM-10-2016-0099>>.
- ANTONCZYK, R. C.; SALZMANN, A. J. Overconfidence and optimism: The effect of national culture on capital structure. **Research in International Business and Finance**, v. 31, p. 132–151, maio 2014. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.1016/j.ribaf.2013.06.005>>.
- ARDALAN, K. Capital structure theory: Reconsidered. **Research in International Business and Finance**, v. 39, p. 696–710, jan. 2017. Disponível em: <<https://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S0275531915300714>>.
- ARELLANO, M. Computing Robust Standard Errors for Within-Groups Estimators. **Oxford Bulletin of Economics and Statistics**, v. 49, n. 4, p. 431–434, 1987.
- ATAULLAH, A.; VIVIAN, A.; XU, B. Time-varying managerial overconfidence and corporate debt maturity structure. **The European Journal of Finance**, v. 24, n. 2, p. 157–181, 22 jan. 2018. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.1016/j.ejfb.2016.12.006>>.
- BAKER, H. K.; KUMAR, S.; RAO, P. Financing preferences and practices of Indian SMEs. **Global Finance Journal**, n. October, p. 100388, 2017. Disponível em: <<https://doi.org/10.1016/j.gfj.2017.10.003>>.
- BAKER, M.; RUBACK, R. S.; WURGLER, J. Behavioral Corporate Finance: A Survey. In: **Handbook of Empirical Corporate Finance**. [s.l.] Elsevier, 2007. 2p. 145–186.
- BAKER, M.; WURGLER, J. Market Timing and Capital Structure. **THE JOURNAL OF FINANCE**, v. LVII, n. 1, p. 1–32, 2002a.
- BAKER, M.; WURGLER, J. Market Timing and Capital Structure. **The Journal of Finance**, v. 57, n. 1, p. 1–32, fev. 2002b. Disponível em: <<http://www.people.hbs.edu/mbaker/cv/papers/capitalstructure.pdf>>.

BAKER, M.; WURGLER, J. Behavioral Corporate Finance: An Updated Survey. In: **Handbook of the Economics of Finance**. [s.l.] Elsevier B.V., 2013. 2p. 357–424.

BALIOS, D.; DASKALAKIS, N.; ERIOTIS, N.; VASILIOU, D. SMEs capital structure determinants during severe economic crisis: The case of Greece. **Cogent Economics & Finance**, v. 4, n. 1, p. 1–11, 18 fev. 2016. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.1080/23322039.2016.1145535>>.

BANERJEE, S.; DAI, L.; HUMPHERY-JENNER, M.; NANDA, V. K. Governance, board inattention, and the appointment of overconfident CEO. In: Asian Finance Association (AsianFA) 2017 Conference; 30th Australasian Finance and Banking Conference 2017; Stevens Institute of Technology School of Business Research Paper., **Anais...2017**. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=2371435> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2371435>>. Acesso em: 1 set. 2019.

BANERJEE, S.; HUMPHERY-JENNER, M.; NANDA, V. Does CEO bias escalate repurchase activity? **Journal of Banking & Finance**, v. 93, p. 105–126, ago. 2018. Disponível em: <<https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2018.02.003>>.

BARBERIS, N. C. Thirty Years of Prospect Theory in Economics: A Review and Assessment. **Journal of Economic Perspectives**, v. 27, n. 1, p. 173–196, fev. 2013. Disponível em: <<http://pubs.aeaweb.org/doi/10.1257/jep.27.1.173>>.

BARBERIS, N.; THALER, R. **A Survey of Behavioral Finance: NBER WORKING PAPER SERIES**. [s.l.: s.n.]. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w9222%0ANATIONAL>>.

BARBOSA, A. S. **Características do gestor e estrutura de capital nas empresas cotadas**. 2013. Universidade de Aveiro, 2013. Disponível em: <<https://ria.ua.pt/bitstream/10773/12208/1/Tese.pdf>>.

BARCLAY, M. J.; SMITH, C. W. The Maturity Structure of Corporate Debt. **The Journal of Finance**, v. 50, n. 2, p. 609–631, jun. 1995. Disponível em: <<https://www.ssrn.com/abstract=1009045%0Ahttps://aresjournals.org/doi/abs/10.5555/rees.5.2.j6617527846g1j17%0Ahttps://ideas.repec.org/a/ire/issued/v21n012018p41-70.html%0Ahttps://link.springer.com/article/10.1023/A:1023607412927%0Awww.emeraldinsight.com/14>>.

BARROS, L. A. B. de C. **Decisões de financiamento e de investimento das empresas sob a ótica de gestores otimistas e excessivamente confiantes**. 2005. Universidade de São Paulo, 2005.

BARTON, S. L.; GORDON, P. J. Corporate Strategy : Useful Perspective for the Study of Capital Structure? **The Academy of Management Review**, v. 12, n. 1, p. 67–75, 1987.

BAUCELLS, M.; VILLASÍS, A. Stability of risk preferences and the reflection effect of prospect theory. **Theory and Decision**, v. 68, n. 1–2, p. 193–211, 27 fev. 2010. Disponível em: <<http://link.springer.com/10.1007/s11238-009-9153-3>>.

BEN-DAVID, I.; GRAHAM, J. R.; HARVEY, C. R. Managerial Miscalibration. **The**

Quarterly Journal of Economics, v. 128, n. 4, p. 1547–1584, nov. 2013. Disponível em: <<https://academic.oup.com/qje/article-lookup/doi/10.1093/qje/qjt023>>.

BEN-DAVID, I.; HIRSHLEIFER, D. Are Investors Really Reluctant to Realize Their Losses? Trading Responses to Past Returns and the Disposition Effect. **Review of Financial Studies**, v. 25, n. 8, p. 2485–2532, ago. 2012. Disponível em: <<https://academic.oup.com/rfs/article-lookup/doi/10.1093/rfs/hhs077>>.

BENOÎT, J.-P.; DUBRA, J.; MOORE, D. A. DOES THE BETTER-THAN-AVERAGE EFFECT SHOW THAT PEOPLE ARE OVERCONFIDENT?: TWO EXPERIMENTS. **Journal of the European Economic Association**, v. 13, n. 2, p. 293–329, abr. 2015. Disponível em: <<http://www.ssrn.com/abstract=2231557>>.

BERGER, P. G.; OFEK, E.; YERMACK, D. L. Managerial Entrenchment and Capital Structure Decisions. **The Journal of Finance**, v. 52, n. 4, p. 1411–1438, set. 1997. Disponível em: <<http://doi.wiley.com/10.1111/j.1540-6261.1997.tb01115.x>>.

BERNOULLI, D. Exposition of a New Theory on the Measurement of Risk. **Econometrica**, v. 22, n. 1, p. 23, jan. 1954. Disponível em: <<https://www.jstor.org/stable/1909829?origin=crossref>>.

BERTRAND, M.; SCHOAR, A. Managing with Style: The Effect of Managers on Firm Policies. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 118, n. 4, p. 1169–1208, 1 nov. 2003. Disponível em: <<https://academic.oup.com/qje/article-lookup/doi/10.1162/00335530332252775>>.

BNDES. **Porte de empresa**. Disponível em: <<https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/financiamento/guia/porte-de-empresa>>. Acesso em: 29 out. 2019.

BOOTH, L.; AIVAZIAN, V.; DEMIRGUC-KUNT, A.; MAKSIMOVIC, V. Capital Structures in Developing Countries. **The Journal of Finance**, v. 56, n. 1, p. 87–130, fev. 2001. Disponível em: <<http://doi.wiley.com/10.1002/hup.1190>>.

BOUWMAN, C. H. S. Managerial optimism and earnings smoothing. **Journal of Banking & Finance**, v. 41, n. 1, p. 283–303, abr. 2014. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.1016/j.jbankfin.2013.12.019>>.

BURGSTALLER, J.; WAGNER, E. How do family ownership and founder management affect capital structure decisions and adjustment of SMEs? **The Journal of Risk Finance**, v. 16, n. 1, p. 73–101, 19 jan. 2015. Disponível em: <<http://www.emeraldinsight.com/doi/10.1108/JRF-06-2014-0091>>.

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, jan. 1997. Disponível em: <[http://dx.doi.org/10.1016/S0883-9026\(96\)00003-1](http://dx.doi.org/10.1016/S0883-9026(96)00003-1)>.

CAMARA, O. Industry herd behaviour in financing decision making. **Journal of Economics**

and Business, v. 94, p. 32–42, nov. 2017. Disponível em:
<<https://doi.org/10.1016/j.jeconbus.2017.08.001>>.

CAMPBELL, T. C.; GALLMEYER, M.; JOHNSON, S. A.; RUTHERFORD, J.; STANLEY, B. W. CEO optimism and forced turnover. **Journal of Financial Economics**, v. 101, n. 3, p. 695–712, set. 2011. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.1016/j.jfineco.2011.03.004>>.

CHAGANTI, R.; DECAROLIS, D.; DEEDS, D. Predictors of Capital Structure in Small Ventures. **Entrepreneurship Theory and Practice**, v. 20, n. 2, p. 7–18, 5 jan. 1996. Disponível em: <<http://journals.sagepub.com/doi/10.1177/104225879602000202>>.

CHAO, Y. Decision-making biases in the alliance life cycle. **Management Decision**, v. 49, n. 3, p. 350–364, 29 mar. 2011. Disponível em:
<<https://www.emeraldinsight.com/doi/10.1108/00251741111120743>>.

CHEN, A.; LU, C.-S. The effect of managerial overconfidence on the market timing ability and post-buyback performance of open market repurchases. **The North American Journal of Economics and Finance**, v. 33, p. 234–251, jul. 2015. Disponível em:
<<http://dx.doi.org/10.1016/j.najef.2015.05.001>>.

CHIAO, Y.-C.; YANG, K.-P.; YU, C.-M. J. Performance, Internationalization, and Firm-specific Advantages of SMEs in a Newly-Industrialized Economy. **Small Business Economics**, v. 26, n. 5, p. 475–492, jun. 2006. Disponível em:
<<http://link.springer.com/10.1007/s11187-005-5604-6>>.

CHITTENDEN, F.; HALL, G.; HUTCHINSON, P. Small Firm Growth, Access to Capital Markets and Financial Structure: Review of Issues and an Empirical Investigation. **Small Business Economics**, v. 8, n. 1, p. 59–67, 1996.

CORDEIRO, L. Managerial Overconfidence and Dividend Policy. **SSRN Electronic Journal**, 2009. Disponível em: <<http://www.ssrn.com/abstract=1343805>>.

CORREIA, T. P. D. S. **Determinantes da Estrutura de Capital das Empresas Familiares Portuguesas**. 2003. UNIVERSIDADE DO ALGARVE, 2003.

COSTA, D. F. **Ensaio sobre vieses cognitivos no processo de tomada de decisão gerencial**. 2017. Universidade Federal de Lavras, 2017.

COSTA, D. F.; CARVALHO, F. de M.; MOREIRA, B. C. de M. BEHAVIORAL ECONOMICS AND BEHAVIORAL FINANCE : A BIBLIOMETRIC ANALYSIS OF THE SCIENTIFIC FIELDS. **Journal of Economic Surveys**, v. 33, n. 1, p. 3–24, 2019.

CRESWELL, J. W. **Projeto de pesquisa: métodos qualitativos, quantitativo e misto**. 3. ed. Porto Alegre: Artmed, 2010.

CRIBARI-NETO, F. Asymptotic inference under heteroskedasticity of unknown form. **Computational Statistics & Data Analysis**, v. 45, n. 2, p. 215–233, 1 mar. 2004. Disponível em: <<https://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S0167947302003663>>. Acesso em: 2 fev. 2020.

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, jan. 2012. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.1016/j.jfineco.2011.08.005>>.

DAMODARAN, A. **Finanças Corporativas teoria e prática**. Segunda ed. Porto Alegre: Bookman, 2007.

DASKALAKIS, N.; BALIOS, D.; DALLA, V. The behaviour of SMEs' capital structure determinants in different macroeconomic states. **Journal of Corporate Finance**, v. 46, p. 248–260, out. 2017. Disponível em: <<https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.07.005>>.

DASKALAKIS, N.; PSILLAKI, M. Do country or firm factors explain capital structure? Evidence from SMEs in France and Greece. **Applied Financial Economics**, v. 18, n. 2, p. 87–97, fev. 2008. Disponível em: <<http://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1080/09603100601018864>>.

DEGRYSE, H.; DE GOEIJ, P.; KAPPERT, P. The impact of firm and industry characteristics on small firms' capital structure. **Small Business Economics**, v. 38, n. 4, p. 431–447, 3 maio 2012. Disponível em: <<http://link.springer.com/10.1007/s11187-010-9281-8>>.

DELLAVIGNA, S. Psychology and Economics: Evidence from the Field. **Journal of Economic Literature**, v. 47, n. 2, p. 315–372, maio 2009. Disponível em: <<http://pubs.aeaweb.org/doi/10.1257/jel.47.2.315>>.

DEMIRGÜÇ-KUNT, A.; MAKSIMOVIC, V. Law, Finance, and Firm Growth. **The Journal of Finance**, v. 53, n. 6, p. 2107–2137, 1998. Disponível em: <<http://doi.wiley.com/10.1002/hup.1190>>.

DÖLARSLAN, E. Ş.; KOÇAK, A.; ÖZER, A. “BATS ARE BLIND?” COGNITIVE BIASES IN RISK PERCEPTION OF ENTREPRENEURS. **Journal of Developmental Entrepreneurship**, v. 22, n. 03, p. 1750021, 16 set. 2017. Disponível em: <<https://www.worldscientific.com/doi/abs/10.1142/S1084946717500212>>.

DRISSI, R.; GHAZOUANI, T.; GHAZOUANI, A. Financial decision of Tunisian firms in the context of market timing theory. **International Journal of Economics and Financial Issues**, v. 3, n. 4, p. 921–923, 2013.

DURAND, D. Costs of debt and equity funds for business: trends and problems of measurement. In: UNIVERSITIES-NATIONAL BUREAU (Ed.). **Research in Business Finance**. [s.l.] National Bureau of Economic Research Volume, 1952. p. 215–262.

EISENHARDT, K. M. **Agency Theory: An Assessment and Review**. **Source: The Academy of Management Review**. [s.l.: s.n.]. Disponível em: <<https://www.jstor.org/stable/258191>>. Acesso em: 18 dez. 2019.

ELLILI, N. O. D. MANAGERIAL ENTRENCHMENT: MODEL AND IMPACT ON THE SHAREHOLDERS' WEALTH. **Corporate Ownership and Control**, v. 9, n. 2, p. 449–460, 2012. Disponível em: <<http://www.ssrn.com/abstract=880703>>.

EPLEY, N.; GILOVICH, T. The Anchoring-and-Adjustment Heuristic. **Psychological Science**, v. 17, n. 4, p. 311–318, 6 abr. 2006. Disponível em: <<http://journals.sagepub.com/doi/10.1111/j.1467-9280.2006.01704.x>>.

FAIRCHILD, R. Managerial overconfidence, moral hazard problems, and excessive life-cycle debt sensitivity. **Investment Management and Financial Innovations**, v. 6, n. 3, p. 35–42, 2009.

FAMA, E. F. Agency Problems and the Theory of the Firm. **Journal of Political Economy**, v. 88, n. 2, p. 288–307, abr. 1980. Disponível em: <<https://www.journals.uchicago.edu/doi/10.1086/260866>>.

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. Disponível em: <<https://www.jstor.org/stable/2696797>>. Acesso em: 8 jan. 2020.

FAMA, E. F.; JENSEN, M. C. **Separation of Ownership and Control**Source: **Journal of Law and Economics**. [s.l: s.n.].

FISCHHOFF, B.; SLOVIC, P.; LICHTENSTEIN, S. Knowing with certainty: The appropriateness of extreme confidence. **Journal of Experimental Psychology: Human Perception and Performance**, v. 3, n. 4, p. 552–564, 9 mar. 1977. Disponível em: <<http://link.springer.com/10.1007/s00423-009-0528-2>>.

FORTE, D.; BARROS, L. A.; NAKAMURA, W. T. Determinants of the capital structure of small and medium sized Brazilian enterprises. **BAR - Brazilian Administration Review**, v. 10, n. 3, p. 347–369, 2013.

FRANK, M. Z.; GOYAL, V. K. Testing the pecking order theory of capital structure. **Journal of Financial Economics**, v. 67, n. 2, p. 217–248, 1 fev. 2003. Disponível em: <<https://www.ssrn.com/abstract=1009045>0Ahttps://aresjournals.org/doi/abs/10.5555/rees.5.2.j6617527846g1j17%0Ahttps://ideas.repec.org/a/ire/issued/v21n012018p41-70.html%0Ahttps://link.springer.com/article/10.1023/A:1023607412927%0Awww.emeraldinsight.com/14>.

FRANK, M. Z.; GOYAL, V. K. Capital Structure Decisions Around the World: Which Factors are Reliably Important? **Financial Management**, v. 38, n. 1, p. 1–37, 2009. Disponível em: <<http://www.ssrn.com/abstract=1464471>>.

GERVAIS, S. Capital Budgeting and Other Investment Decisions. In: H. KENT BAKER; NOFSINGER, J. R. (Ed.). **Behavioral Finance: Investors, Corporations, and Markets**. Hoboken, NJ, USA: John Wiley & Sons, Inc., 2010. p. 413–434.

GERVAIS, S.; HEATON, J. B.; ODEAN, T. Overconfidence, Compensation Contracts, and Capital Budgeting. **The Journal of Finance**, v. 66, n. 5, p. 1735–1777, out. 2011. Disponível em: <<http://doi.wiley.com/10.1111/j.1540-6261.2011.01686.x>>.

GIDER, J.; HACKBARTH, D. Financing Decisions. In: BAKER, H. K.; NOFSINGER, J. R. (Ed.). **BEHAVIORAL FINANCE Investors, Corporations, and Markets**. Hoboken, NJ,

USA: John Wiley & Sons, Inc., 2010. p. 393–412.

GRAHAM, J. R.; HARVEY, C. R.; PURI, M. Managerial attitudes and corporate actions. **Journal of Financial Economics**, v. 109, n. 1, p. 103–121, jul. 2013. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.1016/j.jfineco.2013.01.010>>.

GREENE, W. H. **ECONOMETRIC ANALYSIS**. Fifth ed. Upper Saddle River, New Jersey: Prentice Hall, 2003.

GREENE, W. H. **Econometric analysis**. 7th ed. ed. Upper Saddle River, New Jersey: Prentice Hall, 2012.

GREGORY, B. T.; RUTHERFORD, M. W.; OSWALD, S.; GARDINER, L. An Empirical Investigation of the Growth Cycle Theory of Small Firm Financing. **Journal of Small Business Management**, v. 43, n. 4, p. 382–392, 2005.

GREZO, M. Explaining the ambiguous impact of overconfidence on corporate decision-making : a critique of the research methodology Explaining the ambiguous impact of overconfidence on corporate decision- making : a critique of the research methodology. **Individual and Society**, v. 21, n. 2, p. 1–15, 2018.

GUDMUNDSSON, S. V.; LECHNER, C. Cognitive biases, organization, and entrepreneurial firm survival. **European Management Journal**, v. 31, n. 3, p. 278–294, 2013. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.1016/j.emj.2013.01.001>>.

GUP, B. E.; AGRRAWAL, P. The Product Life Cycle : A Paradigm for Understanding Financial Management. **FINANCIAL PRACTICE AND EDUCATION**, v. Outubro, p. 41–49, 1996.

HACKBARTH, D. Managerial Traits and Capital Structure Decisions. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 43, n. 04, p. 843–882, 6 dez. 2008. Disponível em: <http://www.journals.cambridge.org/abstract_S002210900001437X>.

HACKBARTH, D. Determinants of corporate borrowing: A behavioral perspective. **Journal of Corporate Finance**, v. 15, n. 4, p. 389–411, set. 2009. Disponível em: <<http://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S0929119909000170>>.

HAIR JR., J. F.; BABIN, B.; MONEY, A. H.; SAMOUEL, P. **Fundamentos de métodos de pesquisa em administração**. Porto Alegre: Bookman, 2005.

HALL, G. C.; HUTCHINSON, P. J.; MICHAELAS, N. Determinants of the Capital Structures of European SMEs. **Journal of Business Finance & Accounting**, v. 31, n. 5–6, p. 711–728, jun. 2004. Disponível em: <<http://doi.wiley.com/10.1111/j.0306-686X.2004.00554.x>>.

HARRIS, M.; RAVIV, A. The Theory of Capital Structure. **The Journal of Finance**, v. 46, n. 1, p. 297–355, 1991.

HEATON, J. B. Managerial optimism and corporate finance. **Financial Management**, p. 33–

45, 2002.

HEATON, J. B. Managerial optimism : New observations on the unifying theory. **European Financial Management**, p. 1–18, 2019.

HERNÁNDEZ-CÁNOVAS, G.; MÍNGUEZ-VERA, A.; SÁNCHEZ-VIDAL, J. OWNERSHIP STRUCTURE AND DEBT AS CORPORATE GOVERNANCE MECHANISMS: AN EMPIRICAL ANALYSIS FOR SPANISH SMES. **Journal of Business Economics and Management**, v. 17, n. 6, p. 960–976, 28 maio 2016. Disponível em: <<http://journals.vgtu.lt/index.php/JBEM/article/view/2284>>.

HIRSHLEIFER, D. Investor Psychology and Asset Pricing. **The Journal of Finance**, v. 56, n. 4, p. 1533–1597, ago. 2001. Disponível em: <<http://www.jstor.org/stable/2697808>>.

HIRSHLEIFER, D. Behavioral finance. **Annu. Rev. Financ. Econ.**, v. 7, n. 4, p. 133–160, set. 2015. Disponível em: <<http://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S0927538X03000489>>.

HIRSHLEIFER, D.; LOW, A.; TEOH, S. H. Are Overconfident CEO Better Innovators? **The Journal of Finance**, v. 67, n. 4, p. 1457–1498, ago. 2012. Disponível em: <<http://ssrn.com/paper=1598021>>.

HOLTON, S.; LAWLESS, M.; MCCANN, F. **SME financing conditions in Europe: credit crunch or fundamentals?** **National Institute Economic Review**. [s.l: s.n.]. Disponível em: <<https://link.gale.com/apps/doc/A341934994/AONE?u=capes&sid=AONE&xid=4fb31c8e>>.

HRIBAR, P.; YANG, H. CEO Overconfidence and Management Forecasting. **Contemporary Accounting Research**, v. 33, n. 1, p. 204–227, mar. 2016. Disponível em: <<http://doi.wiley.com/10.1111/1911-3846.12144>>.

HUANG, R.; TAN, K. J. K.; FAFF, R. W. CEO overconfidence and corporate debt maturity. **Journal of Corporate Finance**, v. 36, p. 93–110, fev. 2016. Disponível em: <<https://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S0929119915001303>>.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, p. 305–360, 1976.

JORDAN, J.; LOWE, J.; TAYLOR, P. Strategy and Financial Policy in UK Small Firms. **Journal of Business Finance & Accounting**, v. 25, n. 1&2, p. 1–27, jan. 1998. Disponível em: <<http://doi.wiley.com/10.1111/1468-5957.00176>>.

KAHNEMAN, D. .; SLOVIC, P. .; TVERSKY, A. **Judgment under uncertainty: heuristics and biases** Cambridge Cambridge University Press, , 1982. .

KAHNEMAN, D.; TVERSKY, A. Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk. **Econometrica**, v. 47, n. 2, p. 263–292, mar. 1979. Disponível em: <<https://www.jstor.org/stable/1914185?origin=crossref>>.

KAPKIYAI, C.; KIMITEI, E. Small and micro enterprise owners' characteristics and their impact on capital structure. **European Journal of Business, Economics and Accountancy**,

v. 4, n. 3, p. 23–35, 2016.

KAYO, E. K.; FAMÁ, R.; NAKAMURA, W. T.; MARTIN, D. M. Estrutura de Capital e Criação de Valor: Os Determinantes da Estrutura de Capital em Diferentes Fases de Crescimento das Empresas. **Revista de Administração**, v. 10, n. 3, p. 1–14, 2004.

KENT BAKER, H.; KUMAR, S.; SINGH, H. P. Behavioural biases among SME owners. **International Journal of Management Practice**, v. 11, n. 3, p. 259–283, 2018.

KHASHANAH, K.; ALSULAIMAN, T. Network theory and behavioral finance in a heterogeneous market environment. **Complexity**, v. 21, p. 530–554, 2016a.

KHASHANAH, K.; ALSULAIMAN, T. Network theory and behavioral finance in a heterogeneous market environment. **Complexity**, v. 21, n. S2, p. 530–554, nov. 2016b. Disponível em: <<http://doi.wiley.com/10.1002/cplx.21834>>.

KRAUS, A.; LITZENBERGER, R. H. A STATE-PREFERENCE MODEL OF OPTIMAL FINANCIAL LEVERAGE. **The Journal of Finance**, v. 28, n. 4, p. 911–922, set. 1973. Disponível em: <<http://doi.wiley.com/10.1111/j.1540-6261.1973.tb01415.x>>.

KUMAR, S.; COLOMBAGE, S.; RAO, P. Research on capital structure determinants: a review and future directions. **International Journal of Managerial Finance**, v. 13, n. 2, p. 106–132, 3 abr. 2017. Disponível em: <<http://www.emeraldinsight.com/doi/10.1108/IJMF-09-2014-0135>>.

LANDIER, A.; THESMAR, D. Financial Contracting with Optimistic Entrepreneurs. **Review of Financial Studies**, v. 22, n. 1, p. 117–150, jan. 2009. Disponível em: <<https://academic.oup.com/rfs/article-lookup/doi/10.1093/rfs/hhn065>>.

LARWOOD, L.; WHITTAKER, W. Managerial myopia: Self-serving biases in organizational planning. **Journal of Applied Psychology**, v. 62, n. 2, p. 194–198, 1977. Disponível em: <<http://content.apa.org/journals/apl/62/2/194>>.

LELAND, H. E. Agency costs, risk management, and capital structure. **Journal of Finance**, v. 53, n. 4, p. 1213–1243, 1998.

LEMMON, M. L.; ROBERTS, M. R.; ZENDER, J. F. Back to the Beginning: Persistence and the Cross-Section of Corporate Capital Structure. **The Journal of Finance**, v. 63, n. 4, p. 1575–1608, ago. 2008. Disponível em: <<http://doi.wiley.com/10.1111/j.1540-6261.2008.01369.x>>.

LEONE, N. M. de C. P. G. A DIMENSÃO FÍSICA DAS PEQUENAS E MÉDIAS EMPRESAS. **Revista de Administração de Empresas**, v. 31, n. 2, p. 53–59, 1991.

LI, H.; MU, C.; YANG, J. Optimal contract theory with time-inconsistent preferences. **Economic Modelling**, v. 52, p. 519–530, jan. 2016. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.1016/j.econmod.2015.09.032>>.

LI, T.; MUNIR, Q.; ABD KARIM, M. R. **Nonlinear relationship between CEO power and**

capital structure: Evidence from China's listed SMEs *International Review of Economics and Finance*, 2017. .

LÓPEZ-GRACIA, J.; SOGORB-MIRA, F. Testing trade-off and pecking order theories financing SMEs. *Small Bus Econ*, v. 31, p. 117–136, 2008.

LOWE, J.; NAUGHTON, T.; TAYLOR, P. The impact of corporate strategy on capital structure of Australian companies. *Managerial and Decision Economics*, v. 15, n. May 1994, p. 245–257, 1994.

MAC AN BHAIRD, C.; LUCEY, B. Determinants of capital structure in Irish SMEs. *Small Business Economics*, v. 35, n. 3, p. 357–375, 6 out. 2010. Disponível em: <<http://link.springer.com/10.1007/s11187-008-9162-6>>.

MALMENDIER, U.; TATE, G. Does Overconfidence Affect Corporate Investment? CEO Overconfidence Measures Revisited. *European Financial Management*, v. 11, n. 5, p. 649–659, 2005a.

MALMENDIER, U.; TATE, G. CEO Overconfidence and Corporate Investment. *THE JOURNAL OF FINANCE*, v. LX, n. 6, p. 2661–2700, 2005b.

MALMENDIER, U.; TATE, G. Behavioral CEO: The Role of Managerial Overconfidence. *Journal of Economic Perspectives*, v. 29, n. 4, p. 37–60, nov. 2015. Disponível em: <<http://pubs.aeaweb.org/doi/10.1257/jep.29.4.37>>.

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. Disponível em: <<http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1540-6261.2011.01685.x/abstract>>.

MALMENDIER, U.; TAYLOR, T. On the Verges of Overconfidence. *Journal of Economic Perspectives*, v. 29, n. 4, p. 3–8, nov. 2015. Disponível em: <<http://pubs.aeaweb.org/doi/10.1257/jep.29.4.3>>.

MARCH, J. G.; SHAPIRA, Z. Managerial Perspectives on Risk and Risk Taking. *Management Science*, v. 33, n. 11, p. 1404–1418, nov. 1987. Disponível em: <<http://pubsonline.informs.org/doi/abs/10.1287/mnsc.33.11.1404>>.

MARSH, P. The Choice Between Equity and Debt: An Empirical Study. *The Journal of Finance*, v. 37, n. 1, p. 121, mar. 1982. Disponível em: <<https://www.jstor.org/stable/2327121?origin=crossref>>.

MATEEV, M.; POUTZIOURIS, P.; IVANOV, K. On the determinants of SME capital structure in Central and Eastern Europe: A dynamic panel analysis. *Research in International Business and Finance*, v. 27, n. 1, p. 28–51, jan. 2013. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.1016/j.ribaf.2012.05.002>>.

MATIAS, F.; SERRASQUEIRO, Z. Are there reliable determinant factors of capital structure decisions? Empirical study of SMEs in different regions of Portugal. *Research in*

International Business and Finance, v. 40, p. 19–33, abr. 2017. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.1016/j.ribaf.2016.09.014>>.

MC NAMARA, A.; MURRO, P.; O'DONOHUE, S. Countries lending infrastructure and capital structure determination: The case of European SMEs. **Journal of Corporate Finance**, v. 43, p. 122–138, abr. 2017. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2016.12.008>>.

MCAFEE, A.; BRYNJOLFSSON, E. Big Data: The Management Revolution. **Harvard Business Review**, n. October, p. 1–9, 2012. Disponível em: <<http://tarjomefa.com/wp-content/uploads/2017/04/6539-English-TarjomeFa-1.pdf>>.

MEFTEH, S.; OLIVER, B. R. Capital structure choice: the influence of confidence in France. **French Finance Association**, 2007. Disponível em: <https://www.researchgate.net/publication/228621972_Capital_structure_choice_the_influence_of_confidence_in_France>.

MEIRA, A. F. B. da S. F. **A Estrutura de Capitais das Empresas Portuguesas**. 2015. Universidade Católica Portuguesa, 2015.

MERKLE, C.; WEBER, M. True overconfidence: The inability of rational information processing to account for apparent overconfidence. **Organizational Behavior and Human Decision Processes**, v. 116, n. 2, p. 262–271, 2011. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.1016/j.obhdp.2011.07.004>>.

MICHAELAS, N.; CHITTENDEN, F.; POUTZIOURIS, P. A model of capital structure decision making in small firms. **Journal of Small Business and Enterprise Development**, v. 5, n. 3, p. 246–260, set. 1998. Disponível em: <<http://www.emeraldinsight.com/doi/10.1108/EUM0000000006786>>.

MICHAELAS, N.; CHITTENDEN, F.; POUTZIOURIS, P. Financial Policy and Capital Structure Choice in U.K. SMEs: Empirical Evidence from Company Panel Data. **Small Business Economics**, v. 12, p. 113–130, 1999.

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

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. **The American Economic Review**, v. 48, n. 3, p. 261–297, 1958.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. **The American Economic Review**, v. 53, n. 3, p. 433–443, 1963.

MOORE, D. A.; SCHATZ, D. The three faces of overconfidence. **Social and Personality Psychology Compass**, v. 11, n. 8, p. e12331, ago. 2017. Disponível em: <<http://doi.wiley.com/10.1111/spc3.12331>>.

MUELLER, A.; BRETTEL, M. Impact of Biased Pecking Order Preferences on Firm Success in Real Business Cycles. **Journal of Behavioral Finance**, v. 13, n. 3, p. 199–213, jul. 2012. Disponível em: <<http://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1080/15427560.2012.708372>>.

MUNIR, Q.; KOK, S. C.; TEPLOVA, T.; LI, T. Powerful CEO, debt financing, and leasing in Chinese SMEs: Evidence from threshold model. **The North American Journal of Economics and Finance**, v. 42, p. 487–503, nov. 2017. Disponível em: <<https://doi.org/10.1016/j.najef.2017.08.011>>.

MYERS, S. C. The Capital Structure Puzzle. **The Journal of Finance**, v. 39, n. 3, p. 574–592, jul. 1984. Disponível em: <<http://doi.wiley.com/10.1111/j.1540-6261.1984.tb03646.x>>.

NAKAMURA, E. A. M. V.; JONES, G. D. C.; NAKAMURA, W. T. Panorama da produção científica brasileira sobre estrutura de capital e as principais teorias abordadas: um estudo bibliométrico. **Revista de Administração de Roraima**, v. 7, n. 2, p. 310–330, 2017. Disponível em: <<https://revista.ufr.br/adminrr/article/view/4383/pdf>>.

NAWI, H. M. Measuring Capital Structure Determinants of Small and Medium Enterprises (SMEs): An Assessment of Construct Reliability and Validity of a Proposed Questionnaire. **Canadian Social Science**, v. 14, n. 2, p. 44–58, 2018.

NEWMAN, A.; GUNESSEE, S.; HILTON, B. Applicability of financial theories of capital structure to the Chinese cultural context: A study of privately owned SMEs. **International Small Business Journal: Researching Entrepreneurship**, v. 30, n. 1, p. 65–83, 26 fev. 2012. Disponível em: <<http://journals.sagepub.com/doi/10.1177/0266242610370977>>.

NIU, J. The effect of overconfidence on the sensitivity of CEO wealth to equity risk. **Journal of Financial Services Research**, v. 38, n. 1, p. 23–39, 2010.

NOBRE, L. H. N.; CÂMARA, S. F.; JÚNIOR, F. R. F. G. Os níveis de endividamento das pequenas e médias empresas brasileiras são determinados por sua estrutura de capital? In: Xxvi Enegep, Fortaleza. **Anais...** Fortaleza: 2006.

NOVAES, W. Capital Structure Choice When Managers Are in Control: Entrenchment versus Efficiency. **The Journal of Business**, v. 76, n. 1, p. 49–82, jan. 2003. Disponível em: <<https://www.jstor.org/stable/10.1086/344113>>.

ODIT, M. P.; GOBARDHUN, Y. D. The Determinants Of Financial Leverage Of SMEs In Mauritius. **International Business & Economics Research Journal (IBER)**, v. 10, n. 3, p. 113, 14 mar. 2011. Disponível em: <<https://clutejournals.com/index.php/IBER/article/view/4107>>.

ÖHMAN, P.; YAZDANFAR, D. Short- and long-term debt determinants in Swedish SMEs. **Review of Accounting and Finance**, v. 16, n. 1, p. 106–124, 13 fev. 2017. Disponível em: <<http://www.emeraldinsight.com/doi/10.1108/RAF-08-2015-0118>>.

OLIVEIRA, A. M. de. **Influência dos vieses de excesso de confiança e otimismo sobre gerenciamento de resultados em companhias listadas na BM&FBovespa**. 2017. Universidade Federal do Paraná, 2017.

OLIVER, B. R. The Impact of Management Confidence on Capital Structure. **SSRN Electronic Journal**, n. 2005, p. 1–23, 2005. Disponível em: <<http://www.ssrn.com/abstract=791924>>.

- OSKAMP, S. Overconfidence in case-study judgments. **Journal of Consulting Psychology**, v. 29, n. 3, p. 261–265, 1965. Disponível em: <<http://content.apa.org/journals/ccp/29/3/261>>.
- PANDHER, G.; CURRIE, R. CEO compensation: A resource advantage and stakeholder-bargaining perspective. **Strategic Management Journal**, v. 34, n. 1, p. 22–41, jan. 2013. Disponível em: <<http://doi.wiley.com/10.1002/smj.1995>>.
- PARSONS, C.; TITMAN, S. Empirical Capital Structure: A Review. **Foundations and Trends® in Finance**, v. 3, n. 1, p. 1–93, 2008. Disponível em: <<http://www.nowpublishers.com/article/Details/FIN-018>>.
- PAULO ESPERANÇA, J.; MATIAS GAMA, A. P.; AZZIM GULAMHUSSEN, M. Corporate debt policy of small firms: an empirical (re)examination. **Journal of Small Business and Enterprise Development**, v. 10, n. 1, p. 62–80, mar. 2003. Disponível em: <<https://www.researchgate.net/publication/235305219>>. Acesso em: 11 fev. 2020.
- PEREIRA, I. V.; SILVA, C. A. T.; JÚNIOR, E. P. T. COMPORTAMENTO DECISÓRIO DOS CONTADORES SOB A PERSPECTIVA DA TEORIA DO PROSPECTO. **Revista Ambiente Contábil** –, v. 9, n. 2, p. 222–239, 2017.
- PHUA, K.; THAM, T. M.; WEI, C. Are overconfident CEO better leaders? Evidence from stakeholder commitments. **Journal of Financial Economics**, v. 127, n. 3, p. 519–545, mar. 2018. Disponível em: <<https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2017.12.008>>.
- POHLMANN, M. C.; AGUIAR, A. B. de; BERTOLUCCI, A.; MARTINS, E. Impacto da especificidade de ativos nos custos de transação, na estrutura de capital e no valor da empresa. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 15, n. spe, p. 24–40, jun. 2004. Disponível em: <http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1519-70772004000400002&lng=pt&tlng=pt>. Acesso em: 20 dez. 2019.
- PRICEWATERHOUSECOOPERS. **Pequenas e Médias Empresas | Private Compay Services**. [s.l.: s.n.]. Disponível em: <<https://www.pwc.com.br/pt/publicacoes/setores-atividade/assets/pcs/private-compay-services-pcs-13-pt.pdf>>.
- PSILLAKI, M.; DASKALAKIS, N. Are the determinants of capital structure country or firm specific? **Small Bus Econ**, v. 33, p. 319–333, 2009.
- RAJAN, R. G.; ZINGALES, L. What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data. **The Journal of Finance**, v. 50, n. 5, p. 1421–1460, dez. 1995. Disponível em: <<http://doi.wiley.com/10.1111/j.1540-6261.1995.tb05184.x>>.
- RAMÍREZ HERRERA, L. M.; PALACÍN-SÁNCHEZ, M.-J. El estado del arte sobre la teoría de la estructura de capital de la empresa. **Cuadernos de Economía**, v. 37, n. 73, p. 143–165, 1 jan. 2018. Disponível em: <<https://revistas.unal.edu.co/index.php/ceconomia/article/view/56041>>.
- RAO, P.; KUMAR, S.; MADHAVAN, V. A study on factors driving the capital structure decisions of small and medium enterprises (SMEs) in India. **IIMB Management Review**, v. 31, n. 1, p. 37–50, mar. 2019. Disponível em: <<https://doi.org/10.1016/j.iimb.2018.08.010>>.

REIS, R. T.; CAMPOS, A. L. S.; PASQUINI, E. S. A Influência dos Determinantes da Estrutura de Capital Conforme o Estágio do Ciclo de Vida das Empresas Brasileiras. **Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade**, v. 7, n. 3, p. 127–142, 2017.

RICHARDSON, S.; TEOH, S. H.; WYSOCKI, P. D. The Walk-down to Beatable Analyst Forecasts: The Role of Equity Issuance and Insider Trading Incentives. **Contemporary Accounting Research**, v. 21, n. 4, p. 885–924, 1 dez. 2004. Disponível em: <<http://doi.wiley.com/10.1506/KHNW-PJYL-ADUB-0RP6>>.

RODRIGUES, J. J. M.; ANTÓNIO, N. J. dos S. Managerial Entrenchment: Model and Impact on the Shareholders' Wealth. **Revista Universo Contábil**, v. 6, n. 3, p. 129–139, 30 set. 2010. Disponível em: <<http://proxy.furb.br/ojs/index.php/universocontabil/article/view/1582>>.

ROSS, S. A. **American Economic Association The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem**. Source: **The American Economic Review**. [s.l.] American Economic Association, 1973. .

ROSS, S. A. The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach. **The Bell Journal of Economics**, v. 8, n. 1, p. 23–40, 1977. Disponível em: <<http://www.jstor.org/stable/3003485>>.

SANCHEZ-VIDAL, J.; MARTIN-UGEDO, J. F. Financing Preferences of Spanish Firms: Evidence on the Pecking Order Theory. **Review of Quantitative Finance and Accounting**, v. 25, p. 341–355, 2005.

SCHELLING, T. C. **The Strategy of Conflict**. Cambridge, MA: Harvard University Press, 1980.

SCHRAND, C. M.; ZECHMAN, S. L. C. Executive overconfidence and the slippery slope to financial misreporting. **Journal of Accounting and Economics**, v. 53, n. 1–2, p. 311–329, fev. 2012. Disponível em: <<http://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S0165410111000644>>.

SCOTT, J. H. A Theory of Optimal Capital Structure. **The Bell Journal of Economics**, v. 7, n. 1, p. 33, 1976. Disponível em: <<https://www.jstor.org/stable/3003189?origin=crossref>>.

SEBRAE. **Anuário do trabalho nos pequenos negócios: 2015**. [s.l.: s.n.]. Disponível em: <<https://www.dieese.org.br/anuario/2017/anuarioDosTrabalhadoresPequenosNegocios.pdf>>.

SEMEDO, I. G. **Teorias da estrutura de capital das empresas: Uma aplicação às empresas Portuguesas cotadas na Euronext Lisboa**. 2015. INSTITUTO SUPERIOR DE GESTÃO, 2015.

SERRASQUEIRO, Z.; CAETANO, A. TRADE-OFF THEORY VERSUS PECKING ORDER THEORY: CAPITAL STRUCTURE DECISIONS IN A PERIPHERAL REGION OF PORTUGAL. **Journal of Business Economics and Management**, v. 16, n. 2, p. 445–466, 16 dez. 2015. Disponível em: <<http://journals.vgtu.lt/index.php/JBEM/article/view/2685>>.

SERRASQUEIRO, Z.; NUNES, P. M. Is Age a Determinant of SMEs' Financing Decisions? Empirical Evidence Using Panel Data Models. **Entrepreneurship Theory and Practice**, v. 36, n. 4, p. 627–654, jul. 2012. Disponível em: <<http://journals.sagepub.com/doi/10.1111/j.1540-6520.2010.00433.x>>.

SERRASQUEIRO, Z.; NUNES, P. M.; DA ROCHA ARMADA, M. Capital structure decisions: old issues, new insights from high-tech small- and medium-sized enterprises. **The European Journal of Finance**, v. 22, n. 1, p. 59–79, 2 jan. 2014. Disponível em: <<http://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/1351847X.2014.946068>>.

SHEFRIN, H. BEHAVIORAL CORPORATE FINANCE. **Journal of Applied Corporate Finance**, v. 14, n. 3, p. 113–126, set. 2001. Disponível em: <<http://doi.wiley.com/10.1111/j.1745-6622.1999.tb00009.x>>.

SHU, P.-G.; YEH, Y.-H.; CHIANG, T.-L.; HUNG, J.-Y. Managerial Overconfidence and Share Repurchases. **International Review of Finance**, v. 13, n. 1, p. 39–65, mar. 2013. Disponível em: <<http://doi.wiley.com/10.1111/j.1468-2443.2012.01162.x>>.

SHYAM-SUNDER, L.; MYERS, S. C. **for helpful comments** **Journal of Financial Economics**. [s.l: s.n.].

SIDDIQI, H. Anchoring-Adjusted Capital Asset Pricing Model. **Journal of Behavioral Finance**, v. 19, n. 3, p. 249–270, 3 jul. 2018. Disponível em: <<https://doi.org/10.1080/15427560.2018.1378218>>.

SILVA, M. R. A. da; NAKAMURA, W. T. Indicadores De Confiança E Estrutura De Capital – Uma Abordagem Setorizada No Brasil. **Revista de Finanças Aplicadas**, v. 2, p. 1–41, 2014.

SILVA, P. Z. P. da; GARCIA, I. A. S.; LUCENA, W. G. L.; PAULO, E. A Teoria da Sinalização e a Recuperação Judicial: Um Estudo nas Empresas de Capital Aberto Listadas na BM&FBovespa. **Desenvolvimento em Questão**, v. 42, n. jan/mar, p. 553–584, 29 dez. 2018. Disponível em: <<https://revistas.unijui.edu.br/index.php/desenvolvimentoemquestao/article/view/6103>>.

SILVA, R. W. da; GRZEBIELUCKAS, C.; SANTOS, J. S. C. dos; OLIVEIRA, L. J. de; FRANÇA, R. C. Crise econômica : quais as estratégias adotadas pelas empresas que receberam o Prêmio Destaque Empresarial em Tangará da Serra – MT ? In: XXIV Congresso Brasileiro de Custos, Florianópolis. **Anais...** Florianópolis: 2017a.

SILVA, T.; MONDINI, V.; SILVA, T.; LAY, L. Influência do Excesso de Confiança e Otimismo no Endividamento de Organizações Cinquentenárias e não Cinquentenárias Brasileiras. **REVISTA EVIDENCIAÇÃO CONTÁBIL & FINANÇAS**, v. 5, n. 2, p. 40–56, 28 abr. 2017b. Disponível em: <<http://periodicos.ufpb.br/index.php/recfin/article/view/32333/17155>>.

SIMON, H. A. A Behavioral Model of Rational Choice. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 69, n. 1, p. 99, fev. 1955. Disponível em: <<https://www.jstor.org/stable/1909829?origin=crossref>>.

SIMON, H. A. Rational Decision Making in Business Organizations. **The American Economic Review**, v. 69, n. 4, p. 493–513, 1979.

SKALA, D. Overconfidence in Psychology and Finance – an Interdisciplinary Literature Review. **Bank i kredyt**, n. 41193, 2008. Disponível em: <<https://mpr.ub.uni-muenchen.de/26386/>>.

SOGORB-MIRA, F. How SME Uniqueness Affects Capital Structure : Evidence From A 1994 – 1998 Spanish Data Panel. **Small Business Economics**, v. 25, p. 447–457, 2005.

SOUSA, A. C. e. **Optimismo/Excesso de confiança dos Gestores e os determinantes da estrutura de capitais de empresas portuguesas cotadas**. 2011. Universidade do Minho, 2011.

SOUZA, R. A. ESTUDOS SOBRE ENDIVIDAMENTO NA PEQUENA EMPRESA Pesquisa bibliométrica nos Eventos EnANPAD de 2005 a 2009 AUTOR RENALDO ANTÔNIO SOUZA. In: XIII SEMEAD Seminários em Administração, 2008, São Paulo. **Anais...** São Paulo: Universidade de São Paulo, 2010.

SUNDER, J.; SUNDER, S. V.; TAN, L. The Role of Managerial Overconfidence in the Design of Debt Covenants. **SSRN Electronic Journal**, 2010. Disponível em: <<http://www.ssrn.com/abstract=1595007>>.

TAN, K. J. K. Why Do Overconfident REIT CEO Issue More Debt? Mechanisms and Value Implications. **Abacus**, v. 53, n. 3, p. 319–348, set. 2017. Disponível em: <<http://doi.wiley.com/10.1111/abac.12111>>.

TEDESCHI, P. **Estrutura de capital: Uma Investigação sobre seu Determinantes no Brasil**. 1997. Fundação Getúlio Vargas, 1997. Disponível em: <<https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/10095/1199900142.pdf>>.

THALER, R. Toward a positive theory of consumer choice. **Journal of Economic Behavior & Organization**, v. 1, n. 1, p. 39–60, mar. 1980. Disponível em: <<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/0167268180900517>>.

THALER, R. H. From Cashews to Nudges: The Evolution of Behavioral Economics. **American Economic Review**, v. 108, n. 6, p. 1265–1287, jun. 2018. Disponível em: <<https://pubs.aeaweb.org/doi/pdfplus/10.1257/aer.108.6.1265>>.

TING, I. W. K.; LEAN, H. H.; KWEH, Q. L.; AZIZAN, N. A. Managerial overconfidence, government intervention and corporate financing decision. **International Journal of Managerial Finance**, v. 12, n. 1, p. 4–24, fev. 2016. Disponível em: <<https://www-emeraldinsight-com.ez100.periodicos.capes.gov.br/doi/pdfplus/10.1108/IJMF-04-2014-0041>>. Acesso em: 21 dez. 2018.

TITMAN, S.; WESSELS, R. The Determinants of Capital Structure Choice. **The Journal of Finance**, v. 43, n. 1, p. 1–19, mar. 1988a. Disponível em: <<http://doi.wiley.com/10.1111/j.1540-6261.1988.tb02585.x>>.

TITMAN, S.; WESSELS, R. The Determinants of Capital Structure Choice. **The Journal of Finance**, v. 43, n. 1, p. 1–19, mar. 1988b. Disponível em: <<http://doi.wiley.com/10.1111/j.1540-6261.1988.tb02585.x>>.

TOMAK, S. The Impact of Overconfidence on Capital Structure in Turkey. **International Journal of Economics and Financial Issues**, v. 3, n. 2, p. 512–518, 30 ago. 2013. Disponível em: <<http://www.macrothink.org/journal/index.php/ber/article/view/4200>>.

TVERSKY, A.; KAHNEMAN, D. Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases. **Science**, v. 185, n. 4157, p. 1124–1131, 27 set. 1974. Disponível em: <<https://www.taylorfrancis.com/books/9781912282562>>.

TVERSKY, A.; KAHNEMAN, D. Advances in prospect theory: Cumulative representation of uncertainty. **Journal of Risk and Uncertainty**, v. 5, n. 4, p. 297–323, out. 1992. Disponível em: <http://psych.fullerton.edu/mbirnbaum/psych466/articles/tversky_kahneman_jru_92.pdf>.

VAN DER WIJST, N.; THURIK, R. Determinants of small firm debt ratios: An analysis of retail panel data. **Small Business Economics**, v. 5, n. 1, p. 55–65, mar. 1993. Disponível em: <<http://link.springer.com/10.1007/BF01539318>>.

VIEIRA, E. S.; NOVO, A. J. A estrutura de capital das PME : Evidência no mercado Português. **ESTUDOS DO ISCA**, v. 2, n. January 2010, 2010. Disponível em: <<https://www.researchgate.net/publication/233986085>>.

VIVIAN, A.; XU, B. Time-varying managerial overconfidence and pecking order preference. **Review of Quantitative Finance and Accounting**, v. 50, n. 3, p. 799–835, 2018.

VOS, E.; YEH, A. J.-Y.; CARTER, S.; TAGG, S. The happy story of small business financing. **Journal of Banking & Finance**, v. 31, n. 9, p. 2648- //, set. 2007. Disponível em: <<https://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S0378426607000556>>. Acesso em: 29 dez. 2019.

WANG, C.-Y.; CHEN, Y.-F.; YU, C.-W. Managerial optimism and post-financing stock performance in Taiwan: A comparison of debt and equity financing. **Economics Letters**, v. 119, n. 3, p. 332–335, jun. 2013. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.1016/j.econlet.2013.03.010>>.

WEINSTEIN, N. D. Unrealistic optimism about future life events. **Journal of Personality and Social Psychology**, v. 39, n. 5, p. 806–820, 1980. Disponível em: <<http://content.apa.org/journals/psp/39/5/806>>.

YARTEY, C. A. Small business finance in Sub-Saharan Africa: The case of Ghana. **Management Research Review**, v. 34, n. 2, p. 172–185, 2011.

YAZDANFAR, D.; ÖDLUND, L. Industry effects and micro firms' capital structure determinants empirical evidence from Swedish data. **International Journal of Business and Globalisation**, v. 5, n. 4, p. 373–387, 2010.

ZAHERA, S. A.; BANSAL, R. Do investors exhibit behavioral biases in investment decision making? A systematic review. **Qualitative Research in Financial Markets**, v. 10, n. 2, p. 210–251, 2018.

ZWIEBEL, J. Dynamic Capital Structure under Managerial Entrenchment. **The American Economic Review**, v. 8, n. 5, p. 1197–1215, 1996. Disponível em: <<http://www.jstor.org/stable/2118286>>.