

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

FÁBIO CHAVES NOBRE

**DECISÕES DE INVESTIMENTOS EM ATIVOS REAIS: INFLUÊNCIAS DOS
VIESES COMPORTAMENTAIS, DO ENRAIZAMENTO GERENCIAL E DA
TOLERÂNCIA AO RISCO NO PROCESSO DECISÓRIO**

**PIRACICABA
2018**

FÁBIO CHAVES NOBRE

**DECISÕES DE INVESTIMENTOS EM ATIVOS REAIS: INFLUÊNCIAS DOS
VIESES COMPORTAMENTAIS, DO ENRAIZAMENTO GERENCIAL E DA
TOLERÂNCIA AO RISCO NO PROCESSO DECISÓRIO**

Tese apresentada ao curso de Doutorado em Administração da Faculdade de Gestão e Negócios da Universidade Metodista de Piracicaba, como parte dos requisitos para obtenção do título de Doutor em Administração.

Campo de Conhecimento: Finanças e Controladoria.

Orientadora: Profa. Dra. Maria José de Camargo Machado.

**PIRACICABA
2018**

Ficha catalográfica

FÁBIO CHAVES NOBRE

**DECISÕES DE INVESTIMENTOS EM ATIVOS REAIS: INFLUÊNCIAS DOS
VIESES COMPORTAMENTAIS, DO ENRAIZAMENTO GERENCIAL E DA
TOLERÂNCIA AO RISCO NO PROCESSO DECISÓRIO**

Tese apresentada ao curso de Doutorado em Administração da Faculdade de Gestão e Negócios da Universidade Metodista de Piracicaba, como parte dos requisitos para obtenção do título de Doutor em Administração.

Campo de Conhecimento: Finanças e Controladoria

Orientadora: Profa. Dra. Maria José de Camargo Machado

Data da Defesa:

___/___/___

Banca Examinadora:

Profa. Dra. Maria José de Camargo Machado (Orientadora)
FGN/Unimep

Profa. Dr. Pedro Domingos Antonioli
FGN/Unimep

Profa. Dra. Eliciane Maria da Silva
FEAU/Unimep

Prof. Dr. Johan Hendrik Poker Jr.
Unicamp

Prof. Dr. Wesley Vieira da Silva
UFSM

Dedicatória

Dedico esta tese a quatro pessoas a quem tenho profunda estima: meu filho, Davi, minha esposa, Liana, meu pai, Arduino, e minha mãe, Roselene.

AGRADECIMENTOS

Há quem diga que a tese é um trabalho solitário e que requer do pesquisador uma imersão nos seus estudos a ponto de deixar de lado a sua vida pessoal e as pessoas que o rodeiam. Bom, em partes, eu concordo sobre a imersão, porém solitário este trabalho não foi. Posso afirmar que nessas linhas da tese há a participação, direta e indireta, de várias pessoas com quem convivi ao longo do período do doutoramento e a quem devo agradecer e compartilhar neste momento.

Agradeço ao meu ex-orientador, Prof. Dr. José Francisco Calil, pela oportunidade de cursar o doutorado, pelas pesquisas realizadas, pelas publicações feitas e apoio cedido a elas, pela ética, pelas suas aulas fabulosas, pelas discussões prazerosas em sala de aula, pelos congressos de finanças que seriam inviáveis sem seu apoio. Enfim, agradeço pela amizade construída, e saiba que a parceria continua.

Agradeço à minha orientadora, Profa. Dra. Maria José de Camargo Machado, por aceitar a tarefa de orientar um trabalho já iniciado por outro professor, sei o quanto isso é difícil, agradeço pelas valiosas contribuições ao trabalho, pela paciência e pelo apoio neste final de tese.

No doutorado conheci pessoas que se tornaram minhas amigas, cujo apoio foi importante durante o curso até o presente trabalho. Agradeço ao meu amigo Prof. Dr. Adail, pela convivência ao longo deste tempo de curso, pelas pesquisas, pelas publicações que fizemos, pelo apoio nos momentos difíceis do doutorado (foram muitos, meu amigo) e pela amizade que sempre irá perdurar, saiba que poderá contar comigo sempre. Agradeço à minha amiga Dra. Maraí, por todo o apoio referente aos estudos, publicações, estadia em São Paulo, pelas conversas prazerosas, pelo apoio nos momentos tenebrosos ao longo deste nosso doutorado. Enfim, agradeço a vocês, Maraí e Adail, por todos os momentos que jamais esquecerei, saibam que aqui, em Mossoró, há um amigo com quem vocês podem sempre contar.

Agradeço aos meus professores do doutorado, por todo o conhecimento e paciência compartilhada. Em particular, à Profa. Dra. Valéria Rueda Elias Spers, por tudo que fez por mim, pelas suas aulas, pelo domínio do conhecimento da ciência da administração, pelos debates em sala de aula, pela metodologia aplicada em sala, posso dizer que aprendi muito, pelas contribuições na tese. Enfim, agradeço-lhe por tudo.

Agradeço à banca examinadora, pelas contribuições à tese tanto na qualificação como na defesa final.

Agradeço à Profa. Dra. Lumila, pelo apoio no desenvolvimento dos congressos de finanças da Unimep. Agradeço aos outros colegas do doutorado, pela companhia e compartilhamento de ideias e debates em sala.

Agradeço ao professor e ex-coordenador do doutorado Prof. Dr. Giuliani, pela oportunidade do doutorado, pelos incentivos e pelas conversas sobre o curso.

Agradeço a Silmara, por sempre estar à disposição para ajudar os doutorandos. Também, ao pessoal da secretaria, em especial, a Maria Inês, por sempre nos orientar sobre os procedimentos da Unimep e pelos inúmeros cafés.

Agradeço a Universidade Federal Rural do Semi-Árido/UFERSA pela liberação para que eu pudesse cursar o doutorado.

Agradeço a Dona Maria, Edson, Susana e Alex, enfim, à família Stradiotto, pela acolhida em Piracicaba e toda a ajuda que tive. Vocês sempre estarão no meu coração.

Agradeço à minha cunhada Profa. Dra. Luciana Holanda, pelas valiosas contribuições na metodologia e análise da tese, certamente o trabalho final melhorou.

Agradeço aos meus amigos, o casal Dema e Elisabete, pelas conversas sobre a vida acadêmica, por me apresentar a Unimep e Piracicaba, pela acolhida, por me ajudar nos momentos em que eu precisava e agradeço por entender minha ausência nessa reta final. Mas estou voltando.

Minha família sempre esteve ao meu lado em tudo que fiz ao longo deste tempo de estudo. Então, agradeço aos meus irmãos, cunhados, cunhadas, sogro e sogra, pelo apoio e descontração nos momentos certos. Agradeço, em especial, à minha mãe (Roselene), pelo apoio e por contribuir com minha formação, pela torcida do início e término do doutorado, por ser mãe e pai ao mesmo tempo, por sempre dizer o que é preciso e necessário em momentos de alegria e aflição. Agradeço por tudo.

Agradeço ao meu pequeno, meu filho Davi Nobre, pela paciência, pela torcida, pelos momentos vividos, pela alegria contagiante que sempre carrega consigo, pelas conversas. Enfim, é um privilégio conviver com você, ser seu pai e participar do seu desenvolvimento e descobertas.

Por fim, um agradecimento mais que especial ao meu amor, minha esposa, namorada, professora, doutora, amiga, colega de trabalho, por tudo que fez nesta

minha jornada rumo ao doutorado, desde os cuidados com o nosso filho amado, passando pelos momentos em que não estive presente para lhe ajudar em casa e na universidade, e até o término dessa tese. Entendo que a vida nos fornece momentos prazerosos, momentos inesquecíveis e você é este momento prazeroso e inesquecível e que sempre guardarei e levarei para onde eu for.

Agradeço-lhe, também, por este trabalho, pois em nossas conversas e em nossos debates surgiram as temáticas da tese. Agradeço-lhe, também, pela paciência, pois meu orgulho e teimosia, às vezes, não me deixava reconhecer sua orientação. Agradeço-lhe por ler a tese, por contribuir com este trabalho final, pelos momentos em que você soube interferir e não deixar as minhas emoções falarem tão alto. Agradeço-lhe pelo desenvolvimento e abertura desse mundo novo que é a pesquisa qualitativa, pelo compartilhamento de conhecimento e pela paciência, porque sei que sou chato, às vezes. Enfim, agradeço-lhe por tudo que fez e chegou a hora de pensarmos em nós, enquanto casal, novamente.

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

*“A riqueza de uma nação se mede
pela riqueza do povo e não pela
riqueza dos príncipes”
(Adam Smith)*

RESUMO

A tomada de decisão de investimento é complexa, pois sofre influência de diversos fatores relacionados às características do investimento em si, além dos fatores que são relacionados ao tomador da decisão. Sendo assim, há duas correntes teóricas, complementares entre si, que explicam a forma como o gestor decide, quais sejam: a corrente racionalista, que entende que o decisor sempre irá tomar a melhor decisão possível, tendo em vista que sempre terá acesso a todas as informações necessárias para a melhor decisão; e a corrente comportamental, que considera que o decisor fará julgamentos para uma melhor escolha, utilizando-se de atalhos mentais ou heurísticas nesse processo. Tais heurísticas correspondem às limitações cognitivas do decisor que afetam a tomada de decisão. O objetivo desta pesquisa é compreender os efeitos dos vieses comportamentais, do enraizamento gerencial e da tolerância ao risco presentes na tomada de decisão de investimentos em ativos reais, à luz da teoria de finanças comportamentais. Desenvolveu-se um estudo descritivo, explicativo com abordagem qualitativa e dados analisados pelo método de análise de conteúdo. Aplicaram-se entrevistas com oito sujeitos que tomam decisão de investimentos em ativos reais em suas organizações. Os resultados indicaram que os gestores mais enraizados são mais tolerantes ao risco e sofrem influência dos vieses: autoridade (sofre), arrependimento e efeito manada. Os gestores menos enraizados são menos tolerantes ao risco e sofrem dos seguintes vieses: conteúdo (sofre) e conservadorismo. Entretanto, detectaram-se vieses que atuam tanto nos gestores mais enraizados quanto nos menos enraizados, como, também, nos gestores mais tolerantes ao risco e nos menos tolerantes ao risco, quais sejam: otimismo e excesso de confiança, aversão à perda, efeito dotação, autoatribuição, autoridade (exerce) e conteúdo (exerce). A contribuição desta tese se referiu a identificar e analisar os vieses comportamentais e a disposição ao risco nos gestores mais enraizados e menos enraizados com o intuito de auxiliar a melhor tomada de decisão em ativos reais.

Palavras-chave: Vieses Comportamentais. Enraizamento Gerencial. Tolerância ao Risco. Investimentos em Ativos Reais. Processo Decisório

ABSTRACT

Investment decision making is complex because it is influenced by several factors related to the characteristics of the investment itself and the factors that are related to the decision maker. Thus, the two theoretical streams, complementary to each other, explain how the manager decides, that is, the rationalist stream understands that the decision maker will always make the best decision possible, given that he will always have access to all the information necessary for the best decision, and the behavioral stream will explain that the decision maker will make judgments for a better choice, using mental or heuristic shortcuts. Such heuristics correspond to the cognitive limitations of the decision maker and that in turn affects decision making. These concepts were applied to understand the relationship between behavioral biases, managerial entrenchment and risk tolerance in the decision making of real assets investment. Therefore, the objective of this research is to understand the effects of behavioral biases, managerial entrenchment and risk tolerance present in the decision making of investments in real assets in the light of Behavioral Finance theory. A descriptive, explanatory study with qualitative approach was developed, the data were analyzed by the content analysis method. Eight subjects who decided to invest in real assets were interviewed. The results indicate that more entrenched managers are more risk tolerant and are influenced by biases: Authority (s), Regret, and Herd Effect. Less entrenched managers are less risk tolerant and suffer from the following biases: Content (s) and Conservatism. However, we have detected biases that affect both the more entrenched and less entrenched managers, as well as the more risk tolerant with the less risk tolerant, such biases are: Optimism and overconfidence, loss aversion, endowment effect, self- attribution, authority (e) and content (e). The contribution of this thesis was to identify and analyze the behavioral biases and risk disposition in the more entrenched and less entrenched managers with the purpose of helping to make better decision in real assets.

Keywords: Behavioral Biases. Management Entrenchment. Risk Tolerance. Investments in Real Assets. Decision-Making Process

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Influência de cultura, liderança, projeto, gerenciamento e fatores comportamentais em projeto	34
Figura 2 – Fatores que influenciam o processo de tomada de decisão	36
Figura 3 – Conjunto de teorias das finanças tradicionais	46
Figura 4 – Estudos recentes sobre finanças comportamentais	51
Figura 5 – Pontos de divergência entre finanças tradicionais e comportamentais	53
Figura 6 - Teoria do prospecto.....	55
Figura 7 – <i>Tree of science</i> com as palavras-chave vieses, finanças comportamentais e processo decisório em investimento	63
Figura 8 – Mapa de associações de palavras mais frequentes nos artigos do Quadro 7.....	72
Figura 9 – Modelo mental proposto para a pesquisa	79
Figura 10 – Vieses em comum: otimismo e excesso de confiança; aversão à perda e autoatribuição.....	104
Figura 11 – Vieses de grupo ou decisão coletiva	105
Figura 12 – Vieses <i>sunk cost</i> , efeito agente externo, arrependimento, efeito dotação e conservadorismo	110
Figura 13 – Alto grau de enraizamento gerencial (<i>managerial entrenchment</i>).....	116
Figura 14 – Baixo grau de enraizamento gerencial	120
Figura 15 – Estrutura de capital	123
Figura 16 – Subcategoria “fácil compreensão de investimento”	126
Figura 17 – Subcategoria “difícil compreensão”	127
Figura 18 – Baixo grau de conforto e segurança.....	130
Figura 19 – Alto grau de conforto e segurança	132
Figura 20 – Noção de risco	134
Figura 21 - Dimensão Tolerância ao Risco.....	135
Figura 22 – Descentralização da decisão <i>versus</i> centralização da decisão.....	142
Figura 23 – Outros fatores considerados na tomada de decisão	143
Figura 24 – Decisão de investimentos em ativos reais.....	147
Figura 25 – Caracterização dos gestores.....	148

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Motivos que impactam as decisões de grupos	42
Quadro 2 – Vieses comportamentais	56
Quadro 3 – Relação de artigos da raiz (cor amarela).....	63
Quadro 4 – Relação de artigos do tronco (cor marrom)	66
Quadro 5 – Mercado empresarial (folha).....	69
Quadro 6 – Experimentos e estudo sobre gêneros	70
Quadro 7 – Mercado financeiro	71
Quadro 8 – Tomada de decisão em grupo	74
Quadro 9 – Pesquisas relacionadas com tolerância ao risco	76
Quadro 10 – Relação entre as proposições, dimensões e roteiro.....	84
Quadro 11 – Caracterização dos sujeitos.....	86
Quadro 12 – Duração das entrevistas.....	88
Quadro 13 – Coerência interna da investigação sobre tomada de decisão	89
Quadro 14 – Coerência interna da investigação em enraizamento gerencial	91
Quadro 15 – Coerência interna da investigação em vieses comportamentais	91
Quadro 16 – Coerência interna da investigação em tolerância ao risco	93
Quadro 17 – Coerência interna geral da pesquisa	94
Quadro 18 – Quadro-resumo da tese.....	96
Quadro 19 – Relatos sobre estrutura de capital	122

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

BNB – Banco do Nordeste

CAPM – Modelo de Precificação de Ativos Financeiros (*Capital Asset Pricing Model*)

CE – Ceará

CEO – Diretor Executivo (*Chief Executive Officer*)

EIND – empresário individual

ESOC – Empresário e Sócio

GEST – Gestor Não Proprietário

HEM – Hipótese de Eficiência de Mercado

IPO – Oferta Pública Inicial (*Initial Public Offering*)

PIB – Produto Interno Bruto

RJ – Rio de Janeiro

RN – Rio Grande do Norte

ROI – Retorno sobre o Investimento (*Return On Investment*)

SP – São Paulo

TIR – Taxa Interna de Retorno

ToS – Tree of Science

TR – Tolerância ao Risco

TUE – Teoria da Utilidade Esperada

TUES – Teoria da Utilidade Esperada Subjetiva

Ufersa – Universidade Federal Rural do Semi-Árido

VPL – Valor Presente Líquido

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	18
1.1	Problematização	20
1.2	Objetivo	26
1.2.1	Objetivo geral.....	26
1.2.2	Objetivos específicos.....	26
1.3	Justificativa	27
1.4	Estrutura da Tese	29
2	FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA	30
2.1	Processo Decisório em Investimentos	30
2.1.1	Aspectos financeiros em avaliação de ativos.....	35
2.1.2	Aspectos não financeiros de tomada de decisão em ativos reais	36
2.1.2.1	Aspectos individuais.....	38
2.1.2.2	Problema de agência.....	39
2.2	Enraizamento Gerencial (<i>Managerial Entrenchment</i>).....	42
2.3	Processo de Decisão de Investimentos nas Finanças Tradicionais	45
2.4	Finanças Comportamentais.....	51
2.4.1	Teoria do prospecto	53
2.4.2	Vieses de finanças comportamentais.....	55
2.4.2.1	Viés do otimismo	56
2.4.2.2	Excesso de confiança	57
2.4.2.3	Viés da escalada irracional de comprometimento (<i>sunk cost</i>).....	57
2.4.2.4	Efeito dotação	58
2.4.2.5	Vieses de decisão coletiva.....	59
2.4.2.6	Viés da autoatribuição.....	60
2.4.2.7	Viés do arrependimento	60
2.4.2.8	Viés do conservadorismo	61
2.4.2.9	Viés da aversão à perda.....	62
2.4.3	Pesquisas sobre tomada de decisão em finanças comportamentais....	62
2.5	Tolerância ao Risco.....	75
2.6	Modelo Teórico e Proposições da Pesquisa	77
3	PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS	81
3.1	Delineamento da Pesquisa	81
3.2	Instrumento de Coleta de Dados.....	83

3.3	Campo Empírico	85
3.3.1	Sujeitos da pesquisa	85
3.3.2	Relato da fase de campo.....	88
3.4	Tratamento dos Dados e Estrutura de Análise	89
3.4.1	Dimensão tomada de decisão em ativos reais.....	89
3.4.2	Dimensão enraizamento gerencial (<i>managerial entrenchment</i>).....	90
3.4.3	Dimensão vieses comportamentais.....	91
3.4.4	Dimensão tolerância ao risco	93
3.4.5	Coerência interna geral da pesquisa	94
3.5	Quadro-Resumo da Pesquisa.....	96
4	APRESENTAÇÃO DOS RESULTADOS E ANÁLISE DOS DADOS.....	98
4.1	Apresentação dos Resultados	98
4.1.1	Vieses comportamentais.....	99
4.1.1.1	Vieses em comum: otimismo e excesso de confiança; aversão à perda e autoatribuição	99
4.1.1.2	Vieses de grupo ou decisão coletiva: autoridade, conteúdo e efeito manada	104
4.1.1.3	Outros vieses comportamentais: escalada irracional de comprometimento (<i>sunk cost</i>), arrependimento, conservadorismo, efeito dotação e efeito agente externo.....	110
4.1.2	Enraizamento gerencial (<i>managerial entrenchment</i>).....	114
4.1.2.1	Alto grau de <i>managerial entrenchment</i>	115
4.1.2.2	Baixo grau de <i>managerial entrenchment</i>	119
4.1.3	Tolerância ao risco	124
4.1.3.1	Compreensão do processo de investimento	124
4.1.3.2	Conforto e segurança.....	128
4.1.3.3	Noção de risco	132
4.1.4	Tomada de decisão de investimentos em ativos reais.....	136
4.1.4.1	Centralização da decisão <i>versus</i> descentralização da decisão	136
4.1.4.2	Decisão baseada em critérios técnicos <i>versus</i> decisão baseada na intuição	138
4.1.4.3	Decisão por grupo	141
4.1.4.4	Outros fatores considerados na tomada de decisão	143
4.2	Análise de Dados.....	148
4.2.1	Associações entre vieses comportamentais, tolerância ao risco e enraizamento gerencial.....	148

4.2.2	Associações entre enraizamento gerencial, vieses comportamentais, tolerância ao risco com a tomada de decisão em ativos reais.....	151
5	CONSIDERAÇÕES FINAIS	157
5.1	Limitações da Pesquisa	161
5.2	Sugestões para Futuras Pesquisas	161
	REFERÊNCIAS	162
	APÊNDICE	179
	ANEXO	183

1 INTRODUÇÃO

O processo de tomada de decisão no âmbito empresarial é complexo, e diversas teorias procuram explicar como tal decisão pode ser tomada de modo a obter o melhor resultado possível. Na literatura financeira, as teorias têm mostrado evolução sobre o assunto e, atualmente, têm-se duas correntes consideradas complementares para alguns autores da área: a teoria tradicional financeira e a teoria de finanças comportamentais (IQUIPAZA; AMARAL; BRESSAN, 2009). Essas teorias discutem sobre a racionalidade e não-racionalidade¹ do agente econômico ao tomar uma decisão de escolha, e os primeiros textos que apontam esse debate reportam-se a Smith (1776), sobre a sua análise da economia/mercado.

O pilar da teoria racionalista está pautado na teoria da utilidade esperada (TUE), que, para Bernstein (1997), contribuiu para simplificar a tomada de decisão em condições de incerteza, pois o agente econômico racional processa as informações existentes e as novas informações de maneira objetiva e, a partir de então, monta um conjunto bem definido de preferências. As decisões que fogem dessa racionalidade perfeita são consideradas, pelos racionalistas, como erros aleatórios que não afetam o mercado, sendo, portanto, desconsideradas nos modelos normativos que compõem o espectro das finanças tradicionais.

A hipótese de eficiência de mercado (HEM), desenvolvida por Fama (1970); a TUE, de Von Neumann e Morgenstern (1947); a teoria de portfólio, de Markowitz (1952); e o modelo de precificação de ativos financeiros (*capital asset pricing model* – CAPM), proposto por Sharpe (1964), Lintner (1965) e Treynor (1962), embasam a teoria de finanças tradicionais e versam sobre a racionalidade do agente econômico quando da tomada de decisão sob risco e sem fricções, ou seja, desconsiderando custos de transações, informações dispendiosas etc. (BROIHANNE; MERLI; ROGER, 2008). Sharpe (1964), Lintner (1965) e Treynor (1962) evidenciam que os agentes, ao estabelecerem critérios na avaliação de opções, terão acesso a todas as informações necessárias e irão agir de forma sempre racional na escolha da melhor opção, ou seja, a opção que maximize o retorno sobre o investimento (*return on investment* – ROI) (PARK; SOHN, 2013).

¹ A não-racionalidade a que se refere o texto está vinculada ao comportamento do indivíduo ao tomar decisões, ou seja, a tomada de decisão não utiliza os preceitos da teoria tradicional e, assim, sofre desvios da racionalidade (KAHNEMAN; TVERSKY, 1979).

A racionalidade do indivíduo, no escopo das finanças tradicionais, parte do pressuposto da concepção do homem econômico (*homo economicus*), ou seja, um agente econômico ideal com o comportamento baseado em três princípios: racionalidade perfeita, autointeresse perfeito e informação perfeita (HENRICH *et al.*, 2001). Dentro dessa lógica, Lobão (2012) evidencia que o indivíduo é caracterizado por sempre maximizar o seu bem-estar, utilizando toda a informação disponível, e sempre tomar a decisão correta. Entretanto, a teoria de finanças tradicionais reconhece que no mercado há agentes com limites de racionalidade, mas suas atitudes não afetariam a eficiência do mercado², sendo, portanto, irrelevantes e tenderiam, em longo prazo, a desaparecerem do mercado.

No final da década de 1980, os conceitos sobre eficiência de mercado e racionalidade dos agentes econômicos começaram a não responder mais às situações que o mercado financeiro apresentava, ou seja, as anomalias destes prejudicavam a eficiência descrita nas teorias vigentes (BROIHANNE; MERLI; ROGER, 2008). Os contrapontos à teoria tradicional são embasados nas obras de Simon (1955, 1956, 1957), que propôs a racionalidade limitada do indivíduo ao tomar decisões. Isso implica que, dentro de um contexto de acesso à informação que auxilie a melhor tomada de decisão, o indivíduo sofreria influência do passado e do presente, e isso afetaria a decisão a ser feita.

Na pesquisa de Kahneman e Tversky (1979) sobre a teoria do prospecto, os autores identificaram que os indivíduos utilizavam os processos heurísticos para a tomada de decisão e, assim, contrariavam a teoria tradicional de finanças. No âmbito empresarial, foi identificado que os fatores comportamentais do tomador de decisão influenciam o processo de julgamento da melhor escolha (ACKERT; CHURCH; DEAVES, 2003; CAMERER; LOEWENSTEIN; PRELEC, 2005), ou seja, os agentes não confiam apenas nos argumentos lógicos para tomarem decisões. Dessa forma, pesquisadores ligados ao desenvolvimento das finanças comportamentais apresentam contrapontos a cada princípio que fundamentam as finanças tradicionais.

Kahneman e Tversky (1979) e Thaler (1999) apresentam os contrapontos à teoria racional, descritos a seguir: sobre a racionalidade dos agentes econômicos, a teoria de finanças comportamentais argumenta que os agentes econômicos não-racionais afetam os preços e que, conseqüentemente, o mercado não é eficiente. Os

² Fama (1970) elenca três princípios sobre o reconhecimento dos agentes com limites à racionalidade, porém eles não afetariam o mercado.

autores argumentam que isso decorre de desvios sistemáticos em relação à decisão ótima, e não erros aleatórios, como defende a teoria de finanças tradicionais. O segundo ponto questionado se refere ao arbitragista, que também sofre restrição na ação de corrigir os erros de mercado, ou seja, seus enviesamentos impedem de corrigir os erros de tomada de decisão dos investidores não-rationais. Por fim, outro questionamento que se faz aos princípios das finanças tradicionais diz respeito ao aprendizado do investidor: enquanto as finanças tradicionais consideram que os indivíduos com racionalidade limitada aprendem a ser racionais e, por isso, o mercado volta a ser eficiente, para as finanças comportamentais, a origem da racionalidade limitada é cognitiva e emocional e, portanto, não permite eliminar os vieses na tomada de decisão.

Os estudos sobre os fatores comportamentais evidenciam que os agentes, ao realizarem um julgamento e, por conseguinte, uma escolha a partir de uma determinada situação, utilizam um conjunto de regras simplificadoras ou atalhos mentais. Essas simplificações são as heurísticas de comportamento, que auxiliam na avaliação das informações e, em seguida, na tomada de decisão. Essas heurísticas de comportamento refletem as limitações cognitivas e de tempo a que os tomadores de decisão estão sujeitos (LOBÃO, 2012; MACEDO JR., 2003).

Dessa forma, as finanças comportamentais estudam o efeito cognitivo na tomada de decisão, uma vez que tal efeito é desprezado nas análises das teorias clássicas de finanças. Os efeitos cognitivos facilitam o processo de tomada de decisão, mas estão sujeitos a incorrer em vieses, ou seja, em desvios sistemáticos e não deliberados de julgamento provocados pelo comportamento individual do tomador de decisão, que se sobrepõe ao comportamento racional esperado. Para os desvios sistemáticos, há diversos vieses cognitivos relacionados aos atalhos mentais (estruturas mentais) apontados pela literatura (CAMERER; LOEWENSTEIN; PRELEC, 2005).

1.1 Problematização

Na teoria de finanças tradicionais, as tomadas de decisão são realizadas de forma pragmática, tendo como foco as características do investimento em si e das suas fontes de financiamento sem considerar as características peculiares do tomador de decisão.

As finanças tradicionais consideram a ideia de que o agente econômico decidirá pelo investimento que apresentar o melhor resultado (MARKOWITZ, 1952), ou seja, o agente econômico estará de posse de toda a informação disponível e, com base nisso, sempre escolherá a opção mais racional. Entretanto, estudos na literatura financeira evidenciam casos em que o agente econômico não age de forma racional ao fazer uma escolha (BAKER; RICCIARDI, 2015; BARBER; ODEAN, 2001; KAHNEMAN; TVERSKY, 1979; THALER, 1985; TVERSKY; KAHNEMAN, 1974, 1981), pois as heurísticas e ilusões cognitivas desses agentes podem afetar, de maneira significativa, o comportamento desse indivíduo.

A ocorrência sistemática desses desvios, que podem ocorrer tanto em decisões de investimentos individuais quanto no meio corporativo, afeta, em última instância, a suposta eficiência do mercado proposto pelo modelo racional. Essa complexidade no processo decisório gera comportamentos heterogêneos no mercado, pois alguns agentes irão agir de forma racional, enquanto outros irão considerar seus valores, crenças e aspectos cognitivos e emocionais na tomada de decisão (LOBÃO, 2012). Há de se considerar, ainda, que evidências do comportamento do agente econômico na tomada de decisão de investimentos são de difícil explicação (MACEDO JR.; KOLINSKY; MORAIS, 2011), sendo relevantes estudos dessa área no mercado financeiro e empresarial.

Seguindo a linha das evidências das influências do comportamento do gestor na tomada de decisão e do impacto que tais decisões geram na organização, há de se questionar que fatores ligados a esse indivíduo podem afetar o entorno no qual a decisão é tomada e, conseqüentemente, afetar a própria decisão em si. Aspectos ligados às características individuais do tomador de decisão são fatores já reconhecidos como determinantes do comportamento do gestor (BAKER; WURGLER, 2013; KAHNEMAN; TVERSKY, 1979; MALMENDIER; TATE, 2005; THALER, 1999; TVERSKY; KAHNEMAN, 1974).

Além das questões intrínsecas do indivíduo, há de se considerar o papel que esse gestor exerce na organização: as relações de poder, a submissão às práticas de governança corporativa, a sua liberdade de ação em tomar decisões. Nesta perspectiva, há uma corrente que estuda o enraizamento gerencial (*managerial entrenchment*) e suas conseqüências para as organizações: o enraizamento gerencial é o estudo sobre o comportamento do gestor ao tomar decisões que impactam o valor da empresa e o desempenho organizacional, bem como uma estratégia de

manutenção de posição do gestor, por meio de acúmulo de poder, em detrimento do poder dos acionistas (ELLILI, 2012; GOMPERS; ISHII; METRICK, 2003; NOVAES; ZINGALES, 1995; SHLEIFER; VISHNY, 1989).

O enraizamento do gestor surge da separação entre propriedade e gestão, ou seja, quando o acionista/proprietário delega o direito de poder de decisão ao gestor (FAMA, 1980; JENSEN; MECKLING, 1976), o que possibilita o surgimento do conflito de agência (GROß, 2007). Os acionistas/proprietários, denominados de principal, procuram maximizar sua função utilidade e o autointeresse, e esses fatores estão interligados diretamente com a maximização da rentabilidade e, conseqüentemente, com a redução do fluxo de caixa livre disponível para a gestão. Nessa arena, os gestores, denominados de agentes, também tentam maximizar sua função utilidade, que difere da função do principal. Nesse cenário se desenvolve o conflito de agência, que motivou o surgimento de práticas de monitoramento da gestão, tais como as práticas de governança corporativa, por parte dos proprietários; e práticas dos gestores que potencializem a sua consolidação no poder, que é o próprio enraizamento gerencial (VESCO; BEUREN, 2016).

A função utilidade de quem toma a decisão não é composta somente de fatores monetários, mas há, também, fatores como: acúmulo de poder na organização, perspectiva na carreira, reputação, bem como os fatores psicológicos, políticos, biológicos e sociológicos (AHMAD; IBRAHIM; TUYON, 2017a; GROß, 2007). Assim, a maximização da função utilidade do gestor enraizado perpassa pelas decisões sobre a política de financiamento e investimento, sobre escolhas de funcionários, escolhas de ativos reais etc. (GHOSH *et al.*, 2011; MORCK; SHLEIFER; VISHNY, 1988; RODRIGUES; ANTÔNIO, 2010; SHLEIFER; VISHNY, 1989). Isso é uma forma de garantir a manutenção de sua posição e remuneração na organização.

Na literatura existente, não foram encontrados estudos que estabeleçam relações entre enraizamento gerencial e vieses comportamentais do tomador de decisão no contexto da decisão de investimentos, o que mostra a importância de se pesquisar sobre o assunto. Porém há poucos trabalhos que envolvam a relação entre os vieses e a tomada de decisão de investimento não financeiro nas organizações, como, por exemplo, a pesquisa experimental de Bigelow *et al.* (2014) sobre os gêneros dos diretores executivos (*chief executive officers* – CEOs) e a relação com oferta pública inicial (*initial public offering* [IPO]) das empresas. Bradrania, Westerholm e Yeoh (2016) trataram de investigar o efeito do comportamento de CEOs em

investimentos corporativos. Já Liang e Reiner (2009) pesquisaram a influência comportamental nas decisões de financiamento de usinas de baixo carbono, analisando tanto o efeito da estrutura institucional como o comportamento do gestor.

Estudos como o de Àstebro, Jeffrey e Adomdza (2007), que identificaram que gestores com o viés do otimismo atraem financiamentos e outros recursos importantes para o empreendimento; e estudos como o de Gudmundsson e Lechner (2013), que evidenciaram que empresários com vieses do otimismo e do excesso de confiança contribuem para a abertura de novos negócios, mostram que os vieses podem desempenhar um papel efetivo na gestão de uma organização. Entretanto, há de se considerar que alguns vieses, como otimismo e excesso de confiança, podem fazer com que o gestor tome decisões de um risco maior do que pode ser suportado pela organização (KOELLINGER; MINNITI; SCHADE, 2007) e, assim, gerar resultados negativos para a empresa e para si mesmo.

Sendo assim, a tomada de decisão, com influência dos vieses comportamentais e dentro do universo empresarial, torna-se complexa, devido à limitação do processo de decisão do gestor, bem como o próprio ambiente que o cerca, ou seja, a limitação de informação no mercado, aliada à necessidade de tomada de decisão rápida, pode levar o gestor a tomar decisões baseadas em suas crenças (heurísticas) e, portanto, tomar decisões errôneas, que, no meio empresarial, pode prejudicar financeiramente a empresa, como evidencia os estudos de Agnew (2006) e Shore (2008).

Há outros trabalhos sobre a influência dos vieses comportamentais na tomada de decisão citados no item 2.4.3, porém, são poucos que trabalham essa relação dos vieses e tomada de decisão empresarial de investimento, o que caracteriza-se como uma lacuna teórica na qual podem surgir pesquisas que envolvam o papel do gestor, sua racionalidade, vieses e enraizamento gerencial na tomada de decisão corporativa, tendo como campo teórico as finanças comportamentais. Essa relação pode ser constatada na pesquisa de Pompian (2008), que afirma a existência de vieses que possuem uma relação direta com a tolerância ao risco (TR), como é o caso do conservadorismo, representatividade, excesso de confiança e otimismo, e os que possuem uma relação inversa com a tolerância ao risco, como a aversão à perda, ancoragem, contabilidade mental e efeito *framing*.

Persiste uma discussão, na literatura, sobre outros fatores relativos à tolerância ao risco. No que concerne à mudança desta ao longo do tempo, ou seja, a

discussão sobre a estabilidade ao longo do tempo, Van de Venter, Michayluk e Davey (2012) afirmam que a tolerância ao risco é estável ao longo da vida e é afetada pela experiência de vida do indivíduo. Entretanto, para Grable e Joo (2004) e Sahm (2012), embora questões próprias do indivíduo possam influenciar a tolerância ao risco, tais como gênero e etnia, fatores situacionais, tais como a volatilidade do mercado, afetam a sua disposição ao risco ao longo do tempo, devido aos impactos dos resultados positivos (negativos) dos investimentos, e pode tornar o indivíduo mais (menos) tolerante ao risco. A idade é outra característica dinâmica que também afeta a disposição para o risco apontada na literatura: estudos mostram relação inversa da idade com a tolerância ao risco (FAN; XIAO, 2006; GRABLE; JOO, 2004; HALLAHAN; FAFF; MCKENZIE, 2004).

Diante do exposto, espera-se que a individualidade do gestor, caracterizada pelos diferentes vieses comportamentais que o afetam, o seu grau de tolerância ao risco e o respectivo grau do enraizamento na organização, sejam fatores relevantes no processo de tomada de decisão nas organizações onde atuam.

Por último, vale discutir a importância dos investimentos em ativos reais, que são descritos como sendo os projetos de expansão de negócios, substituição de equipamentos, aquisições de outras empresas etc. Tem-se que, sob o paradigma das finanças tradicionais, os métodos que analisam tais ativos reais se iniciam pela decisão sobre os projetos de orçamento de capital. Essa decisão é uma das mais críticas e complexas na organização. A complexidade se estabelece uma vez que envolve muitas variáveis, tais como: planejamento, avaliação, seleção de projetos, gestão de ativos de longo prazo (LIMA *et al.*, 2016). Por outro lado, as decisões de investimentos em ativos reais são críticas para a organização, pois a implantação desses projetos impacta os resultados futuros da organização.

Os ativos reais promovem vantagens competitivas às empresas frente ao mercado por meio de melhorias de produtividade, permitindo às organizações responderem às demandas do mercado de forma eficiente (LIMA *et al.*, 2016). Entretanto, os ativos reais demandam elevados gastos de capitais, que, se não forem bem planejados e executados, podem provocar prejuízos e implicar dificuldades financeiras e, até mesmo, falência às empresas. Então, a decisão de investimentos em ativos reais, sob o paradigma das finanças tradicionais, deve ser feita seguindo alguns pressupostos, com o intuito de maximizar os resultados da organização, sendo

tais resultados acima do custo de oportunidade (MAO, 1970). Entretanto, tais decisões perpassam por influências da subjetividade do decisor.

Segundo Lima *et al.* (2016), a influência da subjetividade está inserida em todo o processo de orçamento de capital descrito pelas finanças tradicionais, tanto nas fases iniciais da decisão quanto nas fases pós-decisórias, implicando o desempenho financeiro futuro da organização. Os autores consideram que a importância de se identificar a subjetividade na tomada de decisão permite melhorias nas escolhas dos projetos, sendo estes alinhados à maximização de retornos para os acionistas, na estratégia empresarial, com o intuito de colocar a empresa em um nível mais elevado de competição frente ao mercado.

A tomada de decisão sobre ativos reais, nas finanças tradicionais, de maneira geral, considera: os valores de caixa futuros, o valor do investimento a ser realizado na data presente, o prazo do projeto e o custo das fontes de financiamento, relativas à estrutura de capital da organização. Os dados são aplicados às técnicas de capital existentes, tais como: valor presente líquido (VPL), taxa interna de retorno (TIR), *payback*, entre outros (AGGARWAL, 1980; KLAMMER, 1972; MILLER; O'LEARY, 2007; RYAN; RYAN, 2002). A teoria supõe que o gestor irá escolher uma dessas técnicas e irá decidir sobre o investimento em ativo real, caso a técnica escolhida atinja os critérios necessários para a tomada de decisão. Embora façam parte de um método prescritivo de tomada de decisão, as projeções podem ser mal avaliadas, levando ao investimento indevido em um projeto que deveria ter sido categorizado como inviável. Os resultados de investimentos dessa natureza incluem rentabilidade abaixo do esperado e perdas financeiras, chegando ao risco de falência (MOUTINHO, 2011; MOUTINHO; LOPES, 2010; SHORE, 2008).

Embora as técnicas clássicas de análise de viabilidade financeira não sejam o escopo deste trabalho, e partindo do pressuposto que as finanças comportamentais não ignoram os avanços científicos em relação à compreensão das decisões de investimento e financiamento desenvolvida pelas finanças tradicionais, optou-se por importar elementos sobre a estrutura de capital das empresas, ou seja, a composição das fontes de recursos financeiros da organização, para compor o quadro teórico desta pesquisa. Esta decisão se justifica porque a decisão de estrutura de capital, por si só, é um indicativo da disposição ao risco, uma vez que tomar capitais de terceiros para promover o crescimento da empresa dentro de um desempenho que

remunere as fontes de recursos é a própria essência do que se conhece por risco financeiro, e é um fator reconhecidamente relevante nas decisões de investimentos.

Diante da problemática apresentada sobre o gestor enraizado, vieses comportamentais, impactos da tolerância ao risco na tomada de decisão de investimentos em ativos reais, do problema de pesquisa decorre a seguinte questão: *Como os vieses comportamentais, enraizamento gerencial e tolerância ao risco afetam o processo de tomada de decisão de investimentos em ativos reais?* Com o intuito de responder à problemática proposta, abaixo seguem os objetivos da pesquisa:

1.2 Objetivo

1.2.1 Objetivo geral

Compreender os efeitos dos vieses comportamentais, do enraizamento gerencial e da tolerância ao risco presentes no processo de tomada de decisão de investimentos em ativos reais, à luz da teoria de finanças comportamentais.

1.2.2 Objetivos específicos

- a) Delimitar teoricamente as definições sobre processo de decisão, vieses comportamentais, enraizamento gerencial e tolerância ao risco.
- b) Caracterizar o processo de decisão em ativos reais nas empresas pesquisadas.
- c) Identificar os efeitos dos vieses comportamentais sobre o grau de enraizamento gerencial, o grau de tolerância ao risco e o comportamento do gestor no processo decisório de investimentos em ativos reais.
- d) Compreender o papel do gestor na tomada de decisão de investimentos em ativos reais englobando os aspectos relativos a vieses comportamentais, tolerância ao risco e grau de enraizamento gerencial.

1.3 Justificativa

Os indivíduos alocarão seus investimentos de forma diferente uns dos outros e seguindo as suas crenças (heurísticas) e, portanto, estão sujeitos a aspectos subjetivos, não considerados pelas finanças tradicionais (KAHNEMAN; TVERSKY, 1979; THALER, 1980; TVERSKY; KAHNEMAN, 1974). Por outro lado, a teoria da escolha tradicional prega que o indivíduo, em uma decisão sob risco, sempre agirá de forma racional, ou seja, obedecerá aos axiomas da racionalidade (SAVAGE, 1954; VON NEUMANN; MORGENSTERN, 1947) e, portanto, sempre escolherá a melhor opção. Nesse contexto, os estudos sobre o comportamento humano na tomada de decisão sob risco servem para aprimorar a teoria tradicional de finanças e deverão ser entendidos, no futuro, como sendo estudos complementares na teoria da escolha em finanças (DECOURT; ACCORSI, 2005; THALER, 1999). Para Barberis e Thaler (2003), as finanças comportamentais podem compreender alguns fenômenos financeiros referentes à atuação dos agentes econômicos com racionalidade limitada no mercado, por meio dos conceitos da psicologia. Os estudos com foco comportamental do investidor (agente econômico) podem oferecer novas alternativas de compreensão de fenômenos vinculados às finanças, aos mercados, bem como aos indivíduos.

Muitos estudos sobre finanças comportamentais são referentes ao mercado de capitais. Contudo, no contexto empresarial, os mecanismos para eliminar ou perceber distorções de gestores com racionalidade limitada são restritos e, segundo Gervais, Heaton III e Odean (2003), alguns gestores com racionalidade limitada podem perdurar nas empresas, tomando decisões corporativas importantes para a continuidade da empresa. O referido autor cita o contexto de aquisição de empresas por outras para explicar tal fato, pois esses gestores podem continuar nas mudanças de gestão.

A racionalidade limitada dos gestores se refere às ilusões cognitivas, as quais, por sua vez, influenciam as decisões no sentido de desviá-las da decisão racional. Kahneman e Riepe (1998) explicam que as ilusões cognitivas são facilmente identificáveis por serem sistemáticas, porém os autores destacam que reconhecer a presença de tais ilusões cognitivas não é suficiente para eliminá-las, mas o reconhecimento favorece o desenvolvimento de habilidades que facilitam visualizar situações em que o erro, em particular, é provável. Tendo em vista essa situação, é

necessário e importante estudar e identificar as ilusões cognitivas no meio gerencial, a fim de que o gestor possa tomar decisões mais assertivas.

Vários estudos evidenciam a influência dos vieses comportamentais na tomada de decisão, como, por exemplo: viés do excesso de confiança (LIANG; REINER, 2009; LIN, 2011; POMPIAN, 2006; SILVA *et al.*, 2017; SMIT; MORAITIS, 2010; TOMA, 2015; WANG, 2015; XIN, 2010), viés da aversão à perda (LIANG; REINER, 2009; POMPIAN, 2006; XIN, 2010), heurística da ancoragem e ajuste (LIANG; REINER, 2009; POMPIAN, 2006; SMIT; MORAITIS, 2010), efeito manada (LIN, 2011), viés do conservadorismo (POMPIAN, 2006), efeito disposição (LIN, 2011; NIEHAUS; SHRIDER, 2013; TOMA, 2015), viés da confirmação (SMIT; MORAITIS, 2010; XIN, 2010), heurística da representatividade (LIANG; REINER, 2009; POMPIAN, 2006; TOMA, 2015), efeito endosso (LIANG; REINER, 2009), viés do otimismo (POMPIAN, 2006; SMIT; MORAITIS, 2010), viés da aversão à ambiguidade (LIANG; REINER, 2009; POMPIAN, 2006), viés da ilusão de controle (POMPIAN, 2006; SMIT; MORAITIS, 2010), *sunk cost* (SMIT; MORAITIS, 2010) e viés da autoatribuição (POMPIAN, 2006), mostrando os desvios da racionalidade que eles ocasionam, implicando desvios da racionalidade na decisão.

Nesse contexto, é válido elaborar pesquisas que envolvem os vieses comportamentais com tomada de decisão de investimentos em ativos reais. Seguindo essa linha, na literatura existe uma vasta pesquisa sobre enraizamento gerencial, outra variável da tese, e trata de estudar o comportamento dos gestores na busca pelo poder para a preservação de sua posição e remuneração na organização (ELLILI, 2012; RODRIGUES; ANTÓNIO, 2010; SHLEIFER; VISHNY, 1989), porém não foram detectadas, na literatura, pesquisas que relacionam o enraizamento gerencial com vieses comportamentais e que, em parte, contribuem para justificar esta pesquisa.

As pesquisas têm corroborado a influência dos vieses comportamentais na tomada de decisão de investidores financeiros. No contexto das organizações, espera-se verificar se o gestor, ao tomar decisões em ativos reais, são influenciados por vieses comportamentais, tomando decisões que fortaleçam sua posição na organização, caracterizando o enraizamento gerencial.

A tomada de decisão dos gestores está sujeita a aspectos objetivos e subjetivos. Essas decisões possuem diversos fatores determinantes: tipo de investimento, potencial para absorção de perdas, percepção do risco, contexto que o cerca e disposição em correr risco (NOBRE, 2015). A disposição do indivíduo para

correr riscos, a tolerância ao risco, tem um papel importante na tomada de decisão de investimento, tendo em vista que decorre do comportamento individual do gestor (SLOVIC, 1987) e está sujeita à influência dos vieses comportamentais.

A contribuição desta tese para as finanças comportamentais, especificamente na área de decisão de investimentos em ativos reais e focando em gestores enraizados, se refere a analisar e identificar os vieses comportamentais e a tolerância ao risco para os gestores mais enraizados e menos enraizados, no sentido de que os recursos de que a organização dispõe sejam melhor otimizados para garantir a sobrevivência no mercado.

1.4 Estrutura da Tese

Além da presente introdução, esta tese está estruturada nos seguintes capítulos:

O capítulo 2 traz o embasamento teórico utilizado e está dividido em seis partes: processo decisório em investimentos; enraizamento gerencial; processo de decisão de investimentos nas finanças tradicionais; finanças comportamentais; tolerância ao risco; e modelo teórico e proposições da pesquisa.

O capítulo 3 trata do processo metodológico e está dividido em sete partes: questão de pesquisa; delineamento da pesquisa; sujeitos da pesquisa; estrutura de análise; tratamento dos dados e procedimento da pesquisa; quadro resumo da pesquisa; e delimitações da pesquisa.

O capítulo 4 se refere à apresentação dos resultados e análise dos dados e está dividido em duas partes: a primeira detalha as dimensões individualmente como foco na descrição das dimensões a partir das categorias de análise, e a segunda parte traz a análise dos dados.

As considerações finais referem-se às principais conclusões da pesquisa, 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 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

2.1 Processo Decisório em Investimentos

A tomada de decisão no mundo empresarial não é simples, pois há fatores externos e internos das organizações que as forçam a se adaptarem ou visualizarem oportunidades que o mercado evidencia, implicando decisões assertivas para que organizações sobrevivam em um ambiente dinâmico. Sendo assim, o corpo gestor deve estar preparado para interpretar tais fatores e daí tomar decisões que contribuam para o desenvolvimento e crescimento da organização.

Nesse sentido, é necessário entender a natureza da decisão, pois os gestores entendem os fatores externos e internos de forma diferente, seja atuando em diversas organizações, como também atuando na mesma organização. Essa divergência da compreensão do mercado ocorre principalmente quando se trata de crises e oportunidade de mercado (DUTTON, 1993; KRUEGER JR., 2007). Um exemplo do entendimento desses fatores, de que os gestores visualizam a mesma situação de formas diferentes entre as organizações, está na elaboração da proposta de orçamento de capital, ou seja, em propostas de investimentos em ativos reais.

Assim, uma decisão de orçamento de capital, ou seja, um projeto de investimento, representa a estratégia sob um ponto de vista, no que se refere às aquisições de equipamentos, empresas, marcas, renovações e substituições de ativos reais, tendo os fluxos de caixas representados em um período futuro. Portanto, a tomada de decisão em ativos reais, por vezes, se torna complexa, pois sempre abre espaço para várias interpretações sobre as alternativas existentes (MARITAN, 2001), e, em um contexto, a competitividade requer decisões rápidas e assertivas (HOUGH; WHITE, 2003).

Um dos elementos que auxiliam a alta administração na tomada de decisão de investimentos em ativos reais é o método de avaliação utilizado. Vale ressaltar que os métodos de avaliação de projetos de investimentos mais utilizados são oriundos das finanças tradicionais, pois são métodos normativos que se pautam no conjunto de teorias que fundamentam as finanças tradicionais, as quais serão aprofundadas na seção 2.3 desta pesquisa.

Lima *et al.* (2016) pontuam que a tomada de decisão varia entre abordagens objetivas e quantificáveis e abordagens subjetivas e intuitivas, e que o

grau de utilização de cada abordagem é o determinante para o processo decisório. Os autores afirmam que toda decisão possui um julgamento subjetivo e, portanto, não pode ser separado da tomada de decisão, posicionamento este convergente com o de outros autores que consideram que os valores pessoais e ponderações individuais são importantes fatores para a decisão (MACCRIMMON; WEHRUNG, 1990). Entretanto, a subjetividade na tomada de decisão é fundamentada nos princípios das finanças comportamentais, os quais estão no item 2.4 deste trabalho.

Com o intuito de melhorar o entendimento da subjetividade na tomada de decisão de investimentos em ativos reais, representado pelo orçamento de capital, é importante descrever como as finanças tradicionais estabelecem critérios para a tomada de decisão, definindo suas bases objetivas e formais (LIMA *et al.*, 2016), e depois relacioná-las com a subjetividade da decisão. Sendo assim, nas finanças tradicionais, o orçamento de capital tem por finalidade principal representar em seus resultados a maximização da lucratividade, bem como evidenciar a preferência de risco de quem toma a decisão sobre o orçamento de capital a ser realizado (VIVIERS; COHEN, 2011).

O principal problema do orçamento de capital diz respeito a um conjunto de investimentos, representado por projetos, que concorrem aos fundos limitados de capital que a empresa possui, mesmo que todos os projetos possuam a relação custo-benefício satisfatória, pode ser que nem todos sejam realizados, devido à racionalização do capital (ABENSUR, 2012; VIVIERS; COHEN, 2011). Sendo assim, a teoria financeira elenca procedimentos e identificação de motivos para a necessidade de capital para a organização. Dentro da identificação dos motivos, têm-se: expansão, substituição, renovação e aquisições, aquisição de ativos intangíveis etc.

Em termos de procedimentos, Lima *et al.* (2016) elencam três fases: (a) identificação de oportunidades de investimentos lucrativos internos; (b) estabelecimento de princípios de estimativas de lucratividade; e (c) descrição das cinco etapas do orçamento de capital. As finanças tradicionais enfatizam muito as etapas do orçamento de capital, pois atribuem os resultados positivos (ou negativos) da decisão à acurácia no processo de elaboração dessas etapas. As cinco etapas são: (a) geração da proposta de investimento; (b) avaliação e análise; (c) decisão sobre a proposta; (d) implementação; e, por fim, (e) acompanhamento do projeto selecionado. A fase de avaliação da proposta é de suma importância à tomada de

decisão, pois é nela que se faz o estudo de viabilidade econômica financeira. Para os autores adeptos dessa corrente teórica, a utilização de técnicas, tais como VPL, TIR, taxa média de retorno e a taxa de retorno sobre o capital próprio auxiliam a identificar quais projetos são vantajosos para a organização e facilitam a escolha deles, respeitando os critérios de escolha de cada técnica descrita acima (ABENSUR, 2012; HOLDERMANN; KISSEL; BEIGEL, 2014; VIVIERS; COHEN, 2011).

O efeito da subjetividade na construção do orçamento de capital começa na proposição do projeto, pois podem ser propostos projetos que os concorrentes já estejam realizando ou simplesmente apontando em fazê-los e, assim, a empresa não buscaria alternativas mais lucrativas (LIMA *et al.*, 2016). Esse fato é chamado, nas finanças comportamentais, de heurística da disponibilidade.

Outro fato apontado por Lima *et al.* (2016) está relacionado com a heurística da representatividade, ou seja, os gestores podem elaborar análises superficiais com base em um cenário único, sem considerar outras possibilidades na capacidade de geração de fluxo de caixa, isso pode impactar o cálculo do VPL e da TIR, e daí tomar a decisão com base em números superficiais pode ocasionar erro na decisão.

Com relação à elaboração de um projeto de orçamento de capital e, especificamente, as etapas do projeto, tem-se que em algumas delas há a influência da avaliação subjetiva de quem elabora o projeto. No caso da etapa inicial “geração de propostas”, há a possibilidade de os indivíduos construírem suas propostas de orçamento de capital baseados em situações que viveram recentemente ou espelharem suas propostas baseados no sucesso do concorrente e não levarem em conta os cenários que pertencem a cada empresa. Sendo assim, os resultados podem ser diferentes, levando à insolvência empresarial (LIMA *et al.*, 2016).

Na etapa de “avaliação”, a influência da subjetividade se encontra na escolha de projetos que proporcionem fluxos de caixa satisfatórios para a empresa. Entretanto, ao focalizar somente na geração de fluxo de caixa, os gestores podem esquecer de visualizar os indicadores de lucratividade no longo prazo e esses podem se mostrar insuficientes e, assim, prejudicar a empresa financeiramente.

Na etapa de “decisão/implementação”, Lima *et al.* (2016) explicam que se um projeto de orçamento de capital é construído com base na imitação de concorrentes, pode ser um indicativo de que os idealizadores da proposta tenham esquecido das possíveis vantagens que tais concorrentes conseguiram por realizar

primeiramente seus respectivos projetos. Os gestores podem desprezar a análise de mercado, capacidade da planta, entre outros fatores, simplesmente porque o projeto do concorrente deu certo, então o gestor fica convicto de que o seu também dará certo. Os autores denominaram esse viés de insensibilidade aos índices básicos.

Outro viés vinculado às etapas de elaboração do projeto de investimento é o “ajuste insuficiente da âncora”. Para Lima *et al.* (2016), os gestores não ajustam os preços das pesquisas de mercado sobre o investimento pretendido e acabam aceitando os valores especulados dos concorrentes, sem uma análise criteriosa sobre seus números.

Ainda segundo Lima *et al.* (2016), há outros vieses comportamentais que influenciam a elaboração/decisão de um projeto de orçamento de capital, como, por exemplo: armadilha da conformação, maldição do conhecimento etc. Esses são vieses da fase inicial de um projeto, o que converge com a ideia da influência da subjetividade na elaboração e tomada de decisão de projetos e que podem contribuir para um processo decisório errôneo.

Seguindo outra linha de pesquisa, Shore (2008) pesquisou sobre as causas dos resultados dos projetos quando estes falham, e evidenciou alguns fatores de influência na gestão do projeto e que podem ocasionar a referida falha. O autor cita as seguintes influências na constituição do projeto: liderança do executivo, fatores comportamentais, cultura organizacional³, liderança do projeto, cultura do projeto⁴ e cultura nacional⁵, sendo que esta última influencia a formação da cultura organizacional.

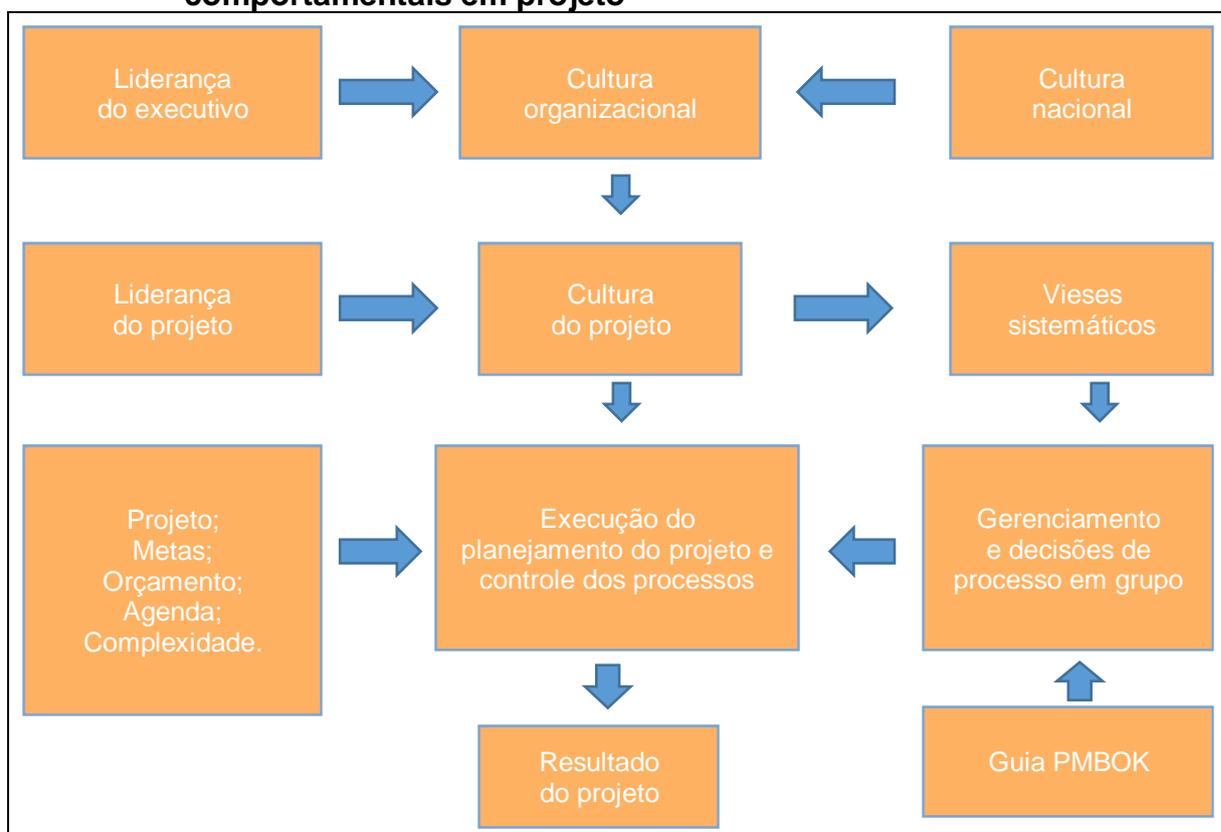
O modelo de Shore (2008) está representado na Figura 1, que mostra os fatores que formam a cultura organizacional, a partir da contextualização da cultura nacional e liderança do executivo e, dessa forma, evidencia a formação das competências da organização e como os negócios são conduzidos frente ao mercado.

³ A cultura organizacional é definida por Hofstede (1999) como sendo o compartilhamento das práticas de trabalho organizacional dentro de cada unidade organizacional.

⁴ A cultura de projeto é definida por Shore (2008) como sendo a percepção compartilhada das práticas de trabalho do projeto, ou seja, como são exercidas as fases de planejamento, execução e controle do projeto pelos envolvidos.

⁵ A cultura nacional refere-se ao conceito desenvolvido por Hofstede (1997) como sendo um sistema de crenças e valores adquirido ao longo da vida por um grupo de indivíduos e, portanto, de difícil mudança por parte deles.

Figura 1 – Influência de cultura, liderança, projeto, gerenciamento e fatores comportamentais em projeto



Fonte: adaptado de Shore (2008, p. 6).

A cultura do projeto é influenciada pela cultura organizacional e pela liderança do projeto, dado que a liderança do projeto molda a cultura do projeto. Os vieses comportamentais influenciam a formulação dos projetos por meio das lideranças (executiva e de projetos), ou seja, influenciam o gerenciamento (planejamento, execução e controle do processo), bem como a equipe (SHORE, 2008).

Um aspecto importante sobre a cultura organizacional é que ela valoriza mais o comportamento dos executivos/gestores que minimizam a incerteza nos projetos, apresentando e demonstrando confiança nas previsões de resultados, do que dos que evidenciam todos os riscos e incertezas em torno dos projetos (LOVALLO; SIBONY, 2010), o que pode provocar um erro de decisão e, assim, prejudicar financeiramente a empresa, evidenciando fatores comportamentais dos gestores.

Os dois tópicos a seguir irão discutir os aspectos financeiros e não financeiros na avaliação de ativos reais.

2.1.1 Aspectos financeiros em avaliação de ativos

A literatura financeira é ampla no que se refere à tomada de decisão de ativos financeiros, e abrange três áreas de decisão: decisão de investimento, decisão de financiamento e decisão de distribuição de dividendos.

A decisão de investimento refere-se à aplicação de recursos na empresa e envolve os processos de identificação da necessidade da aplicação de recursos, avaliação e escolha da melhor alternativa de aplicação dos recursos. As decisões de financiamento referem-se à captação de recursos implicando a alteração da estrutura de capital e o custo de capital da empresa (CHADHA; SHARMA, 2015; RANTI, 2013).

Assaf Neto (1997) afirma que as áreas de investimento e financiamento devem agir de forma integrada entre si, pois as decisões de financiamento estabelecem os parâmetros para que se analisem as taxas de retornos esperados dos projetos, ou seja, são as taxas de retornos exigidas pelos acionistas/empresários.

Nesse contexto, a integração deve seguir a política de dividendos da empresa, pois a decisão de reter os lucros para reinvestimento ou distribuir dividendos aos acionistas requer uma análise do retorno da empresa, ou seja, que este retorno seja maior que o ganho que os acionistas irão obter com tal distribuição dos dividendos (BANERJEE; DE, 2015). Assaf Neto (1997) entende que a decisão de reter ou distribuir os lucros é uma decisão de financiamento da empresa por meio do capital próprio, logo afeta a estrutura de capital da empresa.

Todo retorno de um investimento realizado deve ser maior que o risco atribuído a esse investimento, caso contrário, a empresa deverá perder valor. Logo o risco é uma composição entre a taxa livre de risco com o prêmio pelo risco e, assim, as decisões financeiras racionais baseiam-se na relação entre risco e retorno, ou seja, quando o retorno de um ativo financeiro varia pouco em um determinado período, seu risco deverá ser baixo e vice-versa.

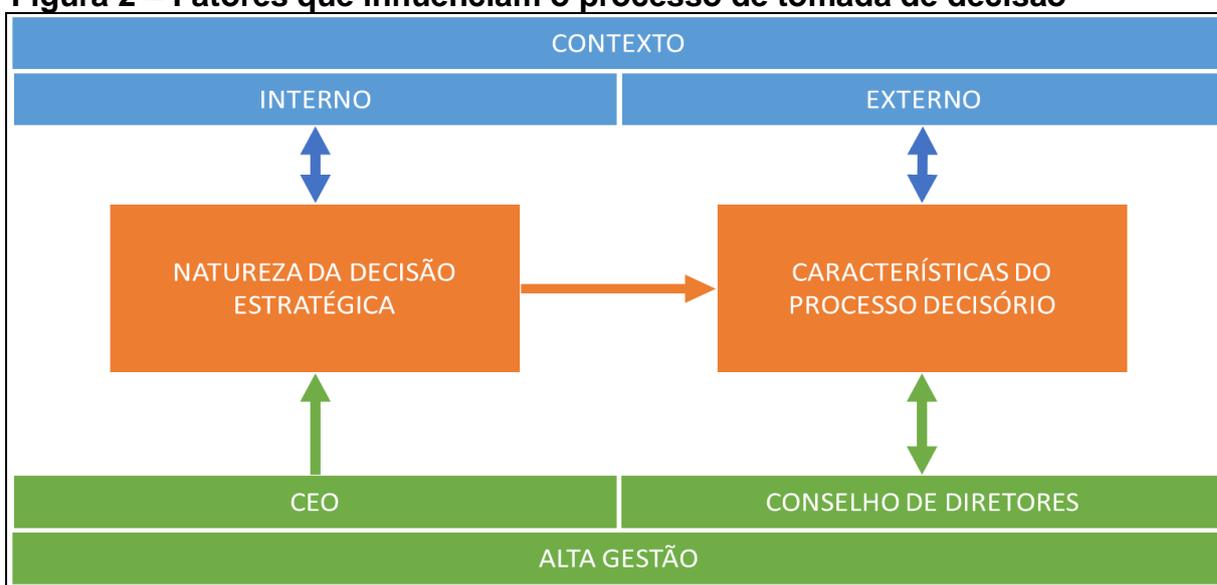
Entretanto, a avaliação financeira é pautada nos resultados operacionais da empresa e, por meio disso, são realizadas as avaliações econômicas dos negócios do empreendimento, ou seja, o lucro operacional define a remuneração das fontes de capital. Dessa forma, as decisões financeiras racionais requerem dois fatores: (a) econômico, que é a relação entre o retorno do negócio e o custo de captação de recursos para o negócio; e (c) financeiro, que se refere à capacidade de geração de caixa e fluxo de pagamentos exigidos pelos passivos (ASSAF NETO, 1997).

2.1.2 Aspectos não financeiros de tomada de decisão em ativos reais

Há aspectos não financeiros que influenciam a tomada de decisão de investimentos em ativos reais que o modelo normativo das finanças tradicionais não considera. Schneider e Meyer (1991) relacionam três categorias de fatores que influenciam o processo decisório: (a) características individuais e dinâmica de grupo; (b) contexto interno da organização; e (c) fatores ambientais. Referente ao contexto interno citado pelos autores, Pettigrew (1990) aprofunda a discussão e acrescenta que se deve considerar a natureza do processo de decisão.

Papadakis, Lioukas e Chambers (1998) desenvolveram um modelo de fatores que influenciam o processo de tomada de decisão estratégico (Figura 2) para o conselho de diretores/gestores e os CEOs, ou seja, o lado direito da figura mostra as dimensões do processo de tomada de decisão, e o lado esquerdo as características específicas da decisão.

Figura 2 – Fatores que influenciam o processo de tomada de decisão



Fonte: adaptado de Papadakis, Lioukas e Chambers (1998).

O modelo evidencia que a personalidade do CEO, caracterizada pela propensão ao risco, o nível de educação do gestor, a agressividade e a necessidade de conquista, influenciam a tomada de decisão.

No que se referente ao conselho de diretores da Figura 2, o modelo mostra que o nível de educação e a filosofia agressiva dos membros influenciam o processo de tomada de decisão. Sendo assim, os autores finalizam com a análise do contexto

do ambiente externo (heterogêneo, dinâmico e hostil) e interno (características internas da empresa, *performance* empresarial, controle corporativo, tipo de propriedade e, por fim, tamanho da empresa).

O modelo apresentado na Figura 2 não evidencia se a melhor decisão são as dos CEOs ou do conselho de diretores, especificamente, não há uma discussão entre as decisões individuais ou decisões em grupo.

Nessa discussão sobre a qualidade das tomadas de decisão (individual ou de grupo), a literatura financeira evidencia que as pesquisas sobre decisões em grupo evoluiu de forma significativa nos últimos anos e que as decisões mais relevantes da política econômica e financeira das empresas são tomadas por grupos, pois são propensos a tomarem decisões mais racionais em comparação com as decisões individuais (CHARNESS; SUTTER, 2012; KUGLER; KAUSEL; KOCHER, 2012; MEUB; PROEGER, 2016).

Embora a literatura financeira tenha evidenciado que as decisões em grupo têm por objetivo diminuir as limitações cognitivas e emocionais das decisões individuais e procure se alinhar aos três princípios descritos por Fama (1970) sobre o mercado eficiente, ela negligencia as heurísticas nas decisões em grupo no contexto de pesquisas econômicas experimentais (MEUB; PROEGER, 2016).

Nesse sentido, Kugler, Kausel e Kocher (2012) levantam dúvidas sobre a eficácia da tomada de decisão em grupo, se estas são mais livres dos efeitos cognitivos e emocionais do que as decisões individuais.

Entretanto, para alguns vieses, as decisões em grupo apresentam-se menos tendenciosas, como é o caso do viés da retrospectiva (STAHLBERG *et al.*, 1995) e do viés do excesso de confiança (SNIEZEK; HENRY, 1989). Nos achados de Hinsz e Indahl (1995) referentes à ancoragem em decisões de julgamento legais, eles relatam que os julgamentos legais são influenciados por âncoras, não havendo diferenças sobre as influências cognitivas e emocionais nas decisões individuais.

Dentro de um contexto de negócios e não havendo incentivos monetários para decisões imparciais, os achados de Whyte e Sebenius (1997) mostram que as decisões em grupo podem ser tendenciosas como as decisões individuais. Para trabalhar essas ideias, os autores lançaram diversas âncoras entre os vários gestores separados em grupos, e evidenciaram que quando não há maioria entre os grupos, as decisões são tão tendenciosas como as decisões individuais.

No contexto de avaliação de risco, a tomada de decisão em grupo e individual toma posições opostas, ou seja, em situações com alternativas arriscadas, a tomada de decisão em grupo é pelas situações mais arriscadas e as posições individuais são mais cautelosas (AMBRUS; GREINER; PATHAK, 2009; MANIN, 2005; STONER, 1968; SUNSTEIN, 2000, 2002).

A justificativa da escolha mais arriscada está vinculada aos valores que são aceitos na cultura de onde o grupo ou indivíduo está inserido, ou seja, o grupo tomará a decisão que esteja de acordo com os valores daquele ambiente (STONER, 1968).

Outra justificativa para as decisões tomadas em grupo está relacionada com a autonomia de indivíduos dentro do grupo e capacidade limitada de atribuir responsabilidade de quem está fora do grupo (AMBRUS; GREINER; PATHAK, 2009). Portanto, a tomada de decisão envolve tanto aspectos individuais dos gestores, como aspectos de tomada de decisão em grupo. Sendo assim, os próximos dois tópicos irão discutir tais aspectos.

2.1.2.1 Aspectos individuais

Os efeitos cognitivos influenciam a tomada de decisão, isto é, os indivíduos, em processos relativamente automáticos, fazem julgamentos e decisões sofrendo influências de tais efeitos. Nos achados de Allen *et al.* (2014), verificou-se que as decisões tomadas pelos indivíduos, ao longo do tempo, possuíam efeitos cognitivos e afetavam a atividade da empresa, ou seja, os autores evidenciaram que a atividade concorrente limitava a atividade-alvo do negócio, isto é, prejudicando-a, e isso implica a qualidade da tomada de decisão.

Outra pesquisa sobre a influência dos efeitos cognitivos dos indivíduos na tomada de decisão diz respeito a uma pesquisa com 2.207 executivos, em que Lovallo e Sibony (2010) identificaram que os executivos reconheciam um certo mal-estar com a qualidade das decisões estratégicas nas empresas, evidenciando o efeito dos vieses cognitivos na tomada de decisão dos executivos mais importantes nas empresas pesquisadas. Os autores constataram que os planos estratégicos, em muitos casos, ignoravam as repostas competitivas do mercado e os projetos de investimentos, quase sempre, excediam o valor orçado.

Nem sempre o executivo/gestor tomará a decisão mais acertada, mesmo obtendo os dados necessários e fazendo uma boa análise. Lovallo e Sibony (2010)

constatarem essa afirmação pesquisando 1.048 decisões em um período de 5 anos envolvendo novos produtos, gastos com pesquisa e desenvolvimento e grandes gastos de capital. Os autores concluíram que o processo de tomada de decisão importava mais que a análise da alternativa de investimento, e isso era influência dos vieses cognitivos que provocavam distorções na tomada e análise de decisão.

Sendo assim, a literatura de finanças comportamentais, ao utilizar como objeto de estudo as falhas em projetos de investimentos, evidencia que os vieses sistemáticos mais comuns voltados para decisões individuais são: dados disponíveis, conservadorismo, escalada de comprometimento, ilusão de controle, excesso de confiança, percepção seletiva e *sunk cost* (BAZERMAN, 1994; SHORE, 2008).

Corroborando a importância das decisões individuais no contexto empresarial, Holton (2004) esclarece que o ser humano é consciente de si mesmo e que empresas não o são, assim, empresas são incapazes de se colocar em situação de risco. Entretanto, as empresas são representadas por indivíduos e irão refletir sua situação de risco por meio de tais indivíduos. O autor propõe analisar riscos específicos dos gestores e/ou empresas, ou seja, ao aumentar o risco dos gestores, a consequência é o aumento do risco da carreira deles, porém reduz o risco dos acionistas.

2.1.2.2 Problema de agência

As decisões de investimentos podem ser influenciadas por informações assimétricas e por problema de agência entre os que tomam decisão, gestores, e os detentores do capital. Tais decisões se fundamentam em relatórios de gestores que, talvez, tenham seus próprios interesses envolvidos, bem como informações privilegiadas, e isso torna os investimentos sensíveis aos recursos econômicos/financeiros da empresa (MOUTINHO, 2011). Stulz (1990) pesquisou sobre as decisões de fluxo de caixa livre das empresas e concluiu que quanto maior o fluxo de caixa livre, maior será a propensão a realizar os projetos de investimentos de lucratividade duvidosa, e menor a possibilidade de pagar dividendos aos acionistas.

Outra faceta discutida por Jensen (1986) sobre a parcela de utilização do fluxo de caixa livre para projetos de investimento diz respeito ao benefício próprio do gestor em aumentar os investimentos para poder aumentar a sua remuneração. Esses benefícios decorrem de aplicações de recursos em projetos de longo prazo, pois estes provocam uma maior permanência do gestor na empresa, garantindo sua

remuneração. Além disso, projetos com menor risco/retorno têm maior potencial de realização, e o seu sucesso repercute em uma melhor reputação do gestor.

Noe e Rebello (1997) explicam que, com a presença de assimetria de informações e do risco moral, as remunerações estão conectadas à qualidade do investimento dos projetos, ou seja, aquele que apresentar uma maior qualidade de investimento receberá uma maior remuneração do que aquele que apresenta uma qualidade de investimento inferior.

Para diminuir o problema de agência e para que os gestores revelem as informações privadas, Moutinho (2011) sugere que a empresa deve criar incentivos baseados em resultados e comportamentos, que alinhem os objetivos dos gestores e empresas, e desenvolver mecanismos de controle para evitar o oportunismo dos gestores em apresentar projetos que, às vezes, não agregam valor à empresa. Outro ponto sugerido pelo autor é a empresa desenvolver um mecanismo interno que melhore a circulação da informação, bem como a monitorização das ações dos gestores e penalização caso o gestor não atinja o resultado esperado. Vale ressaltar que a penalização pode ser a demissão ou a mitigação da reputação do gestor para novas oportunidades de emprego.

A governança corporativa também pode influenciar as decisões de investimentos de forma positiva ou negativa. Malmendier e Tate (2005) verificaram que as características pessoais dos diretores/executivos podem explicar a tomada de decisão de investimentos. Os autores examinaram a influência do viés do excesso de confiança, e os resultados da pesquisa apontaram que os CEOs que possuem o viés do excesso de confiança superestimam a qualidade de seus projetos de investimentos, bem como visualizam o financiamento externo como excessivamente oneroso, ou seja, os CEOs investem mais quando possuem disponibilidade de recursos internos (fluxo de caixa livre) à sua disposição do que fontes de recursos externas.

Malmendier e Tate (2005) identificaram, ainda, que características pessoais, tais como: educação financeira, formação profissional e *status* na companhia, interferem na relação entre investimentos e fluxo de caixa livre. Para os autores, a educação financeira e formação profissional reduzem a correlação entre o investimento e o fluxo de caixa livre, e o *status* na companhia aumenta a relação entre investimento e fluxo de caixa livre.

Seguindo a linha dos efeitos do viés do otimismo dos gestores, Heaton (2002) evidenciou relações entre duas características de gestores com esse viés e

com o mercado de capitais. A primeira característica diz respeito à visão dos gestores otimistas de que o mercado de capitais subestima os preços das ações de sua empresa. Disso decorre a diminuição de investimentos em projetos com valor presente líquido positivo. A segunda característica diz respeito aos gestores otimistas, que tendem a valorizar seus próprios projetos corporativos, ou seja, tendem a decidir a favor de seus projetos mesmo que apresentem valor presente negativo e não havendo conflito de interesse com os acionistas.

Outra característica citada na literatura sobre os gestores diz respeito à idade e sua relação com a tomada de decisão de investimentos. Lundstrum (2002) pesquisou essa relação e evidenciou que as empresas subinvestem em projetos de longo prazo com a finalidade de reduzir as perdas de retenção futuras dos acionistas causadas pelos gestores (CEOs). Desta forma, os acionistas desenvolvem políticas de investimento míope com o intuito de evitar investimento de longo prazo que exija a continuidade do emprego dos CEOs, os quais, por sua vez, ameaçam sair caso a compensação financeira não seja compatível com o projeto. Chakraborty, Kazarosian e Trahan (1999) evidenciaram o efeito negativo entre a remuneração dos CEOs com os investimentos das empresas. Dessa forma, essas atitudes dos CEOs podem afetar o valor da empresa frente ao mercado.

A tomada de decisão de investimento influencia o valor da empresa, bem como altera a estrutura de propriedade da empresa. Dessa forma, é necessário identificar mecanismos de incentivo aos executivos para tomar decisões que agreguem valor à empresa. Nesse contexto, Moutinho (2011) alerta que a tomada de decisão individual pode influenciar um grupo de executivos e, assim, influenciar os investimentos que afetem o valor da empresa.

Corroborando a ideia de o aspecto individual se sobrepor ao grupo, Silveira (2014) afirma que se um gestor de um grupo que decide investimentos para a empresa apresenta mais conhecimento sobre um determinado assunto ou possui poder sobre um grupo, há uma tendência de monopolização do grupo, ou seja, as decisões passam a refletir as visões individuais desses indivíduos influenciadores. O autor elenca uma série de motivos que indicam uma falha na decisão de grupos em empresas (Quadro 1).

Quadro 1 – Motivos que impactam as decisões de grupos

Motivos	Impactos na governança corporativa
Preferem não falar o que pensam	Conflito de interesse; Priorização de suas carreiras pessoais; Intimidação explícita ou tácita de liderança; Timidez excessiva; Tendência a evitar confrontos com outros membros do grupo.
Não têm a oportunidade de falar o que pensam	Processos decisórios desestruturados; Monopólio do tempo por parte de alguns; Excesso de membros; Falta de tempo para maior aprofundamento dos temas.
Analisam uma determinada matéria de forma enviesada	Disponibilização de informações direcionadas ou parciais (que não contemplam todas as facetas de um problema); Vieses cognitivos individuais ou coletivos.

Fonte: Silveira (2014, p. 45)

O Quadro 1 mostra uma coluna com os motivos que representam os indivíduos quando da sua maneira de participação em tomada de decisão, e uma segunda coluna que evidencia os efeitos das atuações dos indivíduos na governança corporativa. Há indícios, no referido quadro, do enraizamento gerencial e dos efeitos cognitivos dos indivíduos ao determinarem a maneira (individual ou coletiva) de como irão participar na tomada de decisão. O tópico seguinte discutirá o enraizamento gerencial.

2.2 Enraizamento Gerencial (*Managerial Entrenchment*)

O conflito de interesse dentro das organizações impacta a tomada de decisão, que pode ou não ser benéfica a elas. Jensen e Meckling (1976) são os primeiros autores que pesquisaram sobre o conflito de interesse e seu impacto nas organizações. Eles relacionaram tipos de conflito dentro de uma organização e este capítulo retratou, especificamente, o conflito entre os acionistas e gestores para explicar o enraizamento gerencial (*managerial entrenchment*).

O conflito de interesse gera uma preocupação por parte dos acionistas no sentido de que seus objetivos sejam cumpridos pelos gestores a fim de maximizar suas riquezas. Sendo assim, há pressões para os gestores realizarem tais objetivos propostos. As pressões decorrem do monitoramento pelo conselho de administração, da concorrência no mercado tanto de produto quanto de trabalho gerencial, de aquisições hostis etc. Mesmo assim, os gestores conseguem, de certa forma, burlar tais pressões no sentido de se oporem a aquisições que aumentem a riqueza do acionista e ameacem sua posição e liberdade de ação na organização, bem como

aumentar o grau de diversificação nos investimentos, o que pode gerar um alto custo para o acionista e, assim, aumentar o grau de enraizamento gerencial (FAMA, 1980; FAMA; JENSEN, 1983; MORCK; SHLEIFER; VISHNY, 1988; SCHARFSTEIN, 1988).

Nesse sentido, o enraizamento gerencial se refere ao poder que o gestor possui perante o acionista, principalmente sobre a liberdade de ação para a definição de políticas de financiamento e investimento (RODRIGUES; ANTÓNIO, 2010). Esse conceito pressupõe a anulação, por parte do gestor, de mecanismos de controles (internos e externos) que buscam o alinhamento de objetivos dos gestores com os interesses dos acionistas. Nesse sentido, os gestores podem estabelecer estratégias que ampliem seu poder, com o intuito de obter mais liberdade de ação e manutenção de suas posições em detrimento de um impacto negativo na riqueza dos acionistas (ELLILI, 2012).

Sendo assim, a governança possui um papel fundamental na mitigação do enraizamento gerencial. Muitos estudos evidenciam a interação entre os mecanismos de governança corporativa com a estrutura de capital e incentivos gerenciais, e como isso ocorre em gestores enraizados. Nesse sentido, Berger, Ofek e Yermack (2017) pesquisaram como a escolha da alavancagem é influenciada pela governança, pelos incentivos gerenciais e pelo enraizamento gerencial, ou seja, os gestores enraizados não optam pela busca de dívidas quando estas aumentam o risco da empresa e, conseqüentemente, afetam sua remuneração e/ou posição. Dessa forma, a busca pelo endividamento possui perspectivas diferentes para os acionistas e gestores enraizados, conforme os achados de Novaes e Zingales (1995).

Novaes e Zingales (1995) afirmam, ainda, que o gestor enraizado busca uma maior alavancagem quando surgem possibilidades de aquisição da organização, pois quem adquire a empresa, geralmente, muda a gestão. A partir da utilização de dívidas, a empresa passa a ter custos financeiros elevados, diminuindo a pressão de aquisição por parte do investidor. Essa estratégia é utilizada para bloquear a possibilidade de aquisição e, dessa forma, o gestor preserva sua posição na organização.

Gompers, Ishii e Metrick (2003) concluíram que a organização que possui governança corporativa forte, onde os direitos dos acionistas são bem claros, possuem um valor de empresa maior, maiores níveis de lucro e crescimento de receitas, menor custo de capital e fizeram menos aquisições corporativas. Todos esses fatores contribuem para um menor enraizamento gerencial. Entretanto, os

gestores, por vezes, assinam contratos de indenização (*golden parachutes*)⁶ que podem ocasionar uma redução dos direitos dos acionistas, pois evidenciam o possível excesso de poder por parte do gestor (GOMPERS; ISHII; METRICK, 2003; SHLEIFER; VISHNY, 1989).

Ainda sobre a relação de desempenho da empresa com o enraizamento dos gestores, tem-se que quando se associa o aumento do poder do gestor na organização com o aumento do desempenho empresarial, pode-se representar uma legitimação de tal poder ou atuação do gestor, e isso é percebido, pelos acionistas, como um mérito ou capacidade do gestor de gerar riqueza. Por outro lado, quando o aumento do poder do gestor corresponde a uma diminuição do desempenho empresarial, isso pode ser considerado como ilegítimo, pois há uma diminuição ou destruição da riqueza do acionista (RODRIGUES; ANTÓNIO, 2010).

Shleifer e Vishny (1989) pesquisaram o comportamento gerencial ao descreverem o enraizamento por meio de investimentos específicos. Os autores entendem que o conflito de interesse entre os acionistas e gestores faz com que estes últimos não maximizem a riqueza dos acionistas. O exemplo que os autores utilizaram foi referente a investimentos em ativos específicos que representem a habilidade do gestor, ou seja, que os tornem valiosos para os acionistas, aumentando tanto a reputação quanto a remuneração do gestor.

Nesse sentido, os gestores realizam muitos investimentos em ativos específicos que eles dominam, seja por conhecimento formal ou experiência, utilizando recursos de capital da empresa, e, assim, asseguram sua posição por mais tempo na organização (SHLEIFER; VISHNY, 1989). Conhecimento e experiência são caracterizados como uma maneira de enraizamento gerencial, pois o gestor que detém mais conhecimento e experiência pode criar uma lacuna entre o seu *status* e os *status* de seus potenciais substitutos, o que justifica obter remuneração maior que a dos substitutos e, assim, perpetuar sua posição.

Shleifer e Vishny (1989, p. 125) relacionam algumas implicações relativas ao enraizamento gerencial: os gerentes corporativos investem em negócios relacionados ao seu próprio *background* e experiência, mesmo sabendo que esses investimentos não são lucrativos para a empresa, e, dessa forma, tentam fazer muitos

⁶ São contratos de indenização pagos em dinheiro para gestores em caso de demissão ou renúncia após uma mudança no controle da empresa. Tais contratos não exigem aprovação dos acionistas (GOMPERS; ISHII; METRICK, 2003).

contratos da empresa implícitos em vez de explícitos, aumentando o seu controle sobre estes processos e, conseqüentemente, elevando o enraizamento gerencial.

2.3 Processo de Decisão de Investimentos nas Finanças Tradicionais

A base das finanças racionais está nos pressupostos do homem econômico (*homo economicus*) (BARROS, 2005), o qual, como dito na contextualização desta tese, é um agente econômico que sempre age em função de seus interesses, sempre toma a decisão correta de acordo com a informação de que dispõe, sem se preocupar com o contexto social dos outros agentes econômicos ao seu redor, e sempre busca maximizar seu bem-estar (MATTOS, 1997; BARROS, 2005; MORGAN, 2006).

Esse conceito do *homo economicus* foi utilizado pelos economistas para fundamentar toda a teoria econômica, como, por exemplo, a teoria de Smith (1776) sobre o interesse dos indivíduos de maximizar seus ganhos pessoais. Isso faz com que toda a cadeia produtiva (produtores, consumidores e empregados) haja de forma racional e, assim, todo o mercado promoveria o equilíbrio entre oferta e demanda, a que ele chamou de movimento de “mão invisível”.

Bentham (1780) desenvolveu a ideia de que o homem busca o prazer e procura rejeitar a dor, e que isso seria seu único impulso para se relacionar com os outros agentes econômicos. Dessa forma, as características do *homo economicus* são: racionalidade perfeita, autointeresse perfeito e informação perfeita.

Portanto, desde o século XX, especificamente desde a década de 1950, os pesquisadores das áreas de economia e finanças estudam os mercados financeiros, mediante a criação de modelos, com o intuito de elaborar previsões sobre o comportamento do mercado financeiro (KRAUTER; FAMÁ, 2005), tendo por base o conceito da racionalidade do *homo economicus*.

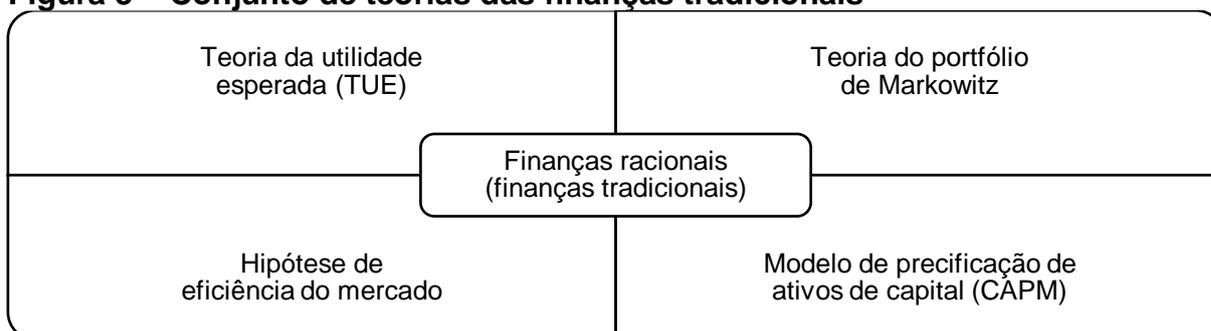
Esses modelos adotam hipóteses que simplificam a tomada de decisão por parte do agente econômico, tendo por base a racionalização no ato de tomada de decisão, conhecimento de todas as informações disponíveis e, portanto, sem dificuldade na atividade de tomada de decisão, bem como pressupõe que o mercado sempre será eficiente na alocação de recursos (LOBÃO, 2012).

Nesse sentido, o modelo tradicional de finanças baseia-se na concepção simplificada da realidade do investidor, bem como do mercado, ou seja, modelos que

não levaram em consideração algumas variáveis, como, por exemplo: impostos, custos de transação, dificuldades de obtenção de empréstimos, dentre outros.

Portanto, foram elaboradas várias teorias de caráter normativo, idealizando a forma como os agentes econômicos deveriam agir em um mundo ideal. A Figura 3 evidencia o conjunto de teorias que fundamentam as finanças tradicionais e que dão suporte ao que foi escrito anteriormente.

Figura 3 – Conjunto de teorias das finanças tradicionais



Fonte: elaboração própria.

O conjunto de teorias que fundamentam as finanças tradicionais (Figura 3) se baseia na racionalidade do agente econômico, por meio da premissa do *homo economicus* e da idealização de um mundo ideal em que todos os agentes possuem acesso a todas as informações disponíveis no ambiente e, de posse disso, sempre tomam a decisão mais racional, utilizando a lei de Bayes⁷ para a tomada de decisão (BARBERIS; THALER, 2003). Ou seja, diante de uma nova informação advinda do mercado, os agentes econômicos atualizam seu raciocínio corretamente, de acordo com suas crenças, e, depois, fazem a escolha de forma racional e aceitável, de acordo com a função de utilidade esperada subjetiva.

A TUE, desenvolvida por Von Neumann e Morgenstern (1947), conjuntamente com a teoria da utilidade esperada subjetiva (TUES), proposta por Savage (1954), formam o modelo conceitual de tomada de decisão racional sob risco e incerteza, por meio das probabilidades objetivas, sendo conhecidas (TUE) ou quando as probabilidades verdadeiras não são conhecidas, mas podem ser estimadas de forma subjetiva (TUES).

⁷ A lei de Bayes foi desenvolvida por Thomas Bayes e evidencia a relação entre a probabilidade condicional e sua inversa. Este teorema é chamado de teoria da probabilidade ou teorema de Bayes ou lei de Bayes, e é dado pela seguinte fórmula:
$$\Pr(A|B) = \frac{\Pr(B|A)\Pr(A)}{\Pr(B)}$$
.

A tomada de decisão racional é realizada por meio de escolhas, ou seja, preferências de opções que ora possuem resultados certos, chamados de previsíveis, e ora possuem vários resultados possíveis que, de partida, não se sabe o resultado efetivo. A esses resultados possíveis são atribuídos valores, chamados de utilidades, e lhes são atribuídas ponderações de decisões, também, definidas, ou seja, são as probabilidades de ocorrências (VON NEUMANN; MORGENSTERN, 1947).

Von Neumann e Morgenstern (1947) explicam que as preferências dos indivíduos, segundo a TUE e a TUES, são representadas pelas ponderações das decisões referentes às expectativas e igualam as probabilidades objetivas e/ou as probabilidades subjetivas estimadas. Dessa forma, se atender aos axiomas⁸ da TUE, a escolha feita pelo indivíduo será o correspondente à maximização da função utilidade, ou seja, a racionalização na tomada de decisão.

Sendo assim, a função utilidade é dada como sendo:

$$U(X) = E \sum_{i=1}^n p(x_i) u(x_i) \quad (1)$$

Em que: $U(X)$ é a função da utilidade esperada (expectativa); $u(x_i)$ é a utilidade esperada do resultado x_i ; $p(x_i)$ é a probabilidade de ocorrência desse resultado.

Dessa forma, a utilidade esperada de cada evento é ponderada pela probabilidade de ocorrência de cada um e, assim, acha-se a expectativa, considerando todos os resultados possíveis. O agente econômico racional irá escolher o evento que represente a maximização da utilidade esperada.

No que concerne à TUE nos preços, a teoria econômica clássica entende que a precificação dos bens possui origem no custo de produção, e a teoria econômica neoclássica acrescentou o impacto da demanda na precificação dos bens, ou seja, a satisfação e a utilidade do bem para o consumidor implicaria uma avaliação subjetiva, porém com escolhas racionais por parte do consumidor (YOSHINAGA; RAMALHO, 2014), ou seja, os agentes econômicos tomam decisões baseadas na TUE e/ou na TUES (LOBÃO, 2012).

Na concepção de Yoshinaga e Ramalho (2014), a precificação dos bens é baseada na utilidade que estes proporcionam ao consumidor, e que essa utilidade pode assumir valores positivos ou negativos. Sendo assim, cada decisão do consumidor tem o intuito de maximizar a sua utilidade esperada, por meio da premissa

⁸ Ver as descrições dos axiomas no estudo de Lobão (2012, p. 82-83).

da racionalidade do indivíduo, pela disponibilização das informações, porque os mercados são eficientes.

O modelo seguinte que compõe o conjunto de teorias das finanças tradicionais se refere ao modelo da HEM proposto por Fama (1970), o qual recorre a dois conceitos que fundamentam a construção teórica da HEM: a eficiência informacional e a eficiência fundamental. Segundo Fama (1970) e Lobão (2012), a eficiência informacional refere-se à carga de informações que estão refletidas nos preços dos ativos, independentemente da natureza da informação ou da forma como se repercute nos preços. A definição de eficiência fundamental refere-se à noção de que os preços dos ativos devem refletir todas as informações sobre o planejamento racional, no que tange ao valor presente dos fluxos financeiros e às expectativas de valor futuro a ser gerado.

Diante desses dois conceitos de eficiência, tem-se que o importante não é só o impacto da informação nos preços, mas o investidor deve levar em consideração o impacto da informação correta nos preços. Para isso, Fama (1970) citou três versões de níveis de eficiência informacional: (a) eficiência na versão fraca, quando os preços refletem a informação conhecida no passado; (b) eficiência na versão semiforte, quando os preços, além de refletirem as informações do passado, incluem, também, as informações públicas do presente; e (c) eficiência na versão forte, que diz respeito a refletir as informações do passado e do presente tanto públicas como privadas.

No que concerne à eficiência fundamental, tem-se que a sua atuação no mercado ocorre quando os investidores decidem comprar ou vender ações, baseados em informações novas lançadas no mercado. Dessa forma, cabe aos investidores aceitarem ou não a incorporação da nova informação no valor fundamental do ativo. Caso aceitem, o novo preço passará a ser o valor fundamental do ativo. Vale ressaltar que a eficiência informacional antecede a eficiência fundamental.

Por meio dos conceitos de eficiência informacional e fundamental, a HEM afirma que os preços dos ativos apresentam valores justos, e os possíveis desvios dos preços são ajustados pela arbitragem. Dessa forma, a HEM é fundamentada nos três itens descritos a seguir: (a) avaliação racional dos investidores em relação aos ativos; (b) aleatoriedade das transações realizadas por investidores não-rationais; e (c) atuação dos arbitradores racionais, corrigindo os eventuais desvios de preços induzidos pelos investidores não-rationais. Dessa forma, as anomalias seriam compensadas, portanto, evidenciando a eficiência do mercado.

Segundo Famá, Cioffi e Coelho (2008, p. 66-67), as premissas do seu modelo são: (a) ausência de custos de transação; (b) os indivíduos são avessos ao risco; (c) os indivíduos são racionais; (d) competição perfeita; (e) ausência de fricções; (f) acesso à informação de forma igualitária para todos os indivíduos; (g) ativos divisíveis; e (h) homogeneidade das expectativas dos investidores referente à probabilidade dos retornos dos ativos.

Diante das premissas do modelo, nota-se que a HEM não é pautada somente pela racionalidade dos agentes econômicos/investidores, pois, mesmo com a atuação dos investidores não-rationais, o mercado tende a ser eficiente. Vale ressaltar que a atuação dos agentes racionais no mercado é eliminada, devido à aleatoriedade das negociações, e estas não são correlacionadas e, assim, tendem a se anularem (RABELO JUNIOR; IKEDA, 2004).

A teoria do portfólio faz parte do conjunto de teorias do modelo de finanças tradicionais, e Bernstein (1997) afirma que a moderna teoria do portfólio, desenvolvida por Markowitz em 1952, é uma compilação dos achados de Pascal, Moivre, Bayes, Laplace, Gauss, Galton, Bernoulli, Jevons, Von Neumann e Morgenstern, ou seja, é composta pela TUE, teoria dos jogos (embora não tenha citado diretamente), teorias das probabilidades, amostragem, dispersão ao redor da média, regressão à média e a teoria da curva em sino.

Markowitz (1952) entende que os indivíduos sempre tomam decisões racionais, e isso permeou a sua teoria. Vale ressaltar que o contexto da época, talvez, tenha influenciado seu pensamento sobre racionalidade, pois, segundo Bernstein (1997), o mundo acabara de vivenciar a Segunda Guerra Mundial e, portanto, passava por uma calma, e os cientistas sociais achavam que poderiam resolver problemas sociais da época (BERNSTEIN, 1997).

A moderna teoria do portfólio consiste em analisar a decisão na formação de carteiras de investimentos. Essa teoria econômica é, ainda na atualidade, uma das mais influentes no mercado, e seu objetivo é construir uma carteira com risco mínimo, porém com restrição ao uso de capital e de limite mínimo de retorno na carteira. Sendo assim, utiliza-se a variância do retorno da carteira como uma medida de risco, sendo este último tratado como uma variável aleatória (GOMES; BRANDÃO; PINTO, 2010). Markowitz (1952) construiu uma série de postulados⁹ com o intuito de explicar a

⁹ Os postulados podem ser vistos nos trabalhos de Markowitz (1952) e de Macedo Jr., Kolinsky e Morais (2011, p. 259).

diversificação da carteira e, a partir disso, construir a carteira de investimentos com o objetivo de diminuir o risco.

Essa ideia de formação de carteira ia de encontro com a teoria vigente à época, pois, para Willians (1938), a taxa de rentabilidade esperada elevada seria a opção que os investidores deveriam usar para determinar a compra da ação, ou seja, a variável risco não estava envolvida na análise de tomada de decisão.

A teoria do portfólio sugere a construção da “fronteira eficiente”, ou seja, o portfólio ótimo, que consiste em oferecer o maior retorno possível, com o menor risco possível, e, assim, desenvolver o conceito da diversificação de investimentos em ativos. Especificamente, o processo de otimização do portfólio se daria pela anulação das covariâncias dos ativos, ou seja, significa que os riscos iriam se dissipar na constituição da carteira. Dessa forma, a carteira iria ser formada com o risco mínimo ou mínima variância, dado um retorno esperado do investidor (ELTON *et al.*, 2010).

O CAPM, que, também, faz parte da teoria de finanças tradicionais, foi elaborado por Sharpe (1964) tomando por base a teoria do portfólio de Markowitz (1952), e consiste em estimar a variância individual da cada ação e relacioná-la ao mercado como um todo, ou seja, ativos que apresentam covariância elevada, em relação ao mercado, são considerados arriscados e são representados pela variável beta no modelo, também chamado de risco sistemático. O autor relaciona as premissas¹⁰ para o modelo CAPM e, por meio delas, percebe-se que o pressuposto de Sharpe (1964) indica que todos os investidores teriam a mesma expectativa sobre a economia. Nesse sentido, na ausência da taxa livre de risco e/ou empréstimos, os ativos de mercado estariam localizados na fronteira eficiente dos ativos, descrita por Markowitz (1952).

O modelo CAPM pode ser descrito na expressão desenvolvida por Sharpe (1964):

$$R_e = R_f + \beta (R_m - R_f) \quad (2)$$

Em que: $(R_m - R_f)$ é o prêmio de mercado, ou seja, é um adicional que o mercado oferece pela exposição ao risco do investimento; R_f é a taxa esperada livre de risco descrito por Tobin (1958); R_e é a rentabilidade esperada do ativo escolhido; R_m é o retorno de mercado; e a variável β indica a variação do retorno de uma ação em relação

¹⁰ As premissas podem ser vistas no trabalho de Macedo Jr., Kolinsky e Morais (2011, p. 263).

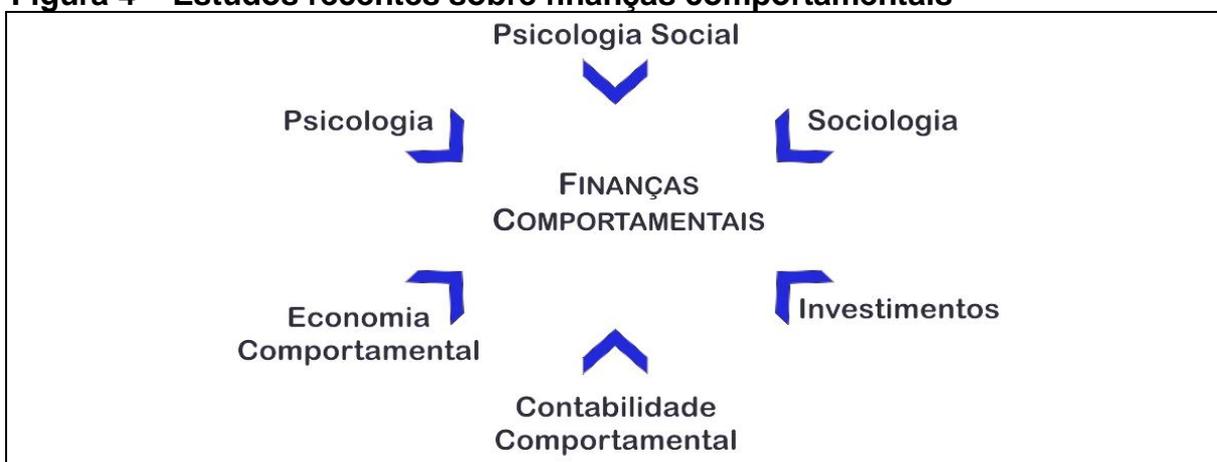
à variação do retorno da carteira do mercado, mensurada, como dito anteriormente, pela covariância das ações do mercado em relação ao retorno da ação específica.

2.4 Finanças Comportamentais

As pesquisas sobre finanças comportamentais se intensificaram a partir da década de 1980 (BARBERIS; THALER, 2003), obtendo maior robustez em seus métodos de pesquisa. Abordam os estudos sobre anomalias de mercado e comportamento dos investidores individuais, com enfoque na psicologia e na sociologia. Dessa forma, compreendem alguns fenômenos no mercado que as finanças racionais não tentam explicar. Sendo assim, na tomada de decisão empresarial, não se deve confiar, apenas, nos elementos que levam a um comportamento racional (PARK; SOHN, 2013).

Para Ricciardi e Simon (2000), Barberis e Thaler (2003) e Lobão (2012), os pesquisadores que queiram estudar as finanças comportamentais, quer sejam influenciadas pela psicologia, pela sociologia e pelas finanças, devem entender esses três conceitos. Nesse sentido, Pompian (2006) e Park e Sohn (2013) dividem as finanças comportamentais em dois grupos: (a) macrofinanças comportamental, que descrevem e detectam as anomalias na HEM; e (b) microfinanças comportamental, que estudam o comportamento e os vieses do investidor individual e o distingue dos investidores racionais da teoria tradicional. A Figura 4 evidencia as áreas de estudo sobre finanças comportamentais.

Figura 4 – Estudos recentes sobre finanças comportamentais



Fonte: adaptado de Park e Sohn (2013).

Corroborando a ideia disposta na Figura 4, Shiller (2003) compreende os estudos da teoria de finanças comportamentais como uma junção da psicologia, da sociologia e das ciências sociais. Lobão (2012) compreende que as finanças comportamentais podem ser entendidas como uma flexibilização da racionalidade com o complemento dos estudos sobre o comportamento dos agentes econômicos, ou seja, as decisões dos agentes econômicos são afetadas pelos efeitos psicológicos. Assim, pode-se afastar a tomada de decisão da racionalidade descrita pela teoria tradicional de finanças.

Todo esse conjunto de áreas que contribuem para o entendimento das finanças comportamentais serve para explicar o processo decisório dos indivíduos nas organizações, ou seja, é de fundamental importância para explicar o comportamento das empresas no mercado, bem como o comportamento individual do decisor ao julgar e a decidir sobre uma determinada situação. Talvez por isso a complexidade de tantas áreas para fundamentar as finanças comportamentais.

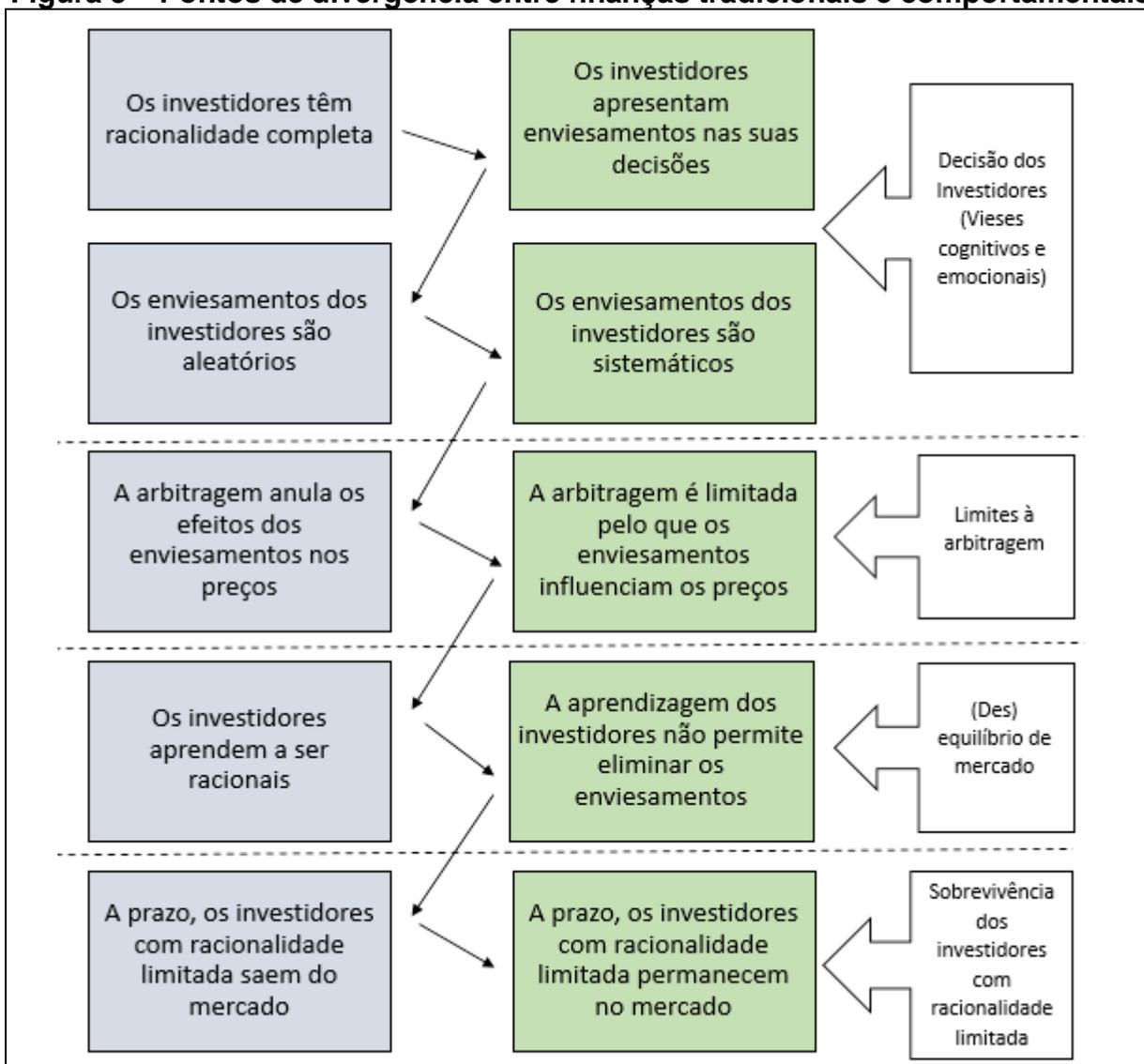
Nesse sentido, em finanças comportamentais, Hastie (2001) afirma que o processo decisório se refere à maneira como as pessoas combinam suas cestas de bens ou seus desejos, ou seja, visualizam as utilidades dessas cestas de bens e, daí, fazem suas escolhas. Entretanto, o processo de julgamento de opções/situações envolve a avaliação, bem como a estimação de possíveis situações e o comportamento possível do agente decisor, e isso envolve a cognição no processo de julgamento.

A contribuição das finanças comportamentais, para a literatura financeira, foi se contrapor às finanças tradicionais, no que concerne à racionalidade do indivíduo ao tomar uma decisão. Assim, as finanças comportamentais estruturam seus conceitos na ideia da racionalidade limitada construída por Simon (1955, 1956, 1957) e, depois, trabalhada por Kahneman e Tversky (1979), utilizando tal conceito para explicar como os indivíduos estabelecem a decisão de escolhas sob risco, em determinadas situações. A pesquisa de Thaler (1980) é considerada uma amplificação da teoria de Kahneman e Tversky (1979), e este introduz os conceitos de finanças comportamentais nos estudos sobre economia.

Nesse sentido, a Figura 5 evidencia os principais pontos de divergência entre as finanças tradicionais e as finanças comportamentais, nas quais se discutem os viesamentos do indivíduo ao tomar decisões, bem como a discussão sobre o arbitramento de preços e o debate sobre o processo de aprendizagem dos agentes com racionalidade limitada com os agentes racionais. Isso perpassa pela discussão

de que os viesamentos dos agentes com racionalidade limitada são sistemáticos e, por último, o debate sobre a permanência desses agentes com racionalidade limitada no mercado. O próximo tópico irá aprofundar essa discussão.

Figura 5 – Pontos de divergência entre finanças tradicionais e comportamentais



Fonte: adaptado de Lobão (2012, p. 35).

2.4.1 Teoria do prospecto

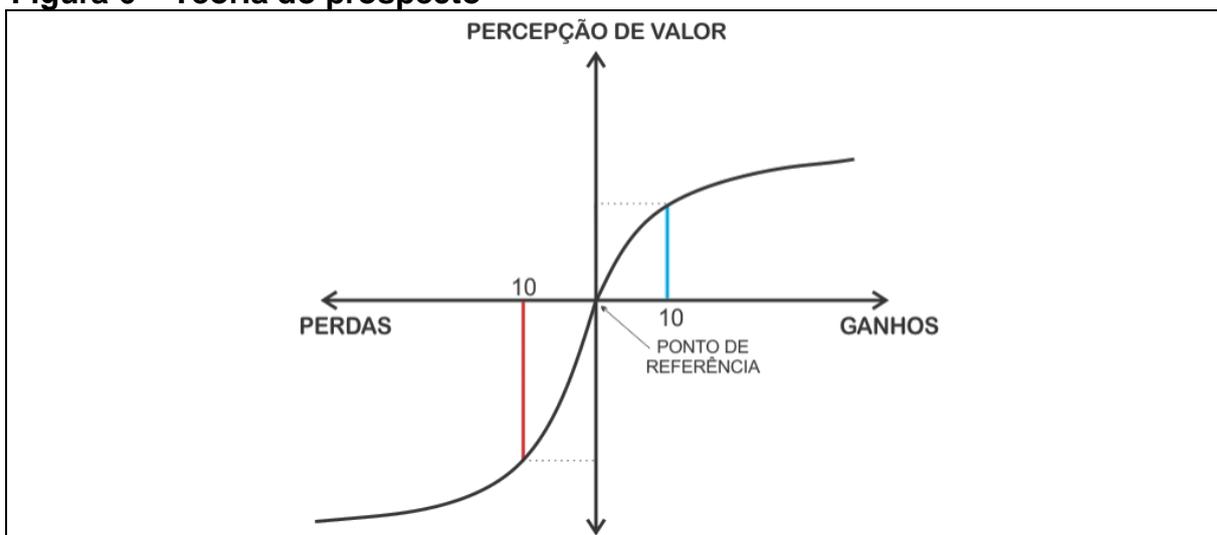
A teoria do prospecto foi criada por Kahneman e Tversky (1979), e seus achados fazem críticas à TUE, de Von Neumann e Morgenstern (1947). Visa a analisar a tomada de decisão do indivíduo em situações que contêm riscos e incertezas, nas quais o indivíduo utiliza suas crenças para realizar a escolha da melhor situação. Vale salientar que a TUE é normativa, pois visa a normatizar o processo de decisão do

indivíduo, e a teoria do prospecto é descritiva, pois visa a descrever o processo decisório.

Essa teoria constatou que o indivíduo, ao tomar a decisão sobre uma certa situação, recorria às estruturas mentais ou heurísticas para auxiliar no processo de tomada de decisão. Isso incorria em erro no processo de escolha, ou seja, os vieses afetavam a escolha. Kahneman e Tversky (1979) afirmavam que esses erros de escolha eram decorrentes das crenças que o indivíduo possuía, e que esse processo de decisão seria sistemático, e não aleatório, como a teoria tradicional de finanças pregava.

Dessa forma, segundo Macedo Jr. (2003), na literatura financeira, o primeiro achado sobre a violação dos axiomas da racionalidade proposta pela teoria tradicional encontra-se na pesquisa de Allais (1953), que detectou tais vieses sistemáticos ao realizar uma experiência de simulação de escolha entre duas alternativas, bem como nas pesquisas de Kahneman e Tversky (1979) e Tversky e Kahneman (1991, 1992), que constataram a violação de tais axiomas da teoria tradicional. Entretanto, Olsen (1998) e Baker e Nofsinger (2002) afirmam que os erros no processo de escolha são sistemáticos, porém, algumas vezes, podem ser aleatórios.

A teoria do prospecto, de Kahneman e Tversky (1979), constatou que as pessoas sentem mais a dor da perda do que o benefício do ganho, ou seja, pelo efeito certeza, os indivíduos subestimam os resultados prováveis e consideram os resultados que tenham certeza de acontecer. Esse contexto é um facilitador para a aversão ao risco no processo de escolha que resulta em ganhos certos. O gráfico da Figura 6 representa a função valor e evidencia que os ganhos possuem inclinação côncava e as perdas inclinação convexa, porém, está menos inclinada ao eixo da utilidade.

Figura 6 – Teoria do prospecto

Fonte: adaptado de Kahneman e Tversky (1979).

O ponto de referência, demonstrado no gráfico da Figura 6, representa o valor do bem, em que o indivíduo irá perceber os ganhos e as perdas em função desse ponto. Na pesquisa de Tversky e Kahneman (1981), foi constatado que a intensidade vinculada à perda é maior que a intensidade vinculada a ganhos, referindo-se a um mesmo montante, ou seja, este é o princípio da aversão à perda. No Brasil, a teoria do prospecto foi replicada por Ávila e Figueiredo (2009), constatando os resultados da pesquisa de Tversky e Kahneman (1981).

Vale ressaltar que, no trabalho de Tversky e Kahneman (1981), há o efeito *framing*, ou seja, as escolhas dos indivíduos são influenciadas de acordo como o problema é apresentado, e isso, segundo os autores, pode ocasionar erros na tomada de decisão (LIU, CHIU, 2015; POLUNIN, 2013; EMAMI, SAGHAFI, ZAREI, EBRAHIMZADEH, 2011).

2.4.2 Vieses de finanças comportamentais

A função utilidade determina as escolhas de um agente econômico racional, conforme a teoria de finanças tradicionais. Dessa forma, os agentes econômicos racionais buscam atingir seus objetivos com o menor custo possível. Em contraposição às finanças tradicionais, os indivíduos, muitas vezes, possuem comportamentos divergentes da teoria tradicional, ou seja, estão sujeitos a várias

ilusões cognitivas e emocionais (vieses comportamentais), como afirmam Ricciardi e Simon (2000) e Pompian (2006), e que afetam diretamente a tomada de decisão.

Para se entender como ocorrem esses vieses, é necessário recorrer à psicologia, para explicar o que a teoria racional não consegue. Contudo, as consequências da tomada de decisão não-racional podem afetar a condição de eficiência do mercado, fazendo os preços afastarem-se do real (LOBÃO, 2012). Os vieses comportamentais são divididos em duas categorias: cognitivos e emocionais (KAHNEMAN; RIEPE, 1998; POMPIAN, 2006), e decorrem de erros de julgamento de uma determinada situação de tomada de decisão ou uma falha de raciocínio, decorrente do impulso e/ou intuição. O Quadro 2 evidencia a relação de alguns vieses.

Essa lista de vieses foi construída com base nos estudos de Ricciardi e Simon (2000), Pompian (2006) e Park e Sohn (2013), que estão ligados à psicologia cognitiva, ou seja, relacionadas às pesquisas sobre percepção, atenção, criatividade, memória, raciocínio e resolução de problemas.

Quadro 2 – Vieses comportamentais

Otimismo	Excesso de confiança	Custos perdidos (<i>sunk cost</i>)	Normalidade	Deformação profissional
Efeito dotação	Efeito enquadramento (<i>framing</i>)	Heurística da ancoragem	Contabilidade mental	Aversão à perda
Falácia do planejamento	Falácia do jogador	Maldição do conhecimento	Confirmação	Procrastinação
Efeito agente externo	Resultado final	Heurística da disponibilidade	Ilusão de superioridade	Egocentrismo
Visão retrospectiva	Efeito manada	Autocontrole	Arrependimento	Dissonância cognitiva
Efeito cascata	Ilusão do controle	Heurística da representatividade	Aposta errônea	Padrões históricos

Fonte: adaptado de Park e Sohn (2013) e Ricciardi e Simon (2000).

2.4.2.1 Viés do otimismo

Lovallo e Kahneman (2003) definem que o viés do otimismo consiste em superestimar a probabilidade de eventos considerados favoráveis pelo indivíduo e subestimar a probabilidade de eventos que o indivíduo os julgue desfavoráveis. Assim, o otimismo do agente econômico se sobrepõe sobre os aspectos racionais de uma determinada situação de tomada de decisão, e isso pode causar um erro em tal decisão.

Lovallo e Kahneman (2003) explicam que os indivíduos adotam uma perspectiva interior e uma perspectiva exterior, ao tomarem uma decisão, sendo a

perspectiva interior aquela em que há um envolvimento pessoal e, portanto, está vinculada às ações de sobrestimar os eventos favoráveis. No entanto, a perspectiva exterior está vinculada a uma análise da realidade, de forma mais racional, ou seja, sem a participação da crença pessoal do indivíduo, conforme alguns estudos têm comprovado.

2.4.2.2 Excesso de confiança

O indivíduo que possui o viés do excesso de confiança superestima a capacidade de decisão em relação à realidade (TVERSKY; KAHNEMAN, 1974). Lobão (2012) afirma que o exagero na capacidade própria e sem fundamento algum é o viés mais frequente na tomada de decisão. O indivíduo pode manifestar o excesso de confiança de duas formas: (a) na tomada de decisão, na qual o indivíduo pensa que pode prever melhor o futuro do que a realidade lhe permite, ou seja, possui excesso de confiança em suas previsões; e (b) depois da tomada de decisão, quando o indivíduo com o viés do excesso de confiança aparece na avaliação do problema gerado pela tomada de decisão, ou seja, os indivíduos têm a tendência de sobrestimar suas capacidades e/ou a qualidade da informação a seu dispor. Dessa forma, não absorvem as possibilidades de perdas de investimentos.

Com relação à tomada de decisão de investimento, Kimura (2003, p. 5) cita duas consequências desse viés: (a) pode levar o investidor a crer que possui vantagens comparativas na análise e avaliação de ativos em relação ao mercado, mantendo posições perdedoras; e (b) pode levar à demasiada exposição em determinados ativos, tendo em vista a crença enviesada do investidor de que seu posicionamento no ativo conduzirá a ganhos futuros consideráveis, provocando uma diversificação de investimentos inadequada, devido à concentração da carteira em determinados ativos.

2.4.2.3 Viés da escalada irracional de comprometimento (*sunk cost*)

O efeito *sunk cost* significa que o agente econômico decide continuar com um determinado projeto no qual haja dispêndio de capital, tempo e esforço, e que está acima do planejado, inviabilizando, dessa forma, o projeto (ARKES; BLUMER, 1985). Mesmo assim, o agente continua a investir no projeto, para recuperar os custos

afundados (*sunk cost*), pelo fato da sensação do conforto psicológico, incorrendo, com isso, em erro na tomada de decisão.

O trabalho seminal de Arkes e Blumer (1985) comprova o efeito *sunk cost* na tomada de decisão em discentes de psicologia, ao elaborarem um conjunto de questões-problemas que envolvem a presença ou não de tal efeito. A pesquisa dos autores revelou que os indivíduos continuariam com o investimento não-racional no projeto, por considerarem que os recursos gastos seriam em vão. Outro ponto da pesquisa de Arkes e Blumer (1985) refere-se à responsabilidade pessoal do indivíduo nos custos perdidos, evidenciando que houve uma redução da responsabilidade com o efeito *sunk cost*, contudo esse viés não foi eliminado.

Várias outras pesquisas evidenciam o impacto de outras variáveis com o efeito *sunk cost*. Os achados de Schaubroeck e Davis (1994) evidenciaram que a presença da responsabilidade pessoal eleva o efeito *sunk cost*. Os estudos de Juliusson (2006) constataram que o contexto da tomada de decisão (positivo ou negativo) pode influenciar o efeito *sunk cost*.

2.4.2.4 Efeito dotação

A teoria do prospecto desenvolvida por Kahneman e Tversky (1979) fornece os fundamentos do viés cognitivo do efeito dotação (*endowment effect*), cujo termo fora criado por Thaler (1980), ao estudar a diferença entre o custo efetivo e custo de oportunidade. Sendo assim, Thaler (1980) conceitua o viés do efeito dotação como o indivíduo que atribui um valor maior a um bem no momento em que é estabelecida sua respectiva propriedade. Dessa forma, o indivíduo teria dificuldades em se desfazer de tal bem, ainda que fosse oferecido um bem de mesmo valor.

Entretanto, Kahneman, Knetsch e Thaler (1991) afirmam que somente com os indivíduos que detiverem a posse do bem para seu usufruto pode haver o efeito dotação. Em casos normais de transações comerciais, quando o vendedor realiza a venda de um bem, este não sofrerá esse efeito, justamente por não obter o bem para uso próprio.

2.4.2.5 Vieses de decisão coletiva

Janis (1972) foi quem primeiro discutiu a tomada de decisão, e reflete um tipo de decisão que se origina de um grupo coeso que possui uma liderança representativa. O autor afirma que a decisão em grupo poderá ser tomada diferentemente da individual, frustrando, neste caso, seus objetivos declarados em reunião de grupo e subvertendo seus valores morais, ou seja, a busca por unanimidade do grupo acaba que forçando anular alguma motivação individual ou uma maneira de avaliação mais realista.

Janis (1972) ainda afirma que no dinamismo do grupo o líder, tendo o aval do grupo, negligencia evidências que contradizem suas crenças, ou seja, o líder possui julgamentos estereotipados sobre uma determinada situação. Vale ressaltar que o estudo do autor foi baseado na política estadunidense e que a decisão em grupo se refere à deterioração da eficiência mental, realidade e moral de julgamento causado pela pressão do grupo.

Posner-Weber (1987) elaborou uma pesquisa com fumantes e constatou o que os resultados da pesquisa de Janis (1972) evidenciou. O autor trabalhou com grupos de fumantes e explicou que decisões em grupo podem trazer muitas consequências que fogem da racionalidade e prejudica a tomada de decisão e lista alguns sintomas como: ilusão de invulnerabilidade; racionalização coletiva; crença na moral inerente do grupo; estereótipos de fora dos grupos; pressão direta sobre dissidentes; autocensura; ilusão de unanimidade e mentes de automeação.

Whyte (1989) complementa que erros na decisão em grupo não provêm, somente, da dinâmica do grupo, mas dependem, também, de como o grupo enquadra decisões e escolhe entre as alternativas expostas, ou seja, o autor afirma que os efeitos do enquadramento no grupo afetam a decisão a ser tomada.

Vale ressaltar que há outros vieses de grupo, como, por exemplo: (a) viés da autoridade, que reflete a tendência do indivíduo em aceitar a opinião de uma figura de autoridade mesmo não refletindo sobre a acurácia da informação (MILGRAM, 1963); (b) viés do conteúdo, que se refere à eloquência para convencer os pares por meio de evidências ou do que parece ser convincente (MOKYR, 2016); e (c) efeito manada, que Sherif (1966) descreve como um comportamento em que o indivíduo segue a maioria em vez de seguir seus pensamentos racionais, e isso pode implicar erros na tomada de decisão.

Na pesquisa de Scharfstein e Stein (1990), identificou-se que entre os profissionais do setor financeiro havia o efeito manada, ou seja, os profissionais geralmente seguiam as opções de outros profissionais do setor para evitar perdas no momento em que o investimento falhar. Devenow e Welch (1996) avançaram na pesquisa sobre o efeito manada e incluíram que os gerentes financeiros, ao criarem estratégias semelhantes aos outros gerentes, o fazem para proteger suas reputações e, dessa forma, ignora as informações privadas para evitar suas habilidades inferiores a outros gerentes.

2.4.2.6 Viés da autoatribuição

Este viés diz respeito ao indivíduo atribuir os resultados positivos e negativos a, respectivamente, sua *expertise* sobre o assunto e a culpar fatores externos pelo resultado negativo.

A literatura vincula esse viés ao excesso de confiança, pois, na pesquisa de Doukas e Petmezas (2007) sobre a decisão de aquisições, os autores afirmam que o viés da autoatribuição reforça o viés do excesso de confiança no que tange ao gestor se considerar com capacidade de julgamento “acima da média”, principalmente aqueles que possuem um histórico, nessa área, de fusões/aquisições bem-sucedidas.

Na pesquisa de Libby e Rennekamp (2012), ao analisarem, por meio de experimentos, a emissão de previsão dos gestores financeiros experientes, identificou-se que os gestores que possuem viés da autoatribuição também possuem o viés do excesso de confiança. Os gestores, para explicar o desempenho, tendem a atribuir a fatores internos um maior peso do que a fatores externos. Isso implica confiança maior em emitir previsões no futuro.

2.4.2.7 Viés do arrependimento

Shefrin e Statman (1985) definem esse viés como sendo uma relação entre a queda do preço da ação e evitar de vendê-las, ou seja, os investidores evitam vender ações cujo preço tenha caído para não constatar o erro de previsão que foi feito inicialmente e, assim, evitar o arrependimento. Shiller (1997) constata tal afirmação em sua pesquisa.

Nesse sentido, conforme Shefrin (2002), refere-se ao indivíduo que, ao tomar uma decisão e depois tal decisão se mostra errônea, se arrepende de tê-la tomado, mesmo parecendo correta no período em que a fez. O autor explica que o arrependimento experimentado é um sentimento maior que a perda, e o associa ao sentimento de responsabilidade pela perda e, dessa forma, o indivíduo não gosta de variedades e sempre toma decisão que não o tire da dinâmica do negócio, com a finalidade de evitar o arrependimento futuro.

Bailey e Kinerson (2005) fazem uma relação entre o viés do arrependimento e a tolerância ao risco na tomada de decisão, isto é, o indivíduo que tenha tido arrependimento de uma determinada tomada de decisão de investimento tende a diminuir novos investimentos de mesma característica.

2.4.2.8 Viés do conservadorismo

A ideia deste viés é de que, surgindo algo novo no ambiente, o indivíduo tenderá a ter uma posição conservadora, isto é, uma mudança lenta de posicionamento da situação, devido à ancoragem nas situações que já estavam acontecendo no passado recente (RITTER, 2003; SHILLER, 2005). Sendo assim, as informações do passado possuem uma maior importância ao indivíduo que apreende esse viés.

Hirshleifer (2001) coloca que o indivíduo é mais resistente a mudanças quando as novas informações são abstratas ou por meio da estatística, entretanto, quando as informações são concretas, é provável que o efeito do viés do conservadorismo seja menor.

O efeito do viés do conservadorismo na tomada de decisão de investimento possui dois caminhos, apontados por Lobão (2012): (a) a nova informação e o impacto dela sobre os investidores; e (b) após a divulgação das novas informações, como seriam as revisões das expectativas inicialmente propostas pelos investidores. Os investidores conservadores iriam reagir de forma lenta, subestimando o efeito da nova informação e fazendo com que os preços fiquem próximo dos que já tinham no passado recente.

2.4.2.9 Viés da aversão à perda

Este viés foi construído por Kahneman e Tversky (1979), e significa que o indivíduo sente mais a dor da perda de investimento que o benefício do ganho de investimento equivalente, e contraria o conceito da microeconomia, especificamente a TUE. Os detalhes desse viés são vistos, com mais ênfase, na seção 2.4.1 (teoria do prospecto).

Entretanto, o medo do arrependimento é uma característica do viés da aversão à perda e significa que o indivíduo sente dificuldade de assumir seus erros e, referindo-se a investidores, estes buscam não maximizar os ganhos possíveis, pelo fato de evitarem uma possível perda e terem que assumi-la (ODEAN, 1998).

2.4.3 Pesquisas sobre tomada de decisão em finanças comportamentais

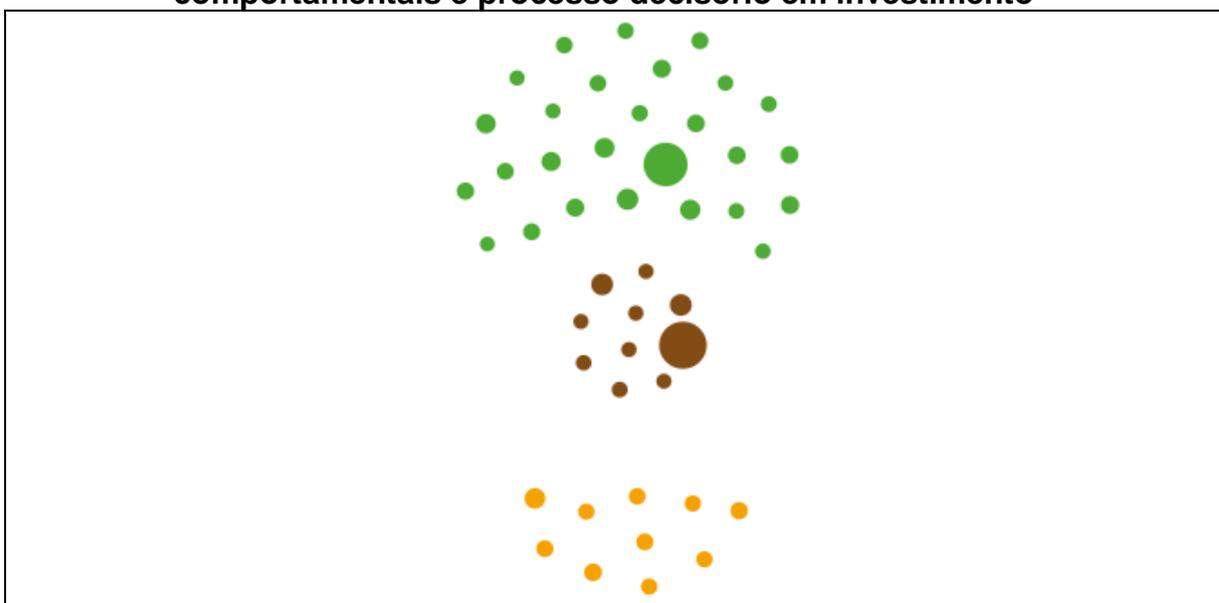
Com o intuito de mostrar o que a academia já pesquisou sobre a tomada de decisão em finanças comportamentais, foi utilizado o Tree of Science (ToS), um programa que utiliza o banco de dados Web of Science por meio da utilização de algoritmos de rede que otimiza a busca e seleção de artigos em tal banco de dados. O programa constrói uma árvore em que a raiz (cor amarela) representa os artigos principais que deram a ideia de um determinado assunto, e eles não citam qualquer outro sobre tal ideia.

No Web of Science, os termos-chave de procura foram: vieses (*biases*), finanças comportamentais (*behavioral finance*) e processo decisório em investimentos (*investment decision making*). O intuito era buscar todos os artigos que continham tomada de decisão em investimentos tanto financeiro como em ativos reais, e depois analisar o que estava sendo publicado.

O tronco (cor marrom) representa os artigos importantes que complementam as pesquisas dos artigos que estão na raiz, sendo citados pelos artigos que estão na folha (cor verde). Por último, as folhas (cor verde) são os artigos que representam as aplicações das ideias das duas fases anteriores em diversos casos e são mais recentes, fazendo uma evolução do assunto originado nas duas etapas anteriores.

As bolas maiores são os artigos mais citados, ou seja, na Figura 7 dois artigos se destacam, sendo que um no tronco, artigo de Ahmad, Ibrahim e Tuyon (2017^a), e um outro na folha sendo o artigo de Ahmad, Ibrahim e Tuyon (2017b).

Figura 7 – Tree of science com as palavras-chave vieses, finanças comportamentais e processo decisório em investimento



Fonte: Giraldo, Zuluaga e Espinosa (2014).

A Figura 7 representa a consulta na base de dados Web of Science, das palavras-chave vieses, finanças comportamentais e processo decisório em investimento. O resultado da pesquisa evidencia 44 artigos que citam esse conjunto de palavras. Sendo assim, o Quadro 3 mostra os artigos da raiz (cor amarela).

Quadro 3 – Relação de artigos da raiz (cor amarela) (continua)

Autores	Título do artigo	Journal	Ano
Amos Tversky e Daniel Kahneman	<i>Judgment under uncertainty: heuristics and biases.</i>	Science	1974
Daniel Kahneman e Amos Tversky	<i>Prospect theory: an analysis of decision under risk.</i>	Econometrica	1979
Richard H. Thaler	<i>Mental accounting and consumer choice.</i>	Marketing Science	1985
Hersh Shefrin e Meir Statman	<i>The disposition to sell winners too early and ride losers too long: theory and evidence.</i>	The Journal of Finance	1985
Amos Tversky e Daniel Kahneman	<i>Advances in prospect theory: cumulative representation of uncertainty.</i>	Journal of Risk and Uncertainty	1992
Terrance Odean	<i>Are investors reluctant to realize their losses?</i>	The Journal of Finance	1998
Terrance Odean	<i>Do investors trade too much?</i>	American Economic Review	1999
H. Shefrin	<i>Beyond greed and fear: understanding behavioral finance and the psychology of investing.</i>	Harvard Business School Press	2000

Quadro 3 – Relação de artigos da raiz (cor amarela)

(Conclusão)

Autores	Título do artigo	Journal	Ano
Brad M. Barber e Terrance Odean	<i>Boys will be boys: gender, overconfidence, and common stock investment.</i>	The Quarterly Journal of Economics	2001
Ulrike Malmendier e Geoffrey Tate	<i>CEO overconfidence and corporate investment.</i>	The Journal of Finance	2005

Fonte: elaboração própria, com dados obtidos do Web of Science.

As pesquisas de Tversky e Kahneman (1974) e Kahneman e Tversky (1979), como já dito anteriormente, remontam à ideia de que os indivíduos, ao tomarem decisões em ambiente de risco e limitado pelo tempo, utilizam de crenças ou heurísticas que facilitam a tomada de decisão que contrapõe a racionalidade da teoria tradicional de finanças. A tomada de decisão baseada nas crenças é afetada pelas ilusões cognitivas (vieses comportamentais), que podem provocar equívocos nas decisões, ou seja, os indivíduos podem escolher opções que não sejam as mais adequadas. Essas pesquisas constroem a teoria do prospecto, que se torna um complemento para a teoria tradicional de finanças no entendimento da tomada de decisão sob risco.

Entretanto, Tversky e Kahneman (1992) fazem uma ampliação da teoria do prospecto inicial. A principal contribuição está em atribuir pesos na tomada de decisão referente a ganhos e perdas, e os autores citam a contribuição para eventos, como loterias e seguros, em que o indivíduo atribui excesso de pesos em pequenas probabilidades de ganhos, bem como no entendimento do indivíduo de atribuir pesos para ganhos prováveis e ganhos seguros e, também, a busca pelo risco em situações de perdas prováveis e perdas seguras. Essa teoria foi nomeada de teoria cumulativa das perspectivas.

Thaler (1985) foi o autor que utilizou os conceitos da teoria do prospecto e os aplicou na teoria econômica, questionando, dessa forma, os preceitos até então utilizados na economia. Essa pesquisa de 1985 também é um complemento das pesquisas dos autores do parágrafo anterior, e diz respeito ao viés da contabilidade mental, que afirma que o indivíduo, ao tomar uma decisão, codifica, categoriza e avalia, mentalmente, para depois tomar a decisão que melhor lhe satisfaz, muito embora, às vezes, a opção racional não é a escolhida pelo tomador da decisão.

A primeira pesquisa que aplicou a teoria do prospecto no mercado, ou seja, aplicou em uma situação real do mercado, foi o trabalho de Shefrin e Statman (1985), que analisaram as tomadas de decisão de perdas e ganhos no ambiente de mercado, especificamente, no mercado financeiro. Os autores utilizaram a teoria do prospecto,

a contabilidade mental, o viés do arrependimento e o viés do autocontrole para explicar como os indivíduos vendem as ações, no curto prazo, que apresentaram resultados positivos e postergam a venda das ações que apresentam perdas. A esse fenômeno denominaram efeito disposição. Vale ressaltar que o livro de Shefrin (2002) detalha as pesquisas de finanças comportamentais no que se refere à psicologia, e as contrapõe com os fundamentos da teoria racional sobre o mercado.

Odean (1998) testou o efeito disposição em uma amostra de 10.000 investidores de uma corretora, e chegou às mesmas conclusões que os achados de Shefrin e Statman (1985), entretanto, acrescentou, em sua análise, a variável “tributação de impostos”, em que o investidor realiza a venda das ações que tiveram ganhos, contudo, foi constatado que isso só ocorre no mês de dezembro. A justificativa do autor é que o investidor realiza a venda das ações que eles percebem ganhos e mantém as ações que dão prejuízo, com o intuito de recuperá-las no futuro. Entretanto, foi constatado que essa atitude não é para manter a carteira de investimento equilibrada. Em seu trabalho, Odean (1999), constatou que os investidores excessivamente confiantes realizam a venda das ações com lucro mesmo que o ganho esperado seja inferior aos custos de negociação. Constatou que os investidores vendem as ações que obtiveram lucros nas últimas semanas e mantêm as ações com perdas esperando um resultado positivo no futuro.

Com respeito às pesquisas na tomada de decisão entre gêneros, o trabalho de Barber e Odean (2001) testou o excesso de confiança dos investidores, pois a teoria afirma que os investidores com o viés do excesso de confiança negociam excessivamente as ações no mercado. Dessa forma, os autores analisaram a tomada de decisão entre homens e mulheres, e identificaram que 45% dos homens com excesso de confiança negociam as ações mais dos que as mulheres, e que o rendimento da negociação cai em 2,65 pontos percentuais por ano, uma vez que as mulheres perdem 1,72 pontos percentuais por ano.

A pesquisa de Malmendier e Tate (2005) sobre a relação entre o excesso de confiança dos CEOs com o investimento corporativo ajuda a explicar, em parte, o assunto desta tese. Na pesquisa dos autores citados anteriormente, identificou-se que os CEOs com o viés do excesso de confiança tendem a valorizar as qualidades dos seus projetos de investimento e enxergam os recursos de terceiros como sendo oneroso e, em contrapartida, os CEOs investem mais quando há disponibilidade de recursos internos à disposição deles. Nessa pesquisa, os autores trabalharam,

também, as características pessoais dos CEOs, como, por exemplo: nível de educação, serviço militar, *status* etc.

Quadro 4 – Relação de artigos do tronco (cor marrom)

Autores	Título do artigo	Journal	Ano
W. Carl Kester	<i>Today's options for tomorrow's growth.</i>	Harvard Business Review	1984
James G. March e Zur Shapira	<i>Managerial perspectives on risk and risk taking.</i>	Management Science	1987
Bryan D. Jones	<i>Bounded rationality.</i>	Annual Review of Political Science	1999
Kent D. Miller e Zur Shapira	<i>An empirical test of heuristics and biases affecting real option valuation.</i>	Strategic Management Journal	2004
Michael M. Pompian	<i>Behavioral finance and wealth management: how to build optimal portfolios that account for investor biases.</i>	Wiler Finance	2006
Scott Richardson, Irem Tuna e Peter Wysocki	<i>Accounting anomalies and fundamental analysis: a review of recent research advances.</i>	Journal of Accounting and Economics	2010
Henrik Cronqvist e Stephan Siegel	<i>The genetics of investment biases.</i>	Journal of Financial Economics	2014
Keith Cuthbertson, Dirk Nitzsche e Niall O'Sullivan	<i>A review of behavioural and management effects in mutual fund performance.</i>	International Review of Financial Analysis	2016
Richard J. Taffler, Crawford Spence e Arman Eshraghi	<i>Emotional economic man: calculation and anxiety in fund management.</i>	Accounting, Organizations and Society	2017
Zamri Ahmad, Haslindar Ibrahim e Jasman Tuyon	<i>Institutional investor behavioral biases: syntheses of theory and evidence.</i>	Management Research Review	2017

Fonte: elaboração própria, com dados obtidos do Web of Science.

O Quadro 4 evidencia os artigos troncos, que começam com o trabalho de Kester (1984) sobre a discussão de escolha dos gestores entre aceitar projetos com retornos abaixo do desejado, mas com possibilidades de criação de oportunidades no futuro ou aceitar projetos com menor risco, mas que tragam retornos positivos. O trabalho evidencia a tomada de decisão do gestor baseada na teoria racional de finanças, com a utilização de técnicas de orçamento de capital e o impacto que isso pode trazer para o crescimento da empresa. Entretanto, o autor deixa claro que as opções de alternativas de crescimento estão sujeitas ao julgamento e experiência do gestor, e o artigo não explora qual julgamento ou experiência afeta a escolha.

Já March e Shapira (1987) trabalham o papel do risco na tomada de decisão do gestor. Os autores concluíram que os gestores não avaliam adequadamente o risco como a teoria tradicional de finanças prevê, nem tomam decisão como a teoria da decisão orienta, ou seja, os gestores acreditam que sua capacidade de controlar probabilidades por meio de sistemas de controles

organizacionais ditam o comportamento de tomada de risco, e incrementam que isso faz parte da crença gerencial sobre a análise de risco e tomada de risco para ser um gestor. Por fim, os autores entendem que os gestores deveriam avaliar e aceitar o risco para, daí, tomar a decisão baseada nessa configuração.

O trabalho de Jones (1999) é relevante nesta pesquisa, pois faz um detalhamento da tomada de decisão baseado nos trabalhos de Simon sobre a racionalidade e sobre as decisões racionais. O autor descreve a natureza da decisão e do ambiente que cerca o tomador de decisão, explicando que nem sempre o gestor tomará a decisão racional, por diversos motivos que o cerca. O autor separa a tomada de decisão em três partes: (a) ambiente; (b) espaço construído pela decisão do agente decisor; e (c) estrutura cognitiva e emocional dele ao decidir. Dessa forma, entende que, ao conhecer o ambiente e os objetivos do decisor, pode-se, então, deduzir as ações dele. Entretanto, o gestor pode falhar, e o autor afirma que é necessário conhecer a arquitetura emocional e cognitiva do gestor para tornar a decisão mais assertiva.

Já na pesquisa de Miller e Shapira (2004), o impacto dos vieses comportamentais e heurísticas foram testados no mercado de opções, os autores identificaram que os vieses de irrelevância de resultados, contabilidade mental, arrependimento, excesso de confiança e ilusão de controle ajudam a explicar atitudes que fogem da teoria racional de finanças dos compradores e vendedores de opções no mercado financeiro.

A obra de Pompian (2006) trabalha os conceitos de finanças comportamentais na gestão empresarial e fornece uma relação de vieses comportamentais (20 vieses) que afetam os gestores na tomada de decisão sob risco, fornecendo os conceitos de cada um.

Richardson, Tuna e Wysocki (2010) fizeram um levantamento de pesquisas que envolviam as anomalias contábeis e suas relações com a literatura financeira, e encontraram poucas pesquisas que relacionam o referido tema com finanças comportamentais no que diz respeito aos julgamentos dos investidores, bem como seus vieses comportamentais.

A pesquisa de Cronqvist e Siegel (2014) refere-se à questão genética do investidor e a implicação nos investimentos, ou seja, se ele adquiriu os vieses pela genética ou experiência individual ao longo da vida, ou um evento específico fez com que adquirisse tal viés, e analisa-o com o investimento. Os pesquisadores trabalharam com gêmeos idênticos e bivetelinos. Os resultados apontaram que alguns indivíduos

possuem vieses comportamentais relacionados a investimentos que são relacionados com a genética. Os vieses identificados são excesso de confiança e procura de sensações.

Na pesquisa de Cuthbertson, Nitzsche e O'Sullivan (2016) sobre *performance* de fundos mútuos revela que as características dos gestores desses fundos, as características do fundo e os vieses comportamentais influenciam a gestão dos fundos e afetam os retornos deles. A pesquisa constatou que uma *performance* negativa, *ex ante*, do fundo, é seguida por uma atitude do gestor na busca de aumentar o risco com o intuito de aumentar o retorno do referido fundo. Os autores caracterizaram essa atitude com sendo o viés do excesso de confiança.

O trabalho desenvolvido por Taffler, Spence e Eshraghi (2017) também trata do gerenciamento de fundos, e introduz a teoria psicanalítica como pano de fundo para explicar que, em situações de incerteza no mercado referente a investimentos, provoca nos gestores de fundos um estado de ansiedade que deve ser administrado para não prejudicar o fundo que administra.

Ahmad, Ibrahim e Tuyon (2017) também pesquisaram a gestão de fundos mútuos com o intuito de identificar a influência do comportamento do gestor na tomada de decisão. Os autores desenvolvem um modelo conceitual baseado na origem do indivíduo, buscando relacionar os fatores psicológicos, como os vieses emocionais (sentimento, emocional e humor) e cognitivos (heurísticas), com as causas das decisões racionais e, por último, os impactos na *performance* de investimentos dos fundos tendo como pano de fundo a análise dos traços individuais, institucionais e culturais. Dessa forma, os autores tentam justificar o comportamento não-racional dos investimentos em fundos mútuos.

A seguir, serão analisados os artigos que pertencem à folha, classificados em grupos de áreas de pesquisa de acordo com a visão do autor desta pesquisa. Assim, os grupos são: mercado empresarial, investidor individual, experimentos, estudo de gêneros, mercado de ações, estudos teóricos e decisões em grupo. O Quadro 5 inicia-se pela discussão do grupo mercado empresarial, que contém seis pesquisas.

Quadro 5 – Mercado empresarial (folha)

Autores	Título da pesquisa	Ano
Liang e Reiner	<i>Behavioral issues in financing low carbon power plants.</i>	2009
Smit e Moraitis	<i>Playing at serial acquisitions.</i>	2010
Xin	<i>Distortion of corporate investment decision by agency problem and irrationality.</i>	2010
Wang	<i>Literature review of decision behavior biases of enterprise managers – case study of over confidence.</i>	2015
Bradrania, Westerholm e Yeoh	<i>Do CEOs who trade shares adopt more aggressive corporate investment strategies?</i>	2016
Silva <i>et al.</i>	Influência do excesso de confiança e otimismo no endividamento de organizações cinquentenárias e não cinquentenárias brasileiras.	2017

Fonte: elaboração própria, com dados obtidos do Web of Science.

O grupo do Quadro 5 diz respeito às pesquisas referentes à tomada de decisão em investimentos na empresa. As pesquisas de Bradrania, Westerholm e Yeoh (2016), Liang e Reiner (2009), Smit e Moraitis (2010) e Xin (2010) tratam da tomada de decisão em projetos de investimentos envolvendo financiamento, aquisições e estratégias de investimentos, e são assuntos que, de certa forma, estão interligados com esta pesquisa.

A pesquisa de Liang e Reiner (2009) diz respeito à investigação dos vieses e heurísticas comportamentais nas decisões de investimentos em energia com baixo teor de carbono. Os pesquisadores identificaram que as decisões podem ser afetadas tanto pelos gestores como pelas características das instituições, e isso contribui para tomadas de decisão tendenciosas. A pesquisa identificou alguns vieses que afetam os projetos de investimento em energia (excesso de confiança, heurística da representatividade, ancoragem e ajuste, aversão à perda, efeito endosso e aversão à ambiguidade).

Liang e Reiner (2009) identificaram que, em relação à heurística da representatividade, os gestores dão mais importância ao projeto de energia térmica em si (“área em rápido desenvolvimento” e “propostas pelas autoridades nacionais”) do que o estudo de viabilidade econômica (VPL, TIR, ROI etc.) dele. No viés do excesso de confiança, foi detectado que os gestores apresentavam tal viés, pois mostraram confiança em suas habilidades para prever o preço do carvão. Na heurística da ancoragem, os gestores mostraram dificuldades em incorporar os impactos das novas informações em suas projeções, justificando que o mercado poderia mostrar “armadilhas na estrutura institucional” e “confiança nas projeções anteriores”.

Com relação à aversão à ambiguidade, os autores afirmaram que os gestores apresentam esse efeito porque, ao fazerem duas perguntas (a primeira,

referente aos investimentos em novo negócio com probabilidade desconhecida, e a segunda com probabilidades conhecidas), os gestores mostraram que, quando conhecem as chances, optam por investir em negócios quando as chances de sucesso são conhecidas. Com relação ao efeito endosso, os autores constataram que os gestores acreditam serem bons projetos aqueles que eram aprovados pelas autoridades nacionais, sem consultar as informações como VPL, TIR ou ROI.

Por último, os autores afirmaram que os gestores possuem o viés da aversão à perda, pois, mesmo sabendo que as perspectivas econômicas do projeto são altamente incertas e que poderiam resultar em perdas futuras maiores, os gestores optaram por continuá-los. Vale ressaltar que isso foi uma pergunta hipotética dos referidos pesquisadores.

As pesquisas de Smit e Moraitis (2010) e Wang (2015) são levantamentos da literatura financeira sobre os vieses comportamentais que interferem na tomada de decisão. No entanto, Smit e Moraitis (2010) identificaram os vieses comportamentais na tomada de decisão em aquisições de empresas, e formulou seis possibilidades de falhas que os gestores poderiam ter ao negociar tais aquisições. Já Wang (2015) analisa os efeitos que o excesso de confiança pode causar diante de muitas informações disponíveis.

O trabalho de Xin (2010) analisa as distorções de investimentos em empresas chinesas tanto sob a ótica da teoria da agência como sob a ótica das finanças comportamentais, especificamente, identificação dos vieses. O intuito da pesquisa é fornecer uma melhor eficiência de investimentos para as empresas com base nessas duas óticas. Já a pesquisa de Silva *et al.* (2017) testa o excesso de confiança e o otimismo nas empresas brasileiras cinquentenárias e não cinquentenárias com ações na Bolsa de Valores do Brasil. Os resultados evidenciaram que os gestores das empresas não cinquentenárias apresentam mais os vieses citados devido à presença de maiores volumes de ações em tesouraria e alavancagem de mercado.

Quadro 6 – Experimentos e estudo sobre gêneros

Autores	Título da pesquisa	Ano
Bigelow <i>et al.</i>	<i>Experimental evidence of gender bias in IPO prospectus evaluations.</i>	2014
Wang, Bernstein e Chesney	<i>An experimental study on real-options strategies.</i>	2011

Fonte: elaboração própria, com dados obtidos do Web of Science.

O grupo do Quadro 6 se caracterizou por apresentar estudos sobre gêneros e utilização de experimentos para conclusões empíricas sobre as finanças comportamentais. Sendo assim, a pesquisa de Bigelow *et al.* (2014), por meio de um experimento de simulação com estudantes graduados no papel de CEOs, estudou a questão de gênero no que tange à capacidade de atrair capital para crescimento empresarial. Os resultados indicaram que o gênero feminino atrai menos capital do que o gênero masculino, mesmo evidenciando a mesma qualificação e conhecimentos de finanças, ou seja, as empresas lideradas por CEOs femininos tornaram-se menos atraentes para investimentos. Já o trabalho de Wang, Bernstein e Chesney (2011) teve por objetivo analisar indivíduos que utilizavam estratégias de opção real em investimentos dinâmicos. Os resultados apontaram para a presença dos vieses de reversão à média e comportamento míope.

Quadro 7 – Mercado financeiro

Autores	Título da pesquisa	Ano
Lai e Xiao	<i>Consumer biases and competences in company stock holdings</i>	2010
Nielsen e Riddle	<i>Investing in peace: the motivational dynamics of diaspora investment in post-conflict economies</i>	2010
Kabasinskas e Macys	<i>Calibration of Bollinger bands parameters for trading strategy development in the Baltic stock market</i>	2010
Lin	<i>Elucidating rational investment decisions and behavioral biases: evidence from the Taiwanese stock market</i>	2011
Sahi, Arora e Dhameja	<i>An exploratory inquiry into the psychological biases in financial investment behavior</i>	2013
Niehaus e Shrider	<i>Framing and the disposition effect: evidence from mutual fund investor redemption behaviour</i>	2013
Liu <i>et al.</i>	<i>Robust multi-period portfolio model based on prospect theory and ALMV-PSO algorithm</i>	2014
Toma	<i>Behavioral biases of the investment decisions of Romanian investors on the Bucharest stock exchange</i>	2015
Peteros e Maleyeff	<i>Using Lean Six Sigma to improve investment behavior</i>	2015
Bakar e Yi	<i>The impact of psychological factors on investors' decision making in Malaysian stock market: a case of Klang Valley and Pahang</i>	2016
Gómez, Martínez-Molés e Vila	<i>Spanish regulation for labeling of financial products: a behavioral-experimental analysis</i>	2016
Kiyamaz, Öztürkkal e Akkemik,	<i>Behavioral biases of finance professionals: Turkish evidence</i>	2016
Mariappanadar e Kairouz	<i>Influence of human resource capital information disclosure on investors' share investment intentions: an Australian study</i>	2017
Ahmad, Ibrahim e Tuyon	<i>Behavior of fund managers in Malaysian investment management industry</i>	2017b

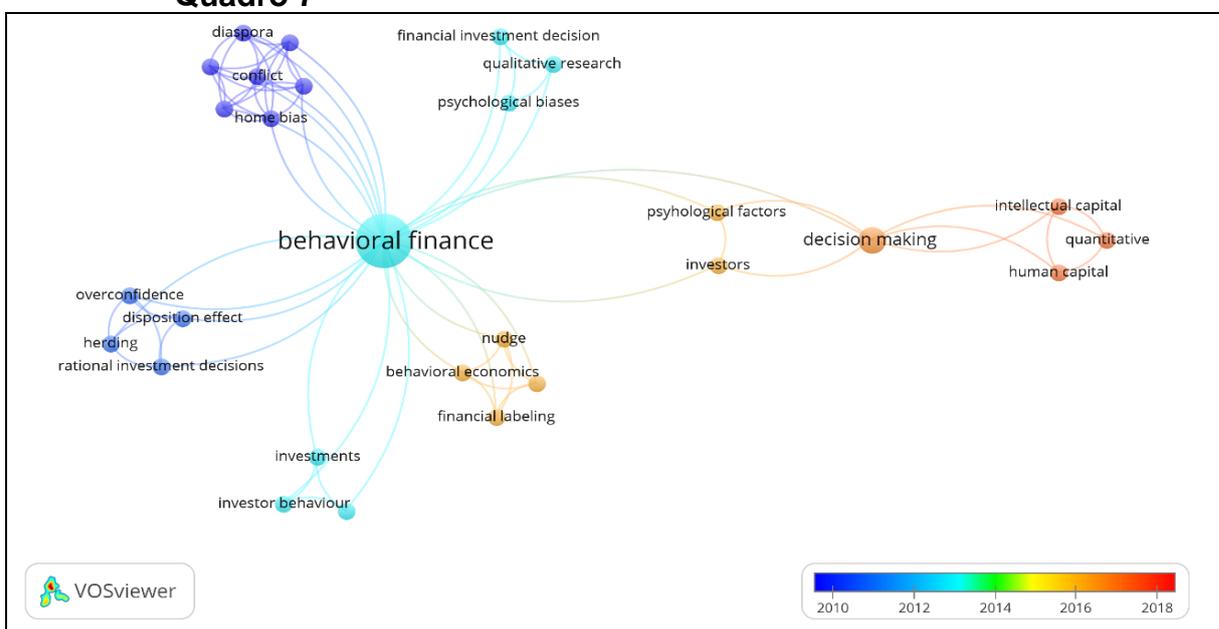
Fonte: elaboração própria, com dados obtidos do Web of Science.

O Quadro 7 representa o grupo denominado de mercado financeiro, com relação de pesquisas de 2010 a 2017 pela base Web of Science. No geral, as pesquisas desse quadro tratam de analisar o comportamento do investidor individual

frente ao mercado financeiro (bolsa de valores), ou seja, quais vieses o afetam na hora de comprar ou vender ações.

A Figura 8 foi elaborada com base nos artigos do Quadro 7 e tratada no programa VOSviewer^{®11}. O intuito da figura é mostrar o relacionamento das palavras que são mais frequentes nos artigos. Dessa forma, a palavra finanças comportamentais (*behavioral finance*) é o centro, ou seja, é a palavra mais frequente e cercada por seis *clusters*.

Figura 8 – Mapa de associações de palavras mais frequentes nos artigos do Quadro 7



Fonte: elaboração própria

O *cluster 1* (azul escuro) é formado pelas seguintes palavras: conflito (*conflict*), diáspora (*diaspora*), emoções (*emotions*), familiaridade (*home bias*), motivação do investimento (*investment motivation*), promoção de investimento (*investment promotion*) e investimento social (*social investment*). Pode-se citar como exemplo desse *cluster* a pesquisa de Nielsen e Riddle (2010) sobre economias pós-conflito e os investimentos que os diásporas fazem em seus países de origem. Essa pesquisa evidencia algumas motivações de investimento, bem como os governos nacionais trabalharem melhor essa oferta de recurso para o desenvolvimento do país.

O *cluster 2* (laranja) contém os seguintes termos: tomada de decisão (*decision making*), capital humano (*human capital*), capital intelectual (*intellectual*

¹¹ O programa VOSviewer[®] é gratuito e disponibilizado em: <<http://www.vosviewer.com>>.

capital), investidores (*investors*), fatores psicológicos (*psychological factors*), quantitativo (*quantitative*). Nesse *cluster* estão os estudos sobre a influência do capital humano como fator de decisão de intenção de investimentos como, por exemplo, a pesquisa de Mariappanadar e Kairouz (2017), bem como a tomada de decisão em investimentos pelos investidores analisando os fatores psicológicos deles, como na pesquisa de Bakar e Yi (2016). A pesquisa de Peteros e Maleyeff (2015) trabalha a relação das finanças comportamentais com a Lei dos Seis Sigma, com o intuito de mitigar a não-racionalidade do investidor na tomada de decisão. Vale ressaltar que o artigo aborda esse tema de forma teórica, sem comprovação empírica.

O *cluster* 3 (amarelo) contém os seguintes termos: economia comportamental (*behavioral economics*), economia experimental (*experimental economics*), economia financeira (*financial economics*), rotulagem financeira (*financial labeling*), nebulosidade (*nudge*). O trabalho de Gómez, Martínez-Molés e Vila (2016) evidencia esse conjunto de termos. A pesquisa refere-se ao impacto do novo regulamento sobre rotulagem de produtos financeiros na Espanha por meio de experimentos com investidores na Universidade de Valência. O pano de fundo da pesquisa era testar a TUE nos sujeitos da pesquisa. Os resultados sugeriram que a rotulagem dos produtos financeiros afeta o comportamento do investidor, de modo a aumentar a diferença de tomada de decisão entre os investidores, bem como a percepção de risco. Outro achado diz respeito ao aumento do pessimismo do investidor por meio da rotulagem do produto financeiro.

O *cluster* 4 (lilás) é formado pelos termos efeito disposição (*disposition effect*), efeito manada (*herding*), excesso de confiança (*overconfidence*), decisão de investimento racional (*rational investment decisions*). Esses termos são ligados a pesquisas que tratam de explicar que as decisões dos investidores (ditas racionais) são influenciadas por heurísticas e vieses, e que isso pode provocar erro na tomada de decisão. A pesquisa de Niehaus e Shriver (2013) trata do efeito disposição dos investidores em decisão de investimento em fundos mútuos.

Ainda sobre o *cluster* 4, há a pesquisa de Lin (2011) sobre a tomada de decisão dos investidores com base nos vieses comportamentais no mercado de ações de Taiwan, e a pesquisa de Toma (2015), que segue a mesma linha da pesquisa anterior, porém com outro método de pesquisa e voltado para o mercado de ações da Romênia. Entretanto, a pesquisa de Kiyamaz, Öztürkkal e Akkemik (2016) trabalha as questões dos atributos pessoais (educação financeira, idade, renda etc.) dos

investidores turcos na escolha de riscos provenientes de formação de carteiras, Isto é, os resultados sugerem que os profissionais jovens, profissionais com menos tempo de educação, são mais propensos a investir em ações.

O *cluster 5* contém os seguintes termos: finanças comportamentais (*behavioral finance*), decisão comportamental em investimentos financeiros (*financial investment decision behavior*), vieses psicológicos (*psychological biases*), pesquisa qualitativa (*qualitative research*). Todos os artigos do Quadro 7 tratam de finanças comportamentais e tomada de decisão, que se desviam da teoria racional de finanças. Esses desvios causados por crença do investidor, também chamados de heurísticas e vieses comportamentais, são analisados por meio de testes e constatações empíricas, como a pesquisa qualitativa. Vale ressaltar que o método deste trabalho é qualitativo.

O *cluster 6* contém os seguintes termos: investimentos (*investments*), comportamento do investidor (*investor behaviour*) e fundos mútuos (*mutual funds*). Boa parte dos artigos do quadro referem-se a analisar o comportamento do investidor, identificando diversos vieses comportamentais. Porém, na busca dos artigos, o que se percebeu-se foi uma ênfase em estudar investimentos em fundos mútuos, e a justificativa dos autores é referente à importância e volume negociado desses fundos mútuos em diversos países.

Quadro 8 – Tomada de decisão em grupo

Autores	Título do artigo	Ano
Singh	<i>The role of behavioral finance in modern age investment.</i>	2016
Stöckl <i>et al.</i>	<i>Hot hand and gambler's fallacy in teams: evidence from investment experiments.</i>	2015

Fonte: elaboração própria, com dados obtidos do Web of Science.

O Quadro 8 trata da tomada de decisão em grupo e uma revisão teórica das finanças comportamentais. O trabalho de Singh (2016) é teórico, evidenciando os conceitos de finanças comportamentais e sua influência na tomada de decisão dos indivíduos. Mostra, também, as ilusões cognitivas do investidor, relacionando alguns vieses e heurísticas, dando-lhes seus respectivos conceitos.

Já a pesquisa de Stöckl *et al.* (2015) foi a única que surgiu na relação de artigos que tratam dos efeitos da tomada de decisão em grupo. A pesquisa foi realizada em laboratório por meio de experimentos, e trata da comunicação e tomada de decisão em grupo. Os resultados sugeriram que as decisões em grupo são

diferentes das decisões individuais, ou seja, o grupo escolhe opções com menor risco mais frequentemente.

2.5 Tolerância ao Risco

A definição de tolerância ao risco, descrita por Grable (2000, p. 625), é “a quantidade máxima de incerteza que alguém se dispõe a aceitar quando toma uma decisão financeira [...]”, ou seja, a tomada de decisão financeira é influenciada pelo grau de incerteza que o indivíduo está disposto a considerar. Todavia, o autor entende que há complexidade no processo de avaliação de risco, devido à natureza subjetiva da tomada de decisão sob risco.

Kahneman e Tversky (1979) definem o conceito de tolerância ao risco como um fator psicológico na tomada de decisão, ou seja, o indivíduo estima a probabilidade dos prováveis resultados e chances de ocorrência e, daí, toma a decisão. Nesse sentido, as pesquisas de Carducci e Wong (1998) apontaram fatores de personalidade que influenciam a tomada de risco e a tolerância ao risco. Entretanto, Grable (2000) aponta que não só os fatores psicológicos afetam a tolerância ao risco, mas as características socioeconômicas, demográficas e atitudes podem influenciar tal variável. Sendo assim, o Quadro 9 evidencia os estudos realizados com os fatores que o autor descreve.

Sung e Hanna (1996) examinaram a relação entre a idade e a tolerância ao risco, por meio do hábito de investimento e ciclo de vida. Os autores evidenciaram que a tolerância ao risco aumenta com a idade, desde que outras variáveis sejam mantidas constantes. Já Sahm (2012) pesquisou sobre a relação entre rendimentos vitalícios com a tolerância ao risco, e os resultados evidenciaram que há uma tendência do indivíduo para a aversão ao risco, que seleciona sua carteira de investimentos de acordo com suas preferências, e verificou, também, que a tolerância ao risco muda de acordo com a idade.

Quadro 9 – Pesquisas relacionadas com tolerância ao risco

Descrição	Pesquisadores
Homens assumem riscos maiores que as mulheres.	Slovic (1966), Bajtel-Smit e Bernasek (1996), Blume (1978), Hawley e Fujii (1993-1994), MecderMott (1979), Sung e Hanna (1996).
Maior idade <i>versus</i> menor nível de tolerância ao risco.	Bakshi e Chen (1994), Brow (1990), Dahlback (1991), Mcnish (1982), Morin e Suarez (1983), Palsson (1996).
Maior nível de tolerância ao risco entre solteiros.	Baker e Haslem (1974), Lazzarone, (1996), Roszkowski, Snelbecker, e Leimberg, (1993), Sung e Hanna (1993).
Nível de tolerância <i>versus</i> empregado em atividade profissional.	Grey e Gordon, (1978), Haliassos e Bertaut, (1995), Lee e Hanna, (1995), Leonard (1995), Masters (1989), Meyer, Walker, e Litwin, (1961), Quattlebaum (1988).
Aumento de renda e escolaridade <i>versus</i> aumento do nível de tolerância.	Baker e Haslem (1974), Cicchetti e Dubin (1994), Cohn, Lewellen, Lease e Schlarbaum (1975), Masters, Riley e Chow (1992), Schooley e Worden (1996), Shaw (1996), Zhong e Xiao (1995).
Nível de tolerância <i>versus</i> conhecimento de finanças.	Cutler (1995), Grable e Joo (1997), Snelbecker, Roszkowski e Cutler (1990).
Nível de tolerância <i>versus</i> expectativas da economia positivas.	Devaney e Su (1997), Grable e Lytton (1997), Sung e Hanna (1996).

Fonte: adaptado de Grable (2000).

Na literatura financeira, o conceito de tolerância ao risco é mais comumente ligado à relação entre risco e retorno, ou seja, o investidor demonstrará sua intenção de escolha por ativos, ao confrontar a relação do valor esperado com o risco percebido, conforme Weber, Blais e Betz (2002).

Grable e Joo (2004) construíram um modelo evidenciando as variáveis que influenciam a tolerância ao risco. O modelo é composto por duas categorias de análise, denominadas de fatores individuais de ordem psicológicas e individuais e fatores ambientais. A primeira categoria analisa a predisposição do indivíduo em tomadas de decisão financeira arriscadas, e a segunda categoria concerne à mensuração dos atributos financeiros individuais e de família.

Os fatores determinantes da tolerância ao risco, desenvolvidos por Grable e Joo (2004), podem ser especificados em: (a) fatores individuais de ordem psicológicas e individuais (idade, gênero, etnia, ordem de nascimento, autoestima, personalidade tipo A¹², busca de sensações e satisfação financeira); e (b) mensuração dos atributos financeiros individuais e de família (renda, conhecimento financeiro, casa própria, educação e estado civil).

A literatura tem evidenciado que os fatores determinantes da tolerância ao risco podem predizer o comportamento do indivíduo quanto ao objetivo financeiro o

¹² Carducci e Wong (1998) definem a personalidade tipo A como a do indivíduo que possui tendência à competitividade elevada, hostilidade, agressividade e a maximizar os desejos, tornando-se propenso a correr riscos.

qual deseja alcançar e, assim, facilitar o desenvolvimento de planos e estratégias financeiras (GRABLE; JOO, 2004). Entretanto, na literatura financeira, há uma discussão sobre tolerância ao risco originado dos traços de personalidades, ou por um contexto de uma determinada situação (GRABLE; RABBANI, 2014; ROSZKOWSKI; DAVEY, 2010).

Os achados de Awais *et al.* (2016) mostraram um modelo teórico de tomada de decisão de investimento, sendo analisado pela alfabetização financeira e experiência em investimentos. Nesse contexto, a variável mediadora do modelo foi a tolerância ao risco. Para os autores, o objetivo desse modelo teórico era fornecer uma opção de tomada de decisão para investimento ou formação de carteira.

Bannier e Neubert (2016) analisaram a tomada de decisão em investimento sofisticado no mercado de ações, baseado no gênero. Nos seus achados, constatou-se que o gênero feminino possuía menor tolerância ao risco, em relação ao gênero masculino e, também, menor alfabetização financeira, o que contribui para a menor tolerância ao risco e, conseqüentemente, menor investimento sofisticado.

2.6 Modelo Teórico e Proposições da Pesquisa

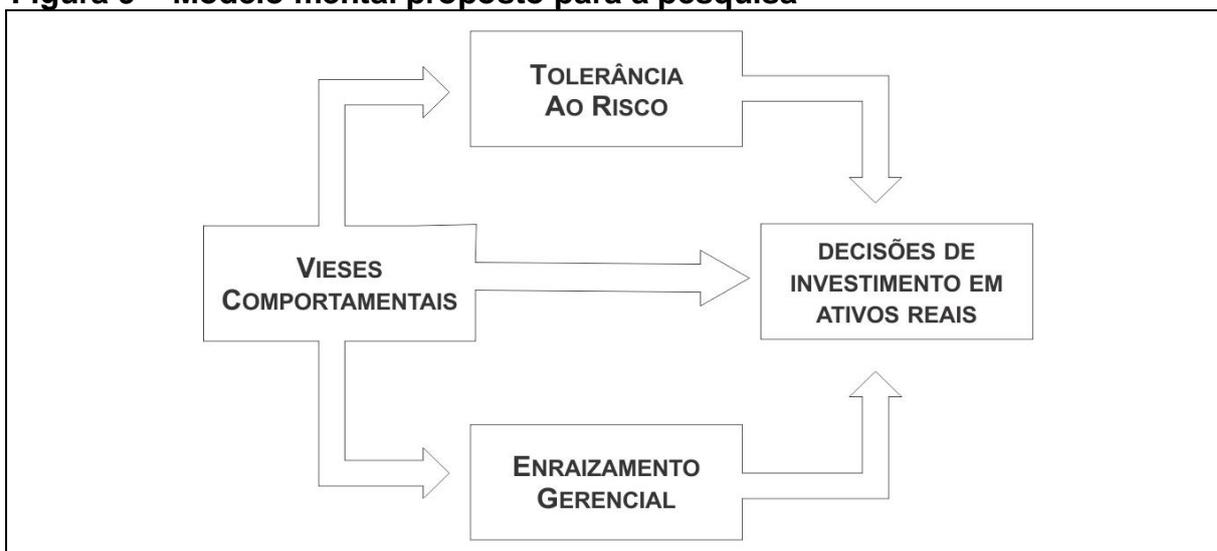
Esta tese se propõe a estudar a relação dos vieses comportamentais, do enraizamento gerencial e da tolerância ao risco com a decisão sobre a estrutura de capital da empresa e a decisão em investimentos em ativos reais, tendo o ambiente empresarial como campo empírico e as finanças comportamentais como quadro teórico.

As macrorrelações entre gestor, estrutura de capital e tomada de decisão de investimentos são temas tratados na literatura financeira (ALCOCK; STEINER, 2017; BAGWELL; ZECHNER, 1993; CAMARA, 2017; CLARK; WRIGLEY, 1997; FENG *et al.*, 2017; GREEN, 1992; HUTCHINSON, 1995; JOG; SRIVASTAVA, 1994; KANNADHASAN *et al.*, 2018; MALONEY; MCCORMICK; MITCHELL, 1993; MEHRAN, 1992). Entretanto, o estudo concomitante das dimensões relativas ao gestor (vieses comportamentais, enraizamento gerencial e tolerância ao risco) e seus efeitos na tomada de decisão de investimentos em ativos reais não foi tratado na literatura na presente dimensão, sendo esta a contribuição da presente pesquisa para a literatura de finanças.

Considerando as pesquisas sobre a influência dos vieses comportamentais, observa-se uma convergência de estudos voltados para investimentos em ativos financeiros, principalmente análise de fundos mútuos e mercado de ações (BAKAR; YI, 2016; LAI; XIAO, 2010; NIELSEN; RIDDLE, 2010; SAHI; ARORA; DHAMEJA, 2013; TOMA, 2015), sendo o investidor individual o principal foco de análise. Há, também, pesquisas sobre o comportamento do indivíduo na tomada de decisão relacionando os vieses comportamentais com tomada de decisão na estrutura de capital, opções reais, projetos (tipos) e a relação com a teoria da agência, e o que tais vieses podem causar no futuro da empresa (MOUTINHO, 2011; MOUTINHO; LOPES, 2010; POMPIAN, 2008, 2006; SHORE, 2008). As pesquisas sobre vieses comportamentais, considerando o campo empírico do mercado empresarial, têm como foco a relação dos vieses com a abertura de novos negócios, aquisição e fusão de empresas e decisões de investimento em fontes renováveis de energia (LIANG; REINER, 2009; SMIT; MORAITIS, 2010; WANG, 2015; XIN, 2010).

Sobre a relação de vieses comportamentais específicos e tolerância ao risco, Bailey e Kinerson (2005) analisaram o viés do arrependimento com a tolerância ao risco, e chegaram à conclusão que a experiência de um investimento frustrado implica uma redução de um investimento semelhante no futuro, isto é, diminui a tolerância ao risco do indivíduo para novos investimentos. Não foram encontrados estudos que relacionem outros vieses com a disposição para o risco. No que se refere especificamente à tolerância ao risco, a maior parte dos estudos trata dos aspectos ligados à questão de gênero, demografia, educação e conhecimento financeiro (GRABLE, 2000; GRABLE; JOO, 2004; GRABLE; RABBANI, 2014; GRABLE; LYTTON, 1999; NOBRE, 2015; NOBRE *et al.*, 2016).

Considerando as dimensões da pesquisa e algumas das relações já presentes na literatura, construiu-se o modelo teórico a ser estudado nesta pesquisa, evidenciado na Figura 9. Em seguida, serão estabelecidas as proposições de pesquisa e suas devidas fundamentações.

Figura 9 – Modelo mental proposto para a pesquisa

Fonte: elaboração própria.

Shleifer e Vishny (1989) afirmam que o gestor enraizado tende a realizar investimentos que reflitam o seu domínio sobre um determinado conteúdo, seja um domínio conceitual ou fruto da sua experiência. Para os autores supracitados, ao realizar investimentos alinhados com seus pontos fortes, os gestores fortalecem suas posições nas organizações, tornando-se mais valiosos para organização, aumentando a possibilidade de obterem uma maior remuneração e criando uma barreira contra sua possível substituição ao se tornarem um membro imprescindível para a condução do projeto, bem como, aumentar a dívida, com o intuito de preservar sua posição na organização, ou seja, o aumento da dívida repercute no aumento do custo financeiro da empresa e, assim, dificulta uma possível aquisição por parte dos concorrentes (NOVAES; ZINGALES, 1995). O gestor enraizado também buscará o aumento da dívida com o intuito de financiar investimentos nos quais tenha conhecimento e experiência.

O enraizamento gerencial pressupõe a vontade do gestor de acumular poder para ter liberdade de ação na organização e, assim, definir políticas de investimentos, e financiamento. Dessa forma, o gestor buscará anular qualquer mecanismo de controle que alinhe os objetivos dos acionistas com os objetivos do gestor (ELLILI, 2012; RODRIGUES; ANTÔNIO, 2010) e, assim, as tomadas de decisão tendem a ser mais centralizadas, pois suas decisões impactam a manutenção de sua posição na empresa. A centralização da tomada de decisão pressupõe que o gestor deve possuir maior tolerância ao risco, pois assim podem aumentar os gastos

financeiros e o medo de fracasso do investimento não os impediriam de continuar a investir no negócio (ÀSTEBRO; JEFFREY; ADOMDZA, 2007; KOELLINGER; MINNITI; SCHADE, 2007). Sendo assim, a proposição 1 se refere a:

- **Proposição 1:** *quanto maior o grau de enraizamento gerencial e tolerância ao risco, maior será o nível de centralização da decisão de investimentos em ativos reais.*

O enraizamento do gestor se refere ao comportamento dele na gestão de um negócio com a finalidade de consolidar e ampliar sua posição e manter ou aumentar sua remuneração. Nem sempre o gestor, ao tomar decisões, apresentará um comportamento estritamente racional; a escassez de recursos ou o curto espaço de tempo para a decisão pode levar o gestor a utilizar atalhos mentais (KAHNEMAN; KNETSCH; THALER, 1991); KAHNEMAN; TVERSKY, 1972, 1979; TVERSKY; KAHNEMAN, 1974, 1992). As decisões, nesses casos, recaem no que o gestor acha ser assertivo, entretanto, essas decisões podem não ser adequadas. Seguindo essa linha, é necessário avaliar as experiências passadas de tomada de decisão envolvendo risco, pois tais experiências, positivas ou negativas, podem afetar decisões futuras (GRABLE; JOO, 2004; HEO; GRABLE; NEILL, 2017; POMPIAN, 2008). Sendo assim, é necessário avaliar a influência dos vieses comportamentais, da tolerância ao risco nos gestores enraizados e a influência na tomada de decisão referente a investimentos em ativos reais. Dessa forma, a proposição 2 foi descrita da seguinte forma:

- **Proposição 2:** *os vieses comportamentais influenciam tanto a tolerância ao risco como o grau de enraizamento do gestor/empresário e, portanto, influenciam as decisões de financiamentos e investimentos em ativos reais.*

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Este capítulo tem por finalidade descrever e fundamentar todos os passos que foram necessários para o desenvolvimento desta pesquisa. Para isso, Crotty (1998) afirma que toda pesquisa científica deve mostrar a metodologia e método utilizado no trabalho, e a justificativa para a utilização deles deve evidenciar a perspectiva teórica que embasa a metodologia escolhida, bem como a epistemologia que embasa a perspectiva teórica.

As seções seguintes irão delinear sobre a epistemologia e metodologia utilizadas nesta pesquisa e estão descritas da seguinte forma: a primeira seção trabalha o delineamento da pesquisa; a segunda seção se refere à técnica de coleta de dados; a terceira seção se refere ao campo empírico; a quarta seção se refere ao tratamento dos dados e técnicas de análise; e, por fim, a última seção apresenta o quadro-resumo da pesquisa.

3.1 Delineamento da Pesquisa

O delineamento da pesquisa científica procura estabelecer ligações entre os planos e estruturas nos quais o problema de pesquisa foi concebido e, assim, fundamentar a resposta para tal problema (CERVO; BERVIAN; SILVA, 2007).

Nesse contexto, é necessária uma discussão sobre a proposta epistemológica deste trabalho, que adere à corrente construcionista. Para o construcionismo, o conhecimento se constrói em um conjunto de abstrações, generalizações, formalizações e idealizações necessárias para a organização do pensamento individual, denominado construtos (CROTTY, 1998; FLICK, 2009). O conhecimento construído pode advir de ações cotidianas ou idealização de modelos científicos, em uma dinâmica entre o concreto e o abstrato (FLICK, 2009). Como exemplo desse conceito, Flick (2009) cita os trabalhos de Piaget sobre a cognição e a percepção de mundo, o construtivismo radical de Glaserfeld, o construcionismo social de Schutz, de Berger e Luckmann e de Gergen, e a Sociologia construtivista da ciência de Fleck.

Este trabalho está pautado no construcionismo social, que tenta explicar como as pessoas percebem, descrevem e/ou experimentam o mundo que as rodeiam, incluindo elas mesmas (CROTTY, 1998; GERGEN, 2009). Neste trabalho busca-se discutir, em relação aos gestores/empresários, como eles percebem o ambiente

interno e externo da organização, como descrevem as situações experimentadas em tal ambiente e, por último, como os gestores experimentam, em seu cotidiano, esses efeitos de mudanças do ambiente empresarial. Sendo assim, a pesquisa procura analisar como os gestores se comportam e se relacionam com o mundo empresarial na forma externa, mercado, e na forma interna, individual e cotidiana.

Este trabalho também pode ser classificado como interpretativista, pois se dedica à interpretação da percepção que os gestores possuem sobre a tomada de decisão de investimentos em ativos reais e como tal decisão influencia o contexto social em que cada gestor e suas respectivas empresas estão alocados. Esta abordagem converge com as ideias de Crotty (1998) e Merriam e Tisdell (2015), que explicam que a abordagem interpretativista pode ser considerada como uma procura de interpretações culturais e históricas relacionadas com a vida social.

Este trabalho é de natureza qualitativa, tanto na coleta quanto na análise de dados. A técnica utilizada para coleta de dados foi a entrevista em profundidade, com roteiro semiestruturado, e a análise dos dados foi sustentada pela análise de conteúdo (BARDIN, 2009). Em relação ao tempo de coleta de dados, foi realizada uma abordagem transversal, já que não há previsão do acompanhamento dos resultados.

Vale salientar que a entrevista é uma técnica de coleta de dados que, bem realizada, pode propiciar ao pesquisador um mapeamento de práticas, valores, crenças, bem como produzir um sistema de classificação para auxiliar a interpretação das falas dos sujeitos (DUARTE, 2004). Já o roteiro semiestruturado é apropriado para esta pesquisa, pois permite que o entrevistado discorra sobre o tema conforme suas experiências vividas, permitindo respostas espontâneas e livres (LIMA; ALMEIDA; LIMA, 1999), cabendo ao entrevistador desenvolver a entrevista de acordo com os objetivos da pesquisa, o que o valoriza a contribuição desse tipo de técnica aos propósitos interpretacionistas e construcionistas deste trabalho.

No que se refere à análise de dados, utilizou-se a técnica de análise de conteúdo, que propicia fazer inferências sobre as transcrições do conteúdo das entrevistas. As etapas da análise de conteúdo compreendem: a categorização do corpo das entrevistas de acordo com as teorias sobre o assunto da pesquisa; a identificação das palavras ou frases que mais se repetem; e a interpretação das falas dos sujeitos. Bardin (2009) entende que a análise de conteúdo é um conjunto de técnicas que visa a obter indicadores quantitativos ou qualitativos e permite fazer inferências de conhecimento sobre a análise da comunicação. Cançado (2011) acrescenta, ainda, que a análise de conteúdo possui as características de objetividade

(explicação das regras e procedimentos ser usados), sistematização (construção de categorias) e inferência (análise dos resultados).

A técnica de análise de conteúdo foi adequada a esta pesquisa, pois permitiu a categorização de cada dimensão pesquisada de acordo com a literatura, bem como a identificação de palavras do cotidiano do sujeito que auxiliaram na categorização e análise dos dados e, por fim, a interpretação das falas dos sujeitos que permitiram as inferências dos dados no que concerne aos fatores (determinados pela pesquisa) que influenciam a tomada de decisão em ativos reais.

3.2 Instrumento de Coleta de Dados

Para estruturar o roteiro de entrevista, foram consideradas as duas proposições da pesquisa alinhadas com as seguintes dimensões: vieses comportamentais, enraizamento gerencial e tolerância ao risco presentes na tomada de decisão de investimentos em ativos reais, conforme o Quadro 10. Entretanto, as dimensões da pesquisa estão entrelaçadas nas proposições, sendo que as respostas dos entrevistados responderão as proposições de forma abrangente.

A elaboração do roteiro de entrevista (Apêndice B) foi baseado nos esquemas de construções de roteiros de Merriam e Tisdell (2015), que explicam que todas as perguntas devem ser usadas com flexibilidades. Sendo assim, o roteiro foi construído de acordo com a literatura e alinhado com os objetivos da pesquisa, mas as questões do roteiro, em algum momento da entrevista, foram adaptadas/reformuladas no processo de entrevista, com a finalidade de facilitar o entendimento por parte do sujeito e a fim de atingir os objetivos da pesquisa. Importante frisar que as categorias utilizadas em cada dimensão foram validadas por três especialistas da área.

Vale ressaltar que há duas questões iniciais que não constam no Quadro 10 e não pertencem a qualquer dimensão, porém elas se referem à caracterização do sujeito e do ambiente empresarial onde ele está inserido. São elas:

- Para iniciarmos a entrevista, fale-me um pouco sobre você: idade, formação acadêmica, estado civil, cargo e função atual na empresa, quanto tempo nesse cargo e na empresa.

- Sobre a empresa, explique sobre a origem dela, quando foi fundada, quais eram os sócios e o número de sócios atualmente, se a empresa é familiar etc.

Quadro 10 – Relação entre as proposições, dimensões e roteiro (continua)

Proposições	
Proposição 1: Quanto maior o grau de enraizamento gerencial e tolerância ao risco, maior será o nível de centralização da decisão de investimentos em ativos reais.	
Proposição 2: Os vieses comportamentais influenciam tanto a tolerância ao risco como o grau de enraizamento do gestor/empresário e, portanto, influenciam as decisões de financiamento e investimentos em ativos reais.	
Dimensões de análise	Questões de investigações
Enraizamento Gerencial (<i>Managerial entrenchment</i>)	Empresa não familiar
	Entrando na questão de estrutura de governança corporativa da empresa, gostaria que você me falasse um pouco sobre a composição do conselho de administração.
	Quais são os pilares da governança da empresa, a ética nos negócios e nos processos internos e a transparência das informações para o público interno e externo?
	Como são resolvidos os conflitos de interesse entre os executivos/diretores com o presidente da empresa ou conselho de administração?
	Em momentos de crise, como vocês procedem?
	Empresa familiar
	Como é a estrutura de gestão e como as decisões são tomadas (pela família, pelos gestores, entre outras)? Há membros da família em cargos importantes na empresa?
	Fale um pouco sobre a influência da família no controle do negócio. Como foi no passado e como é atualmente?
Enraizamento Gerencial (<i>Managerial entrenchment</i>) e processo de tomada de decisão	Como foram resolvidos os conflitos de interesse entre os diretores com o dono da empresa ou com o conselho de família da empresa?
	Fale um pouco sobre a estrutura de endividamento corrente da empresa e como a empresa obteve essa estrutura.
	Explique como ocorre o processo de tomada de decisão em investimentos em ativos reais (ativos fixos, fusões, novos projetos de expansão ou substituição de ativos etc.) e ativos financeiros.
	No passado, na tomada de decisão, foram levadas em consideração as variáveis macroeconômicas, como taxa de juros básica da economia, taxa de desemprego nacional, PIB do setor e PIB nacional, bem como o comportamento da bolsa de valores?
	Como foram utilizados esses indicadores para a análise empresarial?
	Quem decidiu ou decide sobre a aprovação final do projeto de investimento?
	Os Investimentos realizados no passado estavam relacionados ao processo de planejamento estratégico definido pela empresa?
	A empresa acompanhou os projetos implementados? Houve comparação com o que foi definido no plano inicial?
Vieses comportamentais	Caso dependesse de você, como seria o processo de tomada de decisão em ativos reais e financeiros?
	Quando você realizou algum investimento, como é que você soube que esse projeto iria gerar bons resultados para a empresa? Como você escolheu?
	Como a empresa gerenciou os custos irrecuperáveis, tais como pesquisa e desenvolvimento, tecnologia, equipamentos, propriedades para investimentos etc.?
	Como a empresa tratou a venda de um ativo que não possui mais objetivos para a empresa? Como foi definido seu preço de venda? Por quê?
	Pessoalmente, caso você seja responsável pela compra de um ativo e ele não agregou valor à empresa ou apresentou prejuízo, como você avalia os impactos dessa decisão? Você se sente mal por ter aprovado tal Investimento? Como o senhor se sentiria com um investimento bem-sucedido?
	Comparando um investimento que apresentou prejuízo com um outro que evidenciou resultados positivos, qual deles vem mais à sua lembrança? E por quê?
	Qual de vocês não gosta de ser contrariado ou reluta em aceitar a ideia do outro em vez da sua?

Quadro 10 – Relação entre as proposições, dimensões e roteiro (conclusão)

Dimensões de análise	Questões de investigações
Vieses comportamentais	Quando a empresa necessitou fazer investimentos, como você fez para conseguir apoio da maioria?
	A empresa já teve projetos que não deram certo? O que aconteceu para que não desse certo? De quem foi a culpa?
Tolerância ao risco	Na sua visão, fazer investimentos é um processo de difícil compreensão? Por quê?
	Como a empresa avalia o risco do negócio ou de um projeto a ser implementado?
	O que você faz com os lucros que a empresa gera de um ano para o outro? Como é tomada essa decisão?
	Quando você pensa em risco, qual a primeira palavra que você associa a ele?
	Entre duas opções de investimento, uma com maior risco e outra com menor risco, qual você escolheria? O que te leva a essa decisão?

Fonte: elaboração própria.

3.3 Campo Empírico

A fase de campo foi realizada em Mossoró – RN, Fortaleza – CE e São Paulo – SP, no período compreendido entre agosto e outubro de 2017. Tais cidades foram escolhidas devido a acessibilidade do pesquisador aos sujeitos da pesquisa. Foram realizadas oito entrevistas, seguindo o roteiro de entrevista semiestruturado já detalhado. A seguir, são apresentados os sujeitos da pesquisa, assim como o relato do pesquisador sobre a fase de campo.

3.3.1 Sujeitos da pesquisa

Os sujeitos são gestores (executivos de alto escalão, empresários e gerentes), que tomam decisões sobre investimentos em ativos reais nas empresas onde atuam e que conhecem o processo decisório da organização. O conjunto de entrevistados foi definido de acordo com a disponibilidade em conceder às entrevistas.

A escolha dos sujeitos buscou maximizar a variabilidade do discurso e, assim, foram escolhidos gestores com características sociais e históricas particulares que pudessem causar discursos diferenciados. A definição do número de entrevistados derivou da percepção da saturação de dados. Pires (2008) aponta que a análise por contraste-saturação permite a acumulação e comparação de casos. A vantagem desse tipo de seleção é a criação de modelos que não requerem uma representatividade da população, no entanto, prima por uma cuidadosa e controlada escolha de indivíduos que possuem as características especificadas no problema de pesquisa.

Segundo Guest, Bunce e Johnson (2006), a saturação é atingida entre 6 e 12 respondentes, pois nesse montante são apresentados todos os metatemas da pesquisa, bem como a repetição dos dados, ou seja, a saturação. Nesta pesquisa, o ponto de saturação foi alcançado com a realização de 8 entrevistas.

O Quadro 11 apresenta o campo empírico da pesquisa, com a caracterização das empresas e dos sujeitos entrevistados.

O código de identificação dos sujeitos da pesquisa decorre dos papéis que eles desempenham nas organizações, a saber: GEST (gestor não proprietário), ESOC (empresário e sócio) e EIND (empresário individual), e estes códigos foram utilizados na análise dos resultados.

Quadro 11 – Caracterização dos sujeitos

Sujeito	Código	Gênero	Idade	Formação	Cargo	Negócio	Setor	Estrutura acionária
1	GEST1	M	43 anos	Ensino superior	Diretor geral	Produção de sal	Industrial	Capital fechado e familiar
2	EIND1	M	54 anos	Ensino médio	Empresário	Indústria de celulose	Industrial	Capital fechado e familiar
3	GEST2	M	56 anos	Ensino superior e especialização	Diretor comercial e de <i>marketing</i> da América Latina	Automação industrial (material balístico)	Industrial	Capital aberto
4	GEST3	M	36 anos	Ensino superior e especialização	Empresário e diretor geral	Alimentos e bebidas	Comercial	Capital fechado e familiar
5	GEST4	M	55 anos	Ensino superior e mestrado	Diretor de logística da região Nordeste	Energia (Petróleo)	Industrial	Capital aberto
6	ESOC1	M	45 anos	Ensino superior	Sócio administrador	Alimentos e bebidas (cafeteria e <i>boulangerie</i>)	Comercial	Capital fechado e familiar
7	ESOC2	F	26 anos	Ensino superior em andamento	Sócia e diretora administrativa	Alimentos (beneficiamento de grãos)	Comercial	Capital fechado e familiar
8	ESOC3	M	29 anos	Ensino superior e mestrado	Sócio administrador	Alimentos e bebidas (restaurante)	Comercial	Capital fechado e familiar

Fonte: adaptado de Machado (2016).

Ainda referente ao Quadro 11, tem-se uma descrição das empresas sobre seus respectivos negócios para facilitar o entendimento sobre a complexidade dos investimentos, especificamente os investimentos em ativos reais. A atividade da empresa do sujeito denominado de GEST1 se concentra na extração, beneficiamento e comercialização de sal marinho, e possui um processo mecanizado de extração e colheita de sal marinho. O parque industrial é formado por uma salina localizada no

município de Mossoró – RN e direciona sua produção para três tipos de segmentos de consumo de sal (consumo humano, consumo animal e uso industrial). A produção é direcionada para o comércio alimentício e indústrias química, têxtil e metalúrgica.

A atividade da empresa do sujeito EIND1 se concentra na indústria de celulose com fabricação de bandejas de ovos de papelão, localizada no município de Mossoró – RN. A empresa possui máquinas que vão desde os caldeirões de mistura de celulose e corante, passando pelas máquinas de molda das formas de bandeja e aquecimento das bandejas até a estocagem do produto final. A empresa concentra a venda das bandejas as grandes granjas do estado.

A empresa do sujeito GEST2 é uma multinacional com atuação em vários países (possui uma filial em São Paulo – SP). A empresa trabalha com automação industrial para os segmentos de petróleo e gás, refino de petróleo, papel e celulose, petroquímica, biocombustíveis, indústria de mineração e aviação.

A empresa do sujeito GEST3 é uma distribuidora de bebidas vinculada a uma grande empresa da indústria de bebidas do Brasil. A sede da distribuidora localiza-se em Mossoró – RN, com uma estrutura que vai desde um grande galpão, com investimentos feitos em informatização para controles internos e comunicação com a indústria de bebidas, bem como equipamentos de refrigeração, equipamentos específicos para manuseio de bebidas e veículos de transporte de carga. A empresa atende todo o Rio Grande do Norte e uma pequena parte do Ceará.

A empresa do sujeito GEST4 é uma estatal de economia mista e que atualmente opera em 25 países, possui sua sede no Rio de Janeiro – RJ e trabalha nos segmentos de energia com exploração, refino, comercialização e transporte de petróleo, gás natural e seus respectivos derivados.

A empresa do sujeito ESOC1 pertence ao negócio de cafeteira e *boulangerie* e está localizada em Fortaleza – CE. A empresa trabalha só com matéria-prima importada em seus pães, *croissants*, bem como os cafés e demais produtos. A produção artesanal demanda equipamento e mão de obra especializada, como, por exemplo: máquina de fermentação natural, fornos etc. Além da matriz, a empresa possui uma filial na mesma cidade.

A empresa do sujeito ESOC2 pertence ao negócio de beneficiamento e armazenamento e comercialização de grãos. A empresa demanda investimentos para recebimento, pesagem, testes, descargas, bem como limpeza e secagem de grãos,

sendo estes dois últimos exigidos por força de lei. A empresa está localizada no município de Aracati – CE.

A empresa do sujeito ESOC3 pertence ao ramo de comercialização de alimentos (restaurante) com demanda de investimentos em infraestrutura, equipamentos específicos e mão de obra qualificada em certos setores estratégicos da empresa. Ela possui sua sede em Mossoró – RN e uma filial em Fortim – CE.

3.3.2 Relato da fase de campo

Sobre o processo de entrevista em si, foi utilizado o esquema desenvolvido por Spradley (1979), em que o entrevistador deve, primeiramente, explicar o objetivo da entrevista e, antes de iniciar a entrevista propriamente, deve solicitar a permissão para a gravação dela.

O contato inicial com os respondentes foi realizado por meio de ligação telefônica, quando foram explicados os objetivos e os procedimentos da pesquisa, bem como a informação de sigilo quanto à divulgação dos nomes dos respondentes e da empresa. Os nomes dos respondentes e das empresas foram omitidos, pois, ao final das entrevistas, foi assinado o termo de consentimento (Apêndice A) por meio do qual o pesquisador se comprometeu em omitir tais nomes.

A entrevista com os sujeitos 1 e 7 foram realizadas no escritório do pesquisador, por escolha dos próprios entrevistados. As outras 6 entrevistas foram realizadas nas empresas dos sujeitos. As entrevistas tiveram uma duração entre 35 minutos e 77 minutos. No caso do sujeito 2, a entrevista foi complexa, devido à dificuldade do entrevistado de entender as perguntas do roteiro, sendo necessário adequar as questões para seu entendimento. No Quadro 12 está o tempo de duração de cada entrevista com o respectivo sujeito.

Quadro 12 – Duração das entrevistas

Sujeito	1	2	3	4	5	6	7	8
Duração (minutos)	62	35	58	45	46	77	69	56

Fonte: elaboração própria.

Em duas entrevistas foi necessário enviar o roteiro antecipadamente (via e-mail do respondente) para que eles pudessem vê-los e aceitar ou não participar da

pesquisa. As entrevistas foram feitas pessoalmente e foram gravadas com a devida permissão dos respondentes.

As entrevistas foram realizadas entre os meses de agosto e outubro de 2017, e posteriormente foram transcritas e analisadas pelo *software* NVivo® 11, com a licença adquirida pela Universidade Federal Rural do Semi-Árido (Ufersa).

3.4 Tratamento dos Dados e Estrutura de Análise

De posse das gravações, foram realizadas as transcrições na íntegra, e a partir daí os arquivos de texto foram inseridos no programa NVivo® versão 11 para análise. No referido programa, as entrevistas foram inseridas e classificadas por sujeito, depois foram cadastradas as dimensões e suas categorias e subcategorias. O passo seguinte foi classificar as falas de acordo com a estrutura de análise proposta nesta tese e que está detalhada e operacionalizada nesta seção.

Para analisar os efeitos dos vieses comportamentais, do enraizamento gerencial e da tolerância ao risco presentes na tomada de decisão de investimentos em ativos reais, os dados coletados foram enquadrados em cinco dimensões, apresentadas na seguinte ordem: tomada de decisão em investimentos, enraizamento gerencial (*managerial entrenchment*), vieses comportamentais e tolerância ao risco.

3.4.1 Dimensão tomada de decisão em ativos reais

O intuito desta dimensão é caracterizar o processo decisório de investimentos em ativos reais a partir de categorias que se referem ao processo em si, sem especificar o conteúdo da decisão do investimento e sim especificar como a decisão é realizada e que fatores a afetam. O Quadro 13 apresenta a dimensão tomada de decisão em ativos reais com suas respectivas categorias.

Quadro 13 – Coerência interna da investigação sobre tomada de decisão

Dimensão	Categorias de análise
Tomada de decisão de investimentos em ativos reais	Centralizada <i>versus</i> descentralizada
	Critérios técnicos <i>versus</i> intuição
	Decisão por grupo
	Outros fatores considerados na tomada de decisão

Fonte: adaptado de Souza, Souza e Costa (2016).

As categorias de análise foram fundamentadas a partir dos seguintes conceitos:

- **Centralização versus descentralização:** buscou caracterizar a centralização ou descentralização da tomada de decisão em ativos reais, ou seja, na centralização, buscou-se considerar a concentração de poder e menor autonomia dos gestores no processo de tomada de decisão; na descentralização, buscou-se considerar a identificação de hierarquia bem definida dentro da organização, pois é um indicador de diminuição de conflito de interesse entre as hierarquias da organização.
- **Decisão por critério técnico versus intuição:** buscou caracterizar a forma da tomada de decisão em ativos reais, identificando a utilização de critérios técnicos, como, por exemplo: VPL, TIR, rentabilidade etc., e a tomada de decisão por intuição, ou seja, a tomada de decisão feita por *feeling*.
- **Decisão por grupo:** visou a evidenciar a tomada de decisão em grupo, ou seja, as decisões que compreendem um processo de argumentação, negociações entre os pares, cooperação entre os pares, a fim de minimizar o conflito de interesse para a decisão de ativos reais.

Nos relatos dos sujeitos emergiram fatores que são considerados na tomada de decisão e que não puderam ser alocados nas categorias acima citadas. Sendo assim, foram relacionados em uma única categoria, chamada de “outros fatores considerados na tomada de decisão”.

3.4.2 Dimensão enraizamento gerencial (*managerial entrenchment*)

Esta dimensão visa analisar o comportamento do gestor na organização no que concerne ao acúmulo de poder na organização para poder ter uma maior liberdade de ação, tanto para realizar investimentos como para financiamentos, bem como escolhas de funcionários etc. O intuito é garantir a preservação de sua posição e controle de remuneração. A dimensão foi segregada em duas categorias, ou seja, fatores que aumentam o grau de enraizamento gerencial e fatores que resultam em baixo grau de enraizamento gerencial (Quadro 14).

Quadro 14 – Coerência interna da investigação em enraizamento gerencial

Dimensão	Categorias de análise	Subcategorias
Enraizamento gerencial (<i>managerial entrenchment</i>)	Alto grau de enraizamento gerencial	Poder do gestor
		Mais autonomia de decisão
		Liberdade de ação
		Uso da dívida
	Baixo grau de enraizamento gerencial	Hierarquias de poder
		Monitoramento e pressão das esferas superiores
		Rigidez do planejamento
		Transparência

Fonte: adaptado de Souza, Souza e Costa (2016).

A seguir, as definições das categorias de análise da referida dimensão:

- **Alto grau de enraizamento gerencial:** refere-se ao poder do gestor, liberdade de ação, tempo de atuação e uso da dívida.
- **Baixo grau de enraizamento gerencial:** refere-se às ameaças de substitutos na função do gestor, hierarquias bem definidas na organização, rigidez do planejamento, monitoramento e pressão das esferas superiores e transparência da atuação do gestor.

3.4.3 Dimensão vieses comportamentais

O Quadro 15 evidencia a dimensão vieses comportamentais. Foram feitas indagações diretas sobre os vieses que a literatura mais citou sobre a decisão em ativos não financeiros.

Quadro 15 – Coerência interna da investigação em vieses comportamentais

Dimensão	Categorias de análise
Vieses comportamentais	Otimismo e excesso de confiança
	Autoatribuição
	Aversão à perda
	Escalada irracional de comprometimento (<i>sunk cost</i>)
	Arrependimento
	Conservadorismo
	Efeito dotação
	Efeito agente externo
	Autoridade
	Conteúdo
Efeito manada ou conformidade	

Fonte: adaptado de Souza, Souza e Costa (2016).

- **Otimismo e excesso de confiança:** refere-se aos relatos que superestimam os eventos favoráveis e subestimam os eventos que considera desfavoráveis, bem como o exagero na sua capacidade própria de prever o futuro de sua tomada de decisão. Estes vieses serão

tratados em conjunto devido à manifestação deles serem, às vezes, indistinguíveis (BARROS, 2005; WEINSTEIN, 1980, 1982).

- **Autoatribuição:** refere-se às falas dos entrevistados que, ao tomarem decisões que resultaram em sucesso, atribuem-no ao seu talento, e para as decisões que resultaram em insucesso atribuem-no a outra pessoa ou à falta de sorte, ou seja, não reconhecem as suas limitações nos resultados das decisões tomadas.
- **Aversão à perda:** refere-se ao sentimento dos entrevistados sobre a relação de investimentos em ativos reais que deram prejuízo e os que apresentaram retornos.
- **Escalada irracional de comprometimento (*sunk cost*):** refere-se aos relatos que indicam que o gestor continua a investir em ativos reais mesmo apresentando prejuízo ou retorno abaixo do esperado.
- **Arrependimento:** refere-se ao relato do sujeito que, ao tomar uma decisão e depois tal decisão se mostra errônea, arrepende-se de tê-la tomado, mesmo parecendo correta no período em que a fez.
- **Conservadorismo:** refere-se aos relatos em que os sujeitos da pesquisa indicam que, mesmo surgindo algo novo no ambiente da empresa, eles fazem as mudanças necessárias, mas de forma lenta e se apegando ao que acontecia no passado.
- **Efeito dotação:** refere-se aos relatos dos entrevistados sobre a dificuldade de se desfazer de um ativo real, após o conhecimento de suas propriedades.
- **Efeito agente externo:** refere-se a analisar a influência da opinião do agente externo no gestor da organização, ou seja, o gestor só decide sobre o investimento após a aprovação do agente externo.
- **Autoridade:** Refere-se a analisar a consideração que o gestor possui sobre uma opinião de uma figura de autoridade, não levando em consideração o conteúdo que essa autoridade possa ter ou não e, assim, o gestor ser influenciado por tal opinião. Este viés foi analisado em duas frentes, ou seja, no momento em que o gestor exerce a autoridade e quando o gestor sofre a autoridade.
- **Conteúdo:** refere-se à utilização da eloquência, por parte do gestor, para convencer os pares por meio de evidências ou do que parece ser

convincente. A análise do viés foi dividida em duas partes, quando gestor exerce o viés do conteúdo e quando ele sobre o viés do conteúdo.

- **Efeito manada ou conformidade:** refere-se a como os sujeitos da pesquisa se comportam em decisões que envolvam mais decisores, isto é, se o sujeito segue a maioria em vez de seguir seus pensamentos racionais.

3.4.4 Dimensão tolerância ao risco

O Quadro 16 mostra a dimensão tolerância ao risco, e foi trabalhado com três categorias, para evidenciar a relação entre o nível de tolerância ao risco com a decisão de investimentos em ativos reais.

Quadro 16 – Coerência interna da investigação em tolerância ao risco

Dimensão	Categorias de análise	Subcategorias
Tolerância ao risco	Compreensão do processo de investimento	Fácil compreensão
		Difícil compreensão
	Conforto e segurança	Baixo grau de conforto e segurança
		Alto grau de conforto e segurança
	Noção de risco	Risco como incerteza
		Risco como perda
		Risco como oportunidade
		Risco como entusiasmo

Fonte: adaptado de Souza, Souza e Costa (2016).

As categorias de análise da tolerância ao risco correspondem à compreensão do processo de investimento por parte do decisor, bem como à segurança que o decisor e a empresa possuem ao inserirem a análise do risco na tomada de decisão e, por fim, a noção de risco do decisor frente ao negócio.

A seguir é evidenciada a descrição de cada categoria desta dimensão:

- **Compreensão do processo de investimento:** refere-se aos aspectos cognitivos que o indivíduo possui ou acredita possuir sobre o risco inerente ao investimento. Desta forma, essa categoria foi analisada em duas subcategorias: fácil compreensão e difícil compreensão.
- **Conforto e segurança:** refere-se ao estado do indivíduo frente ao investimento, no que se refere à sensação de conforto e segurança na tomada de decisão de investimento. Sendo assim, os entrevistados

foram categorizados em alto conforto e segurança e baixo conforto e segurança e seus respectivos indicadores.

- **Noção de risco:** esta categoria se refere a analisar a visão pessoal de cada gestor ou preferências referentes aos tipos de risco. Dessa forma, as preferências dos gestores foram categorizadas em perspectivas positivas (risco como oportunidade e risco como entusiasmos) e perspectivas negativas (risco como perda e risco como incerteza).

3.4.5 Coerência interna geral da pesquisa

A coerência interna geral da pesquisa se refere a relacionar as perguntas do roteiro de entrevista com as dimensões da pesquisa. O Quadro 17 evidencia essa relação.

Quadro 17 – Coerência interna geral da pesquisa (continua)

Questões de investigações	Dimensões de análise	Categorias de análise
Para iniciarmos a entrevista, fale-me um pouco sobre você: idade, formação acadêmica, estado civil, cargo e função atual na empresa, quanto tempo neste cargo e na empresa.		Características do gestor
Sobre a empresa, explique sobre a origem dela, quando foi fundada, quais eram os sócios e número de sócios atualmente, se a empresa é familiar etc.		Características da empresa
Empresa não familiar		
Entrando na questão de estrutura de governança corporativa da empresa, gostaria que você me falasse um pouco sobre a composição do conselho de administração.	<i>Managerial entrenchment</i>	Alto grau de enraizamento gerencial e baixo grau de enraizamento gerencial
Quais são os pilares da governança da empresa, a ética nos negócios e nos processos internos e a transparência das informações para o público interno e externo?		
Como são resolvidos os conflitos de interesse entre os executivos/diretores com o presidente da empresa ou conselho de administração?		
Em momentos de crise, como vocês procedem?		
Empresa familiar		
Como é a estrutura de gestão e como as decisões são tomadas (pela família, pelos gestores, entre outras)? Há membros da família em cargos importantes na empresa? Fale um pouco sobre a influência da família no controle do negócio. Como foi no passado e como é atualmente?		Alto grau de enraizamento gerencial e baixo grau de enraizamento gerencial
Como foram resolvidos os conflitos de interesse entre os diretores com o dono da empresa ou com o conselho de família da empresa?		

Quadro 17 – Coerência interna geral da pesquisa**(conclusão)**

Questões de investigações	Dimensões de análise	Categorias de análise
Fale um pouco sobre a estrutura de endividamento corrente da empresa e como a empresa obteve essa estrutura.	<i>Managerial entrenchment</i> e processo de tomada de decisão	Estrutura de capital
Explique como ocorre o processo de tomada de decisão em investimentos em ativos reais (ativos fixos, fusões, novos projetos de expansão ou substituição de ativos etc.) e ativos financeiros.		Centralização e descentralização da tomada de decisão; decisão por critério técnico; decisão por intuição; decisão em grupo; alto grau de enraizamento e baixo grau de enraizamento
No passado, na tomada de decisão, foram levadas em consideração as variáveis macroeconômicas, como taxa de juros básica da economia, taxa de desemprego nacional, PIB do setor e PIB nacional, bem como o comportamento da bolsa de valores? Como foram utilizados esses indicadores para a análise empresarial?		
Quem decidiu ou decide sobre aprovação final do projeto de investimento?		
Os investimentos realizados no passado estavam relacionados ao processo de planejamento estratégico definido pela empresa?		
A empresa acompanhou os projetos implementados? Houve comparação com o que foi definido no plano inicial?		
Caso dependesse de você, como seria o processo de tomada de decisão em ativos reais e financeiros?		
Quando você realizou algum investimento, como é que você soube que esse projeto iria gerar bons resultados para a empresa? Como você escolheu?	Vieses comportamentais	Otimismo e excesso de confiança
Como a empresa gerenciou os custos irre recuperáveis, tais como pesquisa e desenvolvimento, tecnologia, equipamentos, propriedades para investimentos etc.?		<i>Sunk cost</i>
Como a empresa tratou a venda de um ativo que não possui mais objetivos para ela? Como foi definido seu preço de venda? Por quê?		Efeito dotação
Pessoalmente, caso você seja responsável pela compra de um ativo e ele não agregou valor à empresa ou apresentou prejuízo, como você avalia os impactos dessa decisão? Você se sente mal por ter aprovado tal investimento? Como o senhor se sentiria com um investimento bem-sucedido?		Aversão à perda
Comparando um investimento que apresentou prejuízo com outro que evidenciou resultados positivos, qual deles vem mais à sua lembrança? E por quê?		Aversão à perda
Qual de vocês não gosta de ser contrariado ou reluta em aceitar a ideia do outro em vez da sua?		Autoridade
Quando a empresa necessitou de fazer investimentos, como você fez para conseguir apoio da maioria?		Autoridade e conteúdo
A empresa já teve projetos que não deram certo? O que aconteceu para que não dessem certo? De quem foi a culpa?		Autoatribuição
Na sua visão, fazer investimentos é um processo de difícil compreensão? Por quê?		Tolerância ao risco
Como a empresa avalia o risco do negócio ou de um projeto a ser implementado?	Alto grau de conforto e segurança e baixo grau de conforto e segurança	
O que você faz com os lucros que a empresa gera de um ano para o outro? Como é tomada essa decisão?	Noção de risco	
Quando você pensa em risco, qual a primeira palavra que você associa a ele?	Noção de risco	
Entre duas opções de investimento, uma com maior risco e outra com menor risco, qual você escolheria? O que te leva a essa decisão?	Alto grau de conforto e segurança e baixo grau de conforto e segurança	

Fonte: adaptado de Souza, Souza e Costa (2016).

O conjunto de vieses comportamentais que podem influenciar o processo de tomada de decisão não se restringe aos oito vieses estudados neste trabalho. A seleção destes vieses resulta da própria literatura, que evidencia uma maior relação destes com assuntos relacionados a investimentos. Esta seleção, portanto, é uma limitação do delineamento da presente pesquisa. Outra limitação decorre da seleção dos sujeitos da pesquisa, que se restringiu às localidades de São Paulo – SP, Fortaleza – CE e Mossoró – RN. Essas cidades foram escolhidas devido à acessibilidade do pesquisador aos sujeitos da pesquisa. Considerando esses aspectos que caracterizam a presente pesquisa, deu-se prosseguimento ao processo de análise dos dados.

O resultado do processo de categorização no NVivo® permitiu a geração de figuras que apresentam as relações intra e entre dimensões. As figuras geradas pelo programa se encontram no Anexo A deste trabalho, e as interpretações desse material compõem o capítulo da análise de dados.

A análise foi dividida em duas etapas: uma se refere à apresentação e análise dos resultados de cada dimensão e suas respectivas categorias em separado; e a outra se refere à análise dos dados, discutindo as associações entre as dimensões.

3.5 Quadro-Resumo da Pesquisa

O quadro-resumo mostra, de forma sintética, todos os passos utilizados no trabalho e facilita as visualizações do título, problemática, objetivos geral e específicos, bem como todas as proposições da pesquisa e do suporte metodológico utilizado, conforme o Quadro 18.

Quadro 18 – Quadro-resumo da tese **(continua)**

Título da tese	DECISÕES DE INVESTIMENTOS EM ATIVOS REAIS: influências dos vieses comportamentais, do enraizamento gerencial e da tolerância ao risco no processo decisório
Problema de pesquisa	Como os vieses comportamentais, enraizamento gerencial e tolerância ao risco afetam o processo de tomada de decisão de investimentos em ativos reais?
Tese a ser defendida	Os vieses comportamentais, o enraizamento gerencial e a tolerância ao risco influenciam a tomada de decisão de investimentos em ativos reais.

Quadro 18 – Quadro-resumo da tese (conclusão)

Objetivo geral	Compreender os efeitos dos vieses comportamentais, enraizamento gerencial e tolerância ao risco presentes no processo de tomada de decisão de investimentos em ativos reais a luz da teoria de Finanças Comportamentais	Objetivos específicos	a) Delimitar teoricamente as definições sobre o processo de decisão, vieses comportamentais, enraizamento gerencial e tolerância ao risco.
			b) Caracterizar o processo de decisão em ativos reais nas empresas pesquisadas.
			c) Identificar os efeitos dos vieses comportamentais sobre o grau de enraizamento gerencial, o grau de tolerância ao risco e o comportamento do gestor no processo decisório de investimentos em ativos reais.
			d) Compreender o papel do gestor na tomada de decisão de investimentos em ativos reais englobando os aspectos relativos aos vieses comportamentais, à tolerância ao risco e ao grau de enraizamento gerencial.
Proposições da pesquisa	Proposição 1: Quanto maior o grau de enraizamento gerencial e tolerância ao risco, maior será o nível de centralização da decisão de investimentos em ativos reais.		
	Proposição 2: Os vieses comportamentais influenciam tanto a tolerância ao risco como o grau de enraizamento do gestor/empresário e, portanto, influenciam as decisões de financiamentos e investimentos em ativos reais.		
Suporte metodológico da pesquisa	Paradigma metodológico	Construcionismo	
	Método científico	Interpretativista	
	Natureza dos dados	Qualitativo	
	Periodicidade	Corte transversal	
	Quantidade de sujeitos	8	
	Instrumento de pesquisa	Entrevistas	
	Método de tratamento dos dados	Análise de conteúdo	
Grau de abrangência	São Paulo – SP, Fortaleza – CE e Mossoró – RN		

Fonte: elaboração própria.

4 APRESENTAÇÃO DOS RESULTADOS E ANÁLISE DOS DADOS

Este capítulo traz a apresentação e análise dos dados. A princípio, na seção 4.1, detalha-se cada dimensão individualmente, a partir de suas categorias de análise. Esta etapa, embora compreenda alguma análise, tem um maior foco na descrição de como as dimensões foram construídas a partir dos discursos dos entrevistados. A seção 4.2 trata efetivamente da análise das macrorrelações da pesquisa.

4.1 Apresentação dos Resultados

Esta seção está dividida em cinco partes, que representam as dimensões desta pesquisa. Cada dimensão foi analisada de acordo com suas categorias de análise. Sendo assim, as dimensões e suas categorias são:

- **Vieses comportamentais:**
 - Otimismo e excesso de confiança;
 - Autoatribuição;
 - Aversão à perda;
 - Escalada irracional de comprometimento (*sunk cost*);
 - Arrependimento;
 - Conservadorismo;
 - Efeito dotação;
 - Efeito do agente externo;
 - Autoridade;
 - Conteúdo;
 - Efeito manada.
- **Enraizamento gerencial (*managerial entrenchment*):**
 - Alto grau de *managerial entrenchment*;
 - Baixo grau de *managerial entrenchment*.
- **Tolerância ao risco:**
 - Compreensão do processo de investimento;
 - Conforto e segurança;
 - Noção de risco.

- **Tomada de decisão de investimentos em ativos reais:**
 - Centralização da decisão x descentralização da decisão;
 - Decisão baseada em critérios técnicos x decisão baseada na intuição;
 - Decisão em grupo;
 - Outros fatores considerados na tomada de decisão.

4.1.1 Vieses comportamentais

Esta dimensão tem por finalidade compreender os vieses comportamentais ligados ao processo de tomada de decisão em ativos reais. Um conjunto de vieses comportamentais foram selecionados, *a priori*, por se fazerem presentes em pesquisas prévias, tais como: viés do excesso de confiança (SHORE, 2008; WANG, 2015) e viés do *sunk cost* (ARKES; BLUMER, 1985; SHORE, 2008). Durante as entrevistas com os sujeitos emergiram outros vieses além dos que estavam previstos, quais sejam: viés do efeito agente externo, viés do arrependimento e viés do conservadorismo.

Dado o número de vieses estudados nesta pesquisa, e para fins de sistematização da apresentação, os vieses estão apresentados em três blocos. O primeiro engloba os vieses: otimismo e excesso de confiança, e aversão à perda e autoatribuição, que se manifestaram em quase todos os indivíduos da pesquisa; o segundo engloba os demais vieses de manifestação individual mas que surgem de forma difusa e sem tantos pontos de convergência, quais sejam: *sunk cost*, efeito dotação, e os que emergiram dos dados (efeito agente externo, conservadorismo e arrependimento); e, por fim, o terceiro bloco reporta os vieses relativos a comportamentos em grupo, quais sejam: autoridade, efeito manada e conteúdo.

4.1.1.1 Vieses em comum: otimismo e excesso de confiança; aversão à perda e autoatribuição

Os vieses em comum são aqueles que se manifestaram em quase todos os indivíduos da pesquisa. A categoria **otimismo e excesso de confiança** se refere ao tratamento em conjunto do viés do otimismo e do viés do excesso de confiança. Muitas vezes, esses dois vieses são estudados e analisados em conjunto na literatura financeira (BARROS, 2005; WEINSTEIN, 1980, 1982), por terem quase o mesmo sentido. Sendo assim, nesta pesquisa, a análise ocorreu em conjunto, tendo em vista

que os dois vieses se apresentaram sobrepostos nas situações relatadas pelos sujeitos. Apenas o entrevistado ESOC3 não apresentou, em sua fala, indícios de otimismo/excesso de confiança. Abaixo seguem algumas assertivas utilizadas para categorizar esta categoria:

Alguns equipamentos foram comprados com meu aval, isto é, eu achei que dava para ser feito, pois tenho mais de 20 anos nesse mesmo setor, eu sabia que tinham alguns equipamentos que apresentavam problemas mais do que os outros ou que apresentavam retorno mais do que os outros, e foi assim que decidi (GEST1).

Nunca tive um investimento que não deu certo, sempre fiz e faço investimentos que dão resultados positivos para mim (EIND1).

Então [eu] olhava em volta, é uma tendência muito boa aqui de crescimento de negócio, não havia nenhuma produção local. E, enquanto o volume era pequeno, os clientes têm condições de gerenciar as importações. Quando o volume cresce muito é mais difícil para eles. Então, olha, se nós tivéssemos essa produção local, nós, baixaríamos o *working capital* dos clientes, é um mercado bom, vão ser praticamente 100%, eles não vão eliminar a importação, mas eles vão cortar muito da importação e vão passar a comprar localmente. Então, olha, nós temos produto, tendência de mercado, substituição de importação, ah, vamos para análise financeira agora (GEST2).

Toda tomada de decisão que a gente for fazer, eu tenho que prever como é que vai ser o resultado dela, em quanto tempo vai ter retorno, qual é o custo que eu consigo diminuir, dependendo do investimento que a gente vai fazer. E isso eu controlo, [...] na verdade, não uso nenhuma técnica para estudar se o investimento é rentável ou não (GEST3)

Observando os relatos dos sujeitos, notou-se a presença desse viés na tomada de decisão em ativos reais, principalmente, na aquisição de equipamentos e na análise de mercado. Os termos “*meu aval*”, “*eu achei*”, “*sempre fiz e faço investimentos que dão resultado positivos*”, “*não uso técnica para estudar se o investimento é rentável*”, “*eu sabia*” surgiram durante as entrevistas, caracterizando o viés no que se refere à capacidade de superestimar a previsão do futuro sem levar em conta o que a realidade lhe permitia (TVERSKY; KAHNEMAN, 1974; LOBÃO, 2012). Os trechos citados acima também evidenciam o viés do otimismo no que se refere à capacidade do gestor de sobrestimar a realidade que os gestores consideram favoráveis, bem como de não considerar os eventos desfavoráveis em suas análises (LOVALLO; KAHNEMAN, 2003). Essa característica foi vinculada à experiência (GEST1), aos desempenhos anteriores (EIND1) e à ilusão de controle (GEST3), mas não foram encontrados indícios de justificativa para os vieses nos relatos do GEST2.

Por meio do viés da **autoatribuição**, procura-se analisar evidências de que o gestor atribui as decisões com resultados positivos a si mesmo e as decisões

erradas a outrem, seja ao acaso, falta de sorte ou algum fator externo que verdadeiramente julgue ser o causador do resultado negativo resultante da decisão errônea (DOUKAS; PETMEZAS, 2007).

Os sujeitos GEST1, GEST2, GEST3, GEST4, ESOC1, ESOC2 e ESOC3 apresentaram em seus relatos evidências do viés da autoatribuição. Os trechos das entrevistas do sujeito GEST1 e do sujeito ESOC3 retratam o aparecimento do viés da autoatribuição no que se refere aos resultados positivos obtidos por meio de um novo investimento ou um novo processo implantado:

[...] esse mês a gente faturou, a gente conseguiu beneficiar 5 mil toneladas de sal. A gente sempre beneficiava 3 mil, 3,5 mil, 2 mil. Mas por minha persistência. Por eles não estaria assim (GEST1).

[...] eu consegui ter uma rotatividade de mesa maior, cliente vinha, ele não passava tanto, vamos dizer, antes ele passava 20 minutos esperando, ele ficou esperando agora 8 minutos, então conseguia livrar a mesa mais rápido, então eu consegui ter uma rotatividade maior, um incremento de venda (ESOC3).

O aspecto da autoatribuição relativo à imputação dos resultados negativos a outrem também surgiu nos relatos dos entrevistados, como pode ser observado nos trechos destacados a seguir:

Nunca apontamos o erro de uma decisão mal tomada para o outro. Jamais. Nunca deve ficar um rancor. Nós tivemos um problema com a Sefaz e eu avisei que daria errado a operação da forma como estávamos fazendo, só que o meu sócio bateu o pé e disse que queria deixar dessa forma, e deu ***. A gente teve que pagar uma multa para a Sefaz muito alta, muito alta. Então não fiquei apontando o erro e que tinha avisado sobre o assunto. Isso pode atrapalhar a sociedade (ESOC1).

Fui eu que fiz a compra das embalagens, mas, de certa forma, a gente tinha entrado num consenso de lançar aquela embalagem e tudo, mas sempre fica o receio de um com o outro, não fica às claras [...] (ESOC2).

[...] a gente nunca teve uma conversa de chegar e apontar: “a falha foi sua, não sei o quê”, mas você, em determinados momentos, você acaba percebendo que existe uma ponta de especulação sobre aquilo, né? Quando você diz: “ah, é, tal, a gente talvez não tivesse a necessidade de fazer um investimento tão alto”, então nas entrelinhas fica que essas questões ainda são questões abertas dentro da empresa, que não é uma questão totalmente superada e um meio que não faz isso de forma direto, mas indiretamente tem (ESOC3).

Os relatos destacados nas falas de ESOC1, ESOC2 e ESOC3 mostram que, embora haja a atribuição das decisões erradas ao outro sócio ou ao “*consenso*”, estas decisões não são discutidas para não “*atrapalhar a sociedade*”. No que se refere

aos gestores, as decisões erradas foram atribuídas aos sócios (“*isso dá uma confusão entre eles*”) ou ao *time*, conforme trechos abaixo:

[...] a decisão é em conjunto entre os sócios e eu, mas quando há um prejuízo, a sócia fica reclamando e dizendo: “ah, comprou para que isso?” e às vezes isso dá uma confusão entre eles (GEST1).

[...] a empresa tem processos, ela é bem estruturada, não dá para dizer que a culpa é de um ou de outro. É a análise do time que foi mal ou que se esqueceu de alguma coisa. Se não tem processos muitos claros, aí, meu caro, aí, existe a tendência de imputar responsabilidade para algumas pessoas (GEST2).

Observando os relatos dos sujeitos, notou-se que o viés da autoatribuição está presente em tais sujeitos. Termos como “*minha persistência*”, “*eu criei*”, “*imputar responsabilidades*”, “*erra só*”, “*eu consegui ter uma rotatividade maior, um incremento de venda*”, entre outros, mostram que os resultados positivos de uma tomada de decisão são atribuídos a quem tomou a decisão. Entretanto, resultados negativos são atribuídos a outros, e não foi evidenciada nos relatos uma reflexão sobre tais resultados. Nesse sentido, os relatos evidenciam que os gestores mostram uma capacidade de julgamento para decidir sobre investimentos em ativos reais superior a seus pares, conforme achados de Doukas e Petmezas (2007) e Libby e Rennekamp (2012) sobre a capacidade de julgamento acima da média dos gestores em relação aos seus pares. Vale ressaltar que não foi evidenciado esse viés nos relatos do sujeito EIND1.

Por fim, o viés da **aversão à perda** foi o único que se manifestou em todos os sujeitos da pesquisa. Esse é um aspecto cognitivo e diz respeito ao indivíduo que sente mais a dor da perda do que o benefício do ganho (HARDIN; LOONEY, 2012; SHAFIR; DIAMOND; TVERSKY, 1997; THALER *et al.*, 1997). Nesse sentido, essa categoria procurou analisar o sentimento de perda e ganhos dos gestores, como pode ser observado nas assertivas a seguir:

[...] mas quando tomo a decisão sobre investimento e este dá o resultado esperado, então me sinto bem, pois acertei no planejamento e mostro minha eficiência no negócio, mas logo procuro outro projeto ou ideia para pôr em prática, pois não fico muito tempo glorificando isso, então me sinto bem. Mas quando dá prejuízo, aí fico martelando e pensando no que deu errado para depois não cometer o mesmo erro. O erro marca muito (GEST1).

[...] me sentiria meio frustrado caso um investimento desse prejuízo, porque com o dinheiro que a gente tem, a gente ganha, vamos dizer, já é limitado. Mas se depois tivesse um resultado positivo, com certeza ficaria feliz. Mas até agora, quando eu vou comprar um equipamento para empresa, primeiro eu analiso bem para não cometer falhas. Hoje em dia se você tiver prejuízo, para você depois conseguir recompensar isso fica muito difícil (EIND1).

[...] explicar prejuízo todo mês, ou todo ano, é muito difícil, é insustentável. Então, a sensação é que você cometeu erro, e que esse erro, de alguma maneira, se você não corrigir e por mais justificativa que você tenha, a sensação é que você vai perder o seu trabalho. E além de perder o seu trabalho, a sua sensação interna é muito ruim, é de fracasso. É um filho que está morrendo (GEST2).

Sinto muito a perda. Aqui na empresa, quando se investe em algo, pelo menos no nível de média gerência, e no nível nosso, e ele não gera resultado, para nós, é um sentimento muito ruim, não diria fracasso, porque nós trabalhamos com muitos projetos. Mas um sentimento de que algo foi errado, que alguém desviou. Desviou no sentido assim, errou, porque que não avaliou bem, profissionalmente, dentro da companhia, não tem uma boa repercussão, a reputação não fica boa (GEST4).

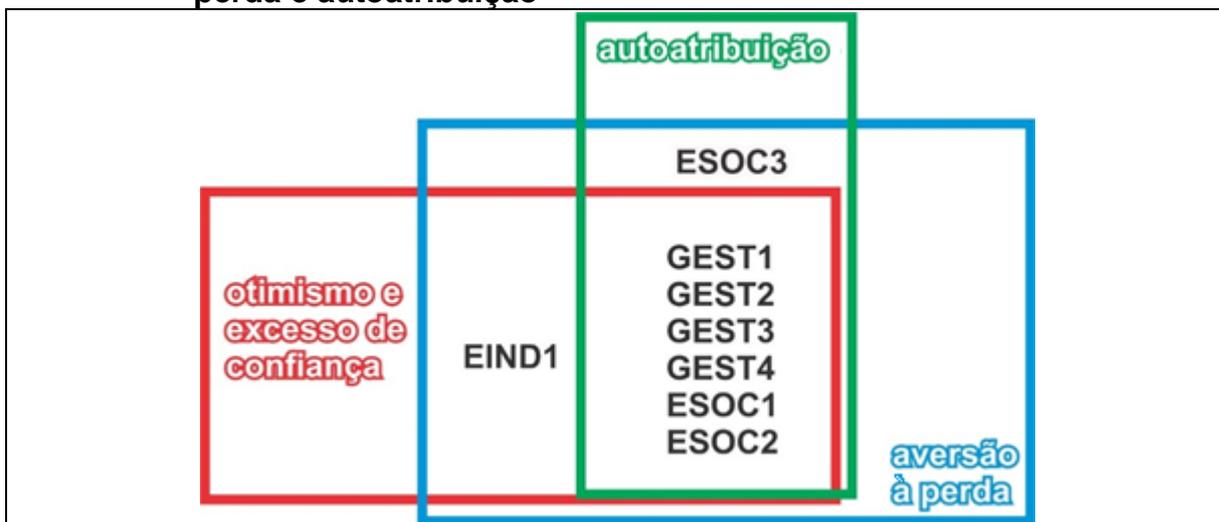
Para mim eu acho que eu sempre vou sentir mais o prejuízo, porque, assim, quando você está no lucro, você está dentro de uma zona de conforto. Tipo, você está no lucro, você acha que você está fazendo tudo certo, que tudo está caminhando bem. Quando você entra no prejuízo, quando você recebe uma avaliação negativa, aí você sai de sua zona de conforto e você imediatamente necessita repensar alguns processos (ESOC3).

Observando as falas dos sujeitos, percebe-se que a aversão à perda está presente nos gestores. Estes afirmam que o ganho está projetado e, quando é atingido, eles geram um sentimento de bem-estar, pois revelam a eficiência do negócio (HARDIN; LOONEY, 2012; SHAFIR; DIAMOND; TVERSKY, 1997; THALER *et al.*, 1997). Entretanto, procuram novos negócios, novos planejamentos etc., pois afirmam que o mercado é dinâmico e, por isso, não ficam muito tempo “comemorando” o resultado positivo de negócio.

Por outro lado, quando os resultados de um investimento realizado causam prejuízo ou não geram o retorno desejado, os entrevistados afirmam que esse resultado marca muito em suas memórias e carreiras, pois o que aparece é a sensação do fracasso, frustração, perda da reputação pessoal, de tempo e de capital. Muitos afirmaram que o sentimento da perda perdura mais, devido à perda do capital investido ser difícil de recuperar e que pode causar a insolvência da empresa.

Outro fato a considerar se refere ao sentido de aversão à perda para os gestores e para empresários, ou seja, os gestores entendem que a aversão à perda não é só referente ao prejuízo ou retorno não satisfatório para a empresa e sim a questão do impacto que o investimento pode trazer à sua reputação e carreira. Para os empresários, a aversão à perda pode ser caracterizada como a perda da competitividade e, em última instância, a deterioração do patrimônio pessoal.

Figura 10 – Vieses em comum: otimismo e excesso de confiança; aversão à perda e autoatribuição



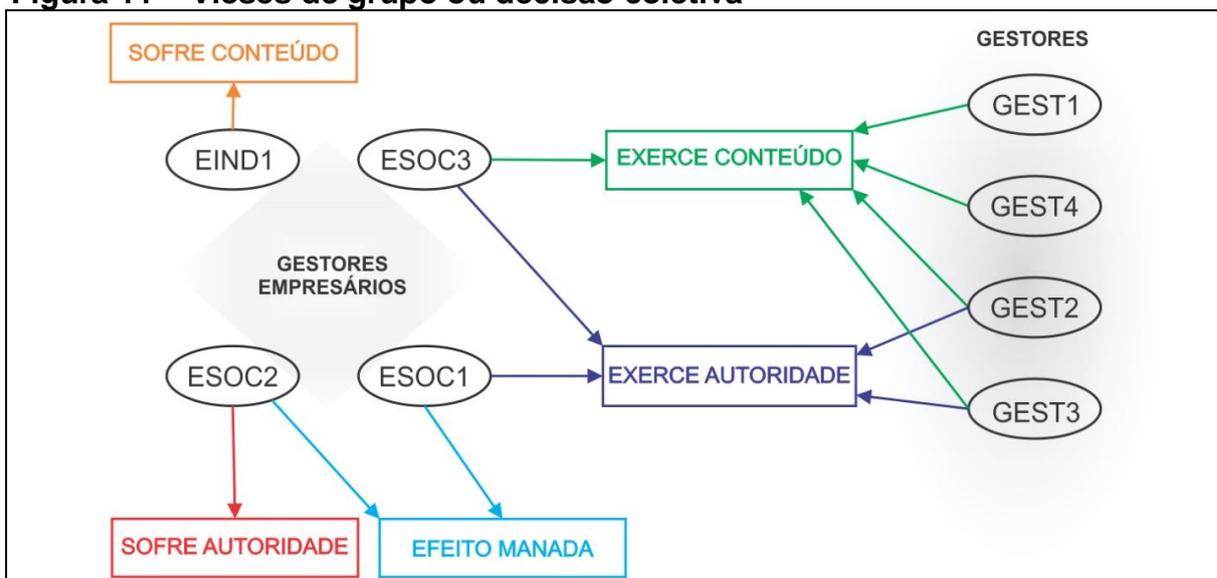
Fonte: elaboração própria, a partir da saída de dados 1 do NVivo® (Anexo A).

Kahneman e Tversky (1979) comentam que, na teoria de finanças comportamentais, esses vieses são sistemáticos, são desvios que não acontecem de forma aleatória, e eles se repetem em grande número de pessoas. A Figura 10 mostra os entrevistados desta pesquisa e sua relação com os três vieses, que evidencia a influência de pelo menos dois dos três vieses em tomada de decisão, o que está condizente com a ideia das finanças comportamentais de que a ação dos vieses é sistemática e não aleatória, tendo em vista que, nos relatos, os sujeitos evidenciaram que suas decisões são feitas com essas características.

4.1.1.2 Vieses de grupo ou decisão coletiva: autoridade, conteúdo e efeito manada

Este conjunto de vieses se refere aos vieses individuais que se manifestam a partir do convívio dos sujeitos em um grupo. A Figura 11 mostra os vieses de grupo identificados nos sujeitos da pesquisa. O viés da **autoridade** se relaciona à tendência de atribuir maior peso à opinião de uma figura de autoridade, independentemente de seu conteúdo, e ser mais influenciado por essa opinião. Em um coletivo, os efeitos desse viés podem causar uma falha de avaliação na tomada de decisão em investimentos em ativos reais.

Figura 11 – Vieses de grupo ou decisão coletiva



Fonte: elaboração própria, a partir da saída de dados 2 do NVivo® (Anexo A).

Na análise desse viés, os sujeitos foram categorizados em dois subgrupos: os que exercem autoridade e os que sofrem a autoridade. Abaixo estão destacados alguns dos trechos de relatos dos sujeitos que exercem o viés da autoridade nas organizações pesquisadas.

O que eu vi foi desconhecimento de outras áreas. Por exemplo: eu tenho um time, um time comercial, mercadológico, *marketing*, recursos humanos, eu tenho um time financeiro, para este investimento. Muitas vezes, o que eu via é que cada um está muito fechado no seu quadrado, não consegue ver o investimento, o negócio como um todo. Por isso que a liderança, o *sponsor*, é importante. Então eu vi muito isso. Entendeu? Então, uma pessoa falando na área legal, sobre legislação, precisava decidir o contrato tal, tal, tal, tal, mas ela não sabe o impacto disso no negócio. O camarada do departamento comercial só olhando mercado, mercado, mercado, ele não tinha uma análise apurada de receita de custos e de sobra, de investimento. Então, eu percebo, percebi muitas pessoas nas suas respectivas casinhas. E aí, o que acontece? Defende tanto a sua casinha que ele não consegue ver o todo. E aí começam os problemas, porque aí só coloca dificuldades, então, a área financeira passa ser a que está boicotando o projeto. Ou a área legal, está vendo, agora vai ter todos esses contratos, tudo isso boicota o projeto. Então, na realidade, não são opiniões tão divergentes, são desconhecimento de outras áreas e dos impactos (GEST2).

O relato do GEST2 mostra que, ao iniciar um projeto de investimento, cada área da empresa contribui para a formação do projeto e que são feitas reuniões para decidir o andamento do projeto e, também, o avanço dele para a hierarquia superior. Neste momento, o projeto de investimento é discutido em uma reunião com a participação de gerente de cada área. O GEST2 relatou que o executivo local reúne cada representante de área para discutir o projeto e relatou que a tomada de decisão

é complexa nesse início, pois cada gerente de área quer defender a sua parte e, muitas vezes, não visualiza tal projeto de investimento como um todo. Dessa forma, é necessário que o executivo local decida se o projeto precisa de reajuste ou se segue para a hierarquia superior.

O GEST2 relatou que o problema das divergências das áreas sobre o projeto não se refere a conflito de interesse e sim falta de conhecimento específico sobre os impactos que o projeto de investimento tem sobre cada área da empresa. Quando o projeto passa para o nível regional e nacional, as decisões são tomadas baseadas na leitura e apresentação do projeto que o executivo local faz perante aos conselheiros da empresa em cada nível de hierarquia. Sendo assim, os conselheiros seguem ou não o projeto de acordo com o consenso positivo ou negativo sobre ele. Observa-se que, para o entrevistado GEST2, a autoridade exercida se justifica pelo cargo que ele exerce.

Assim como o GEST2, para o GEST4 a autoridade se estabelece a partir do seu cargo: nos seus relatos, ele afirma que os critérios técnicos de cada projeto são fundamentais para a tomada de decisão, ou seja, são projetos robustos que contêm um estudo completo sobre o que os cerca. Para o gestor, não há, no grupo, um indivíduo que não goste de ser contrariado em uma tomada de decisão, pois os projetos não são reprovados por falta de recurso (isso elimina a disputa interna entre os gestores) e sim pela importância e viabilidade do projeto. Vale ressaltar que tanto o GEST2 como o GEST4 fazem parte de uma empresa com estrutura hierárquica consolidada e relação de autoridade bem definida.

[...] como a família tem vários negócios, meio que cada um gerencia o seu, não é cada um gerencia o seu, cada um gerencia o que você está no dia a dia, então tem conhecimento e como eu fico aqui 100% e os outros não ficam, eu tenho mais conhecimento de causa para estar tomando a decisão (GEST3).

Nos relatos do GEST3, evidencia-se que as decisões são tomadas em conjunto com os outros sócios, porém ele os influencia com o intuito de aprovar sua decisão. Entretanto, o GEST3 está atento à opinião dos outros membros e avalia se tal opinião poderá agregar bons resultados ao negócio. Dessa forma, cada negócio da família é tratado com essas características relatadas anteriormente. Para o entrevistado, a autoridade que ele exerce se justifica pela sua dedicação à empresa.

[...] eu não gosto de ser contrariado em uma tomada de decisão que eu tenha tomado. Eu sou mais dominador, eu sou mais dominante [...] (ESOC1).

[...] eu lancei a sugestão, de início o meu sócio ficou meio que receoso, mas aí eu acabei convencendo ele (sic) de que seria a melhor opção, que a gente precisava expandir os negócios [...] (ESOC3).

Os trechos destacados das falas do ESOC1 e do ESOC3 são indícios de que a autoridade se estabelece a partir das suas personalidades. O empresário ESOC1 relatou que não gosta de ser contrariado nas tomadas de decisão, pois explicou que analisa, com detalhes, a sua decisão e por isso crê que está no caminho certo e não aceita ser contrariado. Entretanto, afirmou que escuta o outro sócio devido ao respeito e competência nas negociações que ele possui. Relatou, ainda, que sempre consegue convencê-lo de suas ideias e a tomada de decisão é em conjunto, porém sempre é como o ESOC1 deseja. Já os relatos do ESOC3 mostram fortes evidências da influência de sua opinião sobre o outro sócio e, assim, a decisão converge para o que deseja.

Por ser um viés que se manifesta na coletividade, alguns indivíduos podem estar sujeitos à autoridade. Nesta pesquisa, observou-se que apenas um sujeito sofre os efeitos do viés da autoridade:

[...] na verdade, ele dá a palavra final sobre isso. [...] Só para exemplificar: no início, a gente comprou duas máquinas, porque a gente tinha cinco e aí dividiu, meu pai ficou só com duas. Precisou de urgência comprar mais duas. Só que também no início a gente tinha uma expectativa de vendas que no início não foi, assim, a gente não conseguiu atingir aquilo ali. E a gente tinha essas quatro máquinas e não tinha produção, estavam paradas as máquinas lá. Aí meu pai não gosta de coisa parada, se ele tiver terreno parado, máquina parada e se [ininteligível – 00:22:50], logo ele quer vender. Ele diz: “A gente tem que vender essa máquina”. É... quer fazer dinheiro. “Não, a gente tem que vender essa máquina”. A gente vendeu. Enquanto não vendeu, ele não sossegou. Ótima ideia. Por mim... porque, realmente, para ficar parado, né? Aí pronto, aí a gente vendeu até para o empresário lá da xxxxx. Aí quando o negócio começou a movimentar de novo... Aí quando o negócio começou a ficar bom de novo, aí pronto, a gente já comprou duas depois disso. É assim, essa flexibilidade de na hora de estar vendo que está parado, vender e quando estiver bom, compra (ESOC2).

[...] em reuniões de tomada de decisão em geral, meu pai não gosta de ser contrariado, usa muitos argumentos. E, às vezes, quando ele está muito estressado, ele não aguenta muito, não. Ele explode logo, mas depois ele pensa e voltamos a discutir os pontos que discordamos, ele é explosivo, pode até falar alguma coisa, mas ele não faz até eu concordar com ele [...] (ESOC2).

Os relatos do sujeito ESOC2 mostram que as decisões são de comum acordo entre os sócios. Entretanto, o sócio mais antigo, que é seu pai, não gosta de ser contrariado nas suas decisões e tenta convencer o entrevistado (ESOC2) de sua opinião, por vezes, sem mostrar critérios técnicos para afirmar que sua proposta é a mais certa para a empresa. Porém, esse sócio só toma a decisão definitiva quando o

ESOC2 respalda a tomada de decisão, talvez por sua formação acadêmica. Ainda no relato, fica evidenciado que, sempre que toma a decisão, ele tem que argumentar e mostrar, por meio de dados técnicos, que sua proposta é a melhor, e nem sempre o contrário é feito. Os trechos destacados sugerem que a autoridade que o sócio majoritário exerce sobre o entrevistado se fundamenta ora nas relações familiares, ora na experiência do sócio majoritário, pois este exerce um poder que não se fundamenta no cargo ou em conhecimento técnico.

O viés do **conteúdo** se refere ao uso da eloquência para convencer os pares por meio de evidências ou do que parece ser convincente (MOKYR, 2016). Nesta pesquisa, o viés foi identificado em gestores que usaram a eloquência para atingir seus objetivos de investimentos como, também, em gestores que estão sujeitos a esse tipo de argumentação. Dessa forma, o viés foi identificado tanto nos entrevistados que o exercem quanto nos gestores que estão sujeitos a ele.

Dentre os gestores da pesquisa, apenas o sujeito EIND1 está sujeito à eloquência da argumentação. Identificou-se que o entrevistado confia nas informações partilhadas pelos consultores externos, e define os investimentos a partir dos conselhos obtidos. O trecho da fala abaixo representa a categorização do viés.

[...] eu é que tomo a decisão de investimento ou qualquer outra decisão. Quando é investimento, eu consulto os técnicos [consultoria técnica] de São Paulo e eles me auxiliam quanto a que equipamento me trará melhor resultado e com um custo menor (EIND1).

O entrevistado EIND1 só toma decisão quando consulta os agentes externos para saber se está seguindo o melhor caminho. Dessa forma, embora os consultores moldem a opinião do empresário, o risco da decisão pertence somente a ele.

Por outro lado, os sujeitos GEST1, GEST2, GEST3, GEST4 e ESOC3 exercem o poder da eloquência para convencer os pares a seguirem seus objetivos de investimentos. Os relatos abaixo foram utilizados para a categorização:

[...] eu meio que sou o que tenta colocar a minha ideia em prática, eu tento convencer a sócia com números, planilhas etc. e mesmo assim ela dificulta, mas com o sócio é mais rápido, ele sempre apoia o que eu faço e acaba que as decisões saem com o que eu tinha planejado em mente (GEST1).

[...] Muitas vezes, o que eu via é que cada um está muito fechado no seu quadrado, não consegue ver o investimento, o negócio como um todo. Por isso que a liderança, o *sponsor*, é importante. Então eu vi muito isso (GEST2).
[...] eu tenho mais conhecimento de causa para estar tomando a decisão (GEST3).

[...] nesse nível, os critérios técnicos predominam muito. Historicamente, a empresa nunca teve problema de aprovar projeto por falta de recurso. De maneira que não há muito essa, vamos dizer assim, essa queda de braço para que o meu projeto passasse. Não era uma disputa muito grande, porque o projeto em si falava por si só (GEST4).

[...] muitas vezes a minha ideia acaba vencendo pela questão de que, muitas vezes, eu tento dar alguma ideia a ele, alguma sugestão, mas amparado em alguma coisa técnica e não só no achismo ou coisa e tal, então eu acabo convencendo ele (sic) de que tal decisão é melhor por ter números, por ter dados para convencê-lo (ESOC3).

Os relatos dos sujeitos evidenciam que alguns termos, como “*colocar minha ideia*”, “*desconhecimento de outras áreas*”, “*eu tenho mais conhecimento*”, “*critérios técnicos predominam*”, demonstram que os sujeitos se utilizaram de argumentação baseada em dados, ou até mesmo no convencimento sem dados, para fazer com que os seus pares aceitassem seu ponto de vista sobre o investimento a ser feito.

Por fim, o **efeito manada** é um dos vieses que se manifesta em grupo e se refere ao comportamento do agente econômico que reproduz o comportamento de um coletivo, sem questionar os motivos que provocam tal comportamento, sem questionar as possíveis consequências e, por vezes, fugindo de suas próprias convicções. Esse tipo de comportamento pode implicar erros na tomada de decisão (SHERIF, 1966), mas o indivíduo se sente protegido nessa decisão porque está agindo com a maioria.

A seguir estão descritos os trechos que revelam o efeito manada no comportamento dos entrevistados da pesquisa:

[...] esse consultor que a gente tem é muito bom. Por que muito bom? Porque o resultado que ele está tendo com outras empresas, que hoje são *top* em Fortaleza, é excelente. [...] hoje o que ele diz representa 80% da nossa decisão, para a gente. 80% do que ele diz, a gente faz. Agora, por quê? Pelo resultado que ele tem com outras empresas (ESOC1).

[...] na maioria das vezes é o que ele quer. Porque é aquele negócio, ele está tão decidido a fazer uma coisa que a gente diz: “*tá bom, beleza então. Você vai assumir o risco disso aí*”. Entende? Então, assim, de certa forma, quem assume o risco fica com a responsabilidade maior (ESOC2).

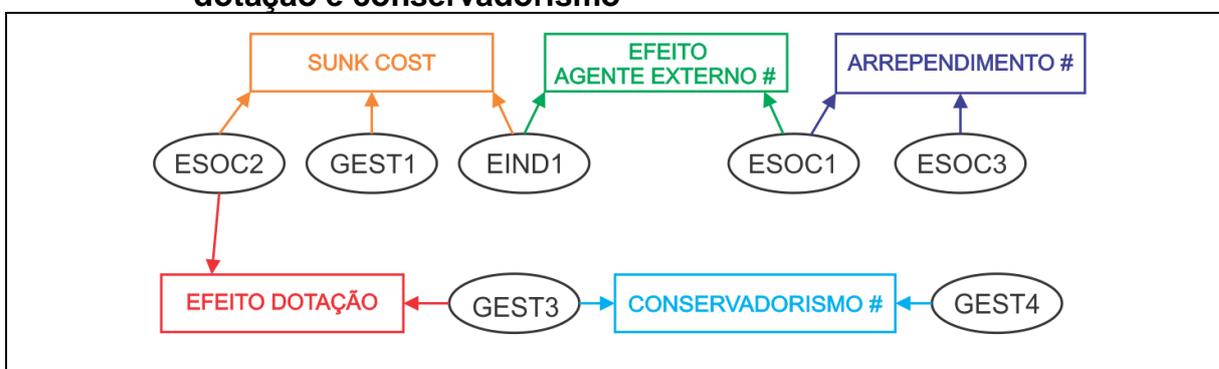
Observando os relatos dos sujeitos ESOC1 e ESOC2, notou-se que o sujeito ESOC1 segue o parecer do consultor não pela qualidade técnica do trabalho do consultor em sua empresa, mas motivado pelos resultados passados desse agente em outras empresas. O entrevistado espera que, ao implantar as sugestões do consultor, obterá esses mesmos resultados. Já o sujeito ESOC2 sofre a influência do outro sócio no que se refere à certeza da decisão, ou seja, o outro sócio está tão

decidido sobre um investimento que faz com que o ESOC2 não o contrarie e o siga na decisão (SHERIF, 1966; SCHARFSTEIN; STEIN, 1990). Entretanto, fica claro sobre a responsabilidade da decisão, caso ela apresente prejuízo. Por fim, observa-se que a presença do efeito manada se manifestou, nos dois casos, como um fator que leva à tomada de investimentos.

4.1.1.3 Outros vieses comportamentais: escalada irracional de comprometimento (*sunk cost*), arrependimento, conservadorismo, efeito dotação e efeito agente externo

Este tópico congrega os demais vieses identificados na pesquisa, que não se manifestaram sistematicamente nos sujeitos ou, ainda, que emergiram a partir da análise das entrevistas. A Figura 12 retrata os sujeitos que apresentaram esses vieses: efeito agente externo, arrependimento e conservadorismo estão marcados com um sinal gráfico (#) para evidenciar que são categorias emergentes da pesquisa.

Figura 12 – Vieses *sunk cost*, efeito agente externo, arrependimento, efeito dotação e conservadorismo



Fonte: elaboração própria, a partir da saída de dados 3 do NVivo® (Anexo A).

Em relação ao *sunk cost*, foram analisados os relatos de decisões em ativos reais que foram adquiridos ou substituídos e que não obtiveram o retorno desejado, mas a empresa continuou a mantê-los, gastando recursos financeiros com manutenção. Nos relatos dos sujeitos GEST1, EIND1 e ESOC2, evidenciou-se a presença desse viés, conforme se observa nas assertivas a seguir:

Comprou uma máquina, a gente usou ela (sic) duas vezes. A gente podia ter locado para fazer o serviço lá numa estrada, a gente botou um capital, está lá parado esse capital (GEST1).

[...] a gente tenta fazer com que esse investimento recupere o valor daquilo que deu prejuízo (EIND1).

Faz alguns anos que apareceu uma oportunidade de negócio. Era outro ramo diferente do que a gente trabalha agora. Esse negócio era uma salina e decidimos aproveitar a oportunidade e compramos a salina com os recursos que a empresa tinha e acabamos por diversificar o negócio da família. Só que a salina, até o momento, não trouxe o resultado positivo. Compramos a salina porque achamos que daria resultado de imediato, pois estamos na terra do sal. Compramos em 2009 e até agora não recuperamos nada do que foi investido, mas há esperança de recuperar e por isso a mantemos com os recursos do lucro da outra empresa de grãos. [...] Para comportar o prejuízo da empresa de sal e ajudar com seus custos, nós compramos uma propriedade vizinha à salina com o intuito de criar e comercializar camarão, já temos três viveiros e os lucros da produção de camarão dá para suportar a empresa de camarão, bem como a de sal (ESOC2).

Observando as falas dos sujeitos, notou-se que os resultados gerados por investimentos mal planejados e que trazem prejuízos geram um desconforto para os gestores. Neste sentido, os gestores tentam recuperar esses prejuízos incorporando-os aos novos investimentos ou nos resultados do cotidiano da empresa (ARKES; BLUMER, 1985). Nas falas, há indícios de que essa incorporação do prejuízo em novos investimentos esteja vinculada à responsabilidade pessoal do gestor, no sentido de provocar uma sensação positiva que justifique o desconforto provocado pelo investimento perdido (SCHAUBROECK; DAVIS, 1994).

Ao serem indagados sobre os investimentos passados, os entrevistados GEST2, GEST3, GEST4, ESOC1 e ESOC3 apresentaram evidências de um comportamento alinhado com a teoria racional de finanças no que diz respeito à tomada de decisão de não incorporar os custos perdidos em novos investimentos e, assim, não prejudicar a avaliação desses novos investimentos.

O viés do **arrependimento** visa a evidenciar o arrependimento do indivíduo quando as decisões que poderiam ter sido tomadas em um determinado momento não foram tomadas. Assim, no momento atual, tem-se a percepção de que tais decisões apresentariam resultados positivos.

Esse viés emergiu na pesquisa a partir dos relatos dos empresários ESOC1 e ESOC 3, que apresentaram indícios de arrependimento de decisões que poderiam ter sido feitas e que teriam afetado, de forma positiva, os lucros da empresa. Abaixo, seguem os relatos dos sujeitos que foram categorizados:

[...] eu acho que a gente poderia ter ganhado mais. Ter mais lucro, a gente nunca teve prejuízo. Mas a gente poderia ter os lucros melhores. Tivemos muitas coisas que não se implantaram, não deram certo, mas não deram prejuízo [...] (ESOC1).

Não, eu acho que pelo menos para a gente funciona de forma contrária, uma retração do investimento, acho que quando você faz um investimento que não dá tão certo, então você fica, bem... você fica com medo de fazer outro investimento e querendo ou não isso retrai todos os seus investimentos, você fica muito com medo de fazer um gasto em forma de investimento e você não ter o retorno esperado (ESOC3).

Nos relatos dos sujeitos, observou-se que investimentos que poderiam ter sido feitos no passado, mas não foram feitos e depois de um tempo se mostraram rentáveis, fez com que os empresários se arrependessem de não ter realizado tais investimentos (SHEFRIN, 2002). Outro fator relevante está na fala do ESOC3, pois mostra que se um investimento trouxe prejuízo, implica que o empresário se mostra receoso em realizar um outro investimento, corroborando os achados de Bailey e Kinerson (2005), vinculando esse viés à tolerância ao risco.

O viés do **conservadorismo** se refere à forma pela qual o tomador de decisão faz uma mudança decorrente do surgimento de uma informação nova. De acordo com esse viés, o gestor até se dispõe a fazer uma adaptação para a nova configuração, porém irá realizá-la de forma lenta, devido ao apego com o passado e resistência a mudanças.

Essa categoria emergiu na pesquisa, tendo em vista que não foram feitas perguntas específicas para identificar o viés e surgiu nos relatos do GEST3 e do GEST4 quando perguntados sobre o viés do *sunk cost*. O trecho que revela o viés do conservadorismo está transcrito a seguir:

[...] por isso que às vezes tem que ser mais conservador em algum momento porque você não está tomando a decisão só, se eu fosse 100% dono de um negócio, talvez meu perfil fosse mais outro (GEST3).

[...] se desenvolve um determinado campo e percebeu-se que ele não é rentável como deveria ser, por algum motivo, até mesmo de não ser possível prever, aí ia se buscar uma maneira de aquele projeto tornar-se viável novamente, economicamente. Ou pela diminuição de custos, ou se ele aumenta a produção para compensar o que você gastou a mais, pois não era praxe vender ativos, mas sim tentar recuperá-los (GEST4).

Na fala do sujeito GEST3, notou-se que a tomada de decisão não é mais ágil, devido ser tomada em conjunto, embora o sujeito esteja sozinho na administração da empresa, o sujeito releva o cuidado ao decidir (RITTER, 2013; SHILLER, 2005; LOBÃO, 2012), pois a empresa possui muitos donos e, por isso, a divisão de responsabilidade da tomada de decisão deve ser compartilhada.

Observando a fala do sujeito GEST 4, percebe-se que a empresa fez mudanças lentas e apego a projetos que apresentavam prejuízo, e que queria mantê-las para transformá-los em projetos rentáveis. Esses achados contrariam a pesquisa de Hirshleifer (2001), pois a administração, mesmo que de posse dos dados que mostram que o investimento apresentava prejuízo, continuou a investir e, dessa forma, aumentou o efeito do viés do conservadorismo. Vale ressaltar que a nova administração não promove essas mudanças de forma rápida e, assim, não elimina esse viés conforme os relatos do sujeito.

O **efeito dotação** se refere à tomada de decisão de ativos reais quando o gestor atribui um valor ao ativo e depois, ao se desfazer de tal bem, teria dificuldades em vendê-lo por sentir apego a ele. Dessa forma, fica caracterizado o efeito dotação.

Os sujeitos GEST3 e ESOC2, em seus relatos, apresentam o efeito dotação. As falas dos sujeitos foram utilizadas para exemplificar as evidências do viés nas entrevistas:

Eu tenho uns caminhões que estão parados aqui já há quatro meses, já esperei quatro, vou esperar mais três meses para a gente ver o que acontece e tentar pegar um valor que eu considero interessante (GEST3).

[...] mas comprar por um preço e vender mais caro é o que todo mundo quer e a gente não é muito diferente. Só que a gente planeja a venda desses ativos obsoletos e tentamos vendê-los por um preço acima do mercado e nem sempre conseguimos, mas tentamos sempre. A gente tenta equilibrar isso aí até conseguir o que queremos (ESOC2).

Os relatos dos sujeitos revelam que os gestores, conhecendo as propriedades do equipamento, dificultam a venda deles no que se refere a estabelecer preços acima do mercado, ou “*valores interessantes*”. Tal fato corrobora os achados de Thaler (1980), de que o indivíduo entende a diferença entre o custo efetivo do bem e o custo de oportunidade do bem, ou seja, ele procura ter um ganho monetário no ato da venda do bem devido a conhecer suas propriedades e, assim, dificulta a venda até conseguir o valor desejado.

Por fim, o **efeito agente externo** diz respeito à influência de agentes externos que influenciam a tomada de decisão empresarial. O gestor só decide sobre algum investimento quando consulta o agente externo, no caso, um consultor. O efeito dessa decisão é a valorização excessiva da decisão do agente externo, no entanto, o risco dessa decisão continua sendo integralmente da empresa. A Figura 12 representa a associação entre os vieses de grupo.

Os sujeitos EIND1 e ESOC1 evidenciaram a presença do efeito agente externo, a categorização foi baseada nas seguintes falas:

[...] sou eu quem decide a compra de qualquer equipamento, mas sempre consulto o pessoal de São Paulo sobre a melhor opção que apresenta melhor resultado para mim [...] (EIND1).

[...] esse consultor que a gente tem é muito bom. Por que muito bom? Porque o resultado que ele está tendo com outras empresas, que hoje são *top* em Fortaleza, é excelente. Então, para nós, ele é uma pessoa que não estava de acordo com o ponto que queríamos abrir, outra filial. Entretanto, fomos ver o ponto e negociar, mas acabou não dando certo e depois se confirmou que o ponto era ruim [...] Mas hoje o que ele diz representa 80% da nossa decisão (ESOC1).

Observando os relatos, nota-se que há uma dependência da opinião do agente externo sobre investimentos em ativos reais, tendo o agente externo como uma espécie de confirmador sobre o que o gestor quer decidir sem dividir o risco de tal decisão.

4.1.2 Enraizamento gerencial (*managerial entrenchment*)

Esta dimensão compreende o comportamento do gestor e seu papel frente à arena de poder dentro da organização. O conceito de enraizamento gerencial (*managerial entrenchment*) se refere à busca dos gestores pela acumulação de poder, com a finalidade de obter maior liberdade de ação no sentido de preservar sua posição diante dos demais e, também, aumentar sua remuneração (ELLILI, 2012; RODRIGUES; ANTÓNIO, 2010).

Nesse sentido, os indicadores que apontam alto grau do *managerial entrenchment* descritos na literatura são: poder do gestor, liberdade de ação, tempo de atuação na empresa e liberdade para uso do endividamento (ELLILI, 2012; GOMPERS; ISHII; METRICK, 2003; NOVAES; ZINGALES, 1995; SHLEIFER; VISHNY, 1989). Os fatores que indicam baixo grau de *managerial entrenchment* são: monitoramento de suas ações, ameaça de demissão ou aquisição de novos gestores, rigidez do planejamento da organização, hierarquia de poder na organização e incentivo de desempenho baseados em níveis de estoque ou remuneração. Além disso, Ellili (2012), Novaes e Zingales (1995), Rodrigues e António (2010) e Shleifer e Vishny (1989) apontam que os gestores que estão em busca de se consolidar na

direção da organização relatam que, se tivessem mais autonomia, poderiam tomar decisões mais efetivas, respondendo rapidamente às demandas do mercado.

Nesta pesquisa, a referida dimensão apresentou categorias que representam aumento do nível de *managerial entrenchment* (poder do gestor, uso da dívida e liberdade de ação) e categorias que representam a diminuição do nível de *managerial entrenchment* (rigidez do planejamento, hierarquia de poder e pressão das esferas superiores). As falas dos sujeitos também revelam que eles buscam uma maior autonomia no processo decisório, o que sugere que procuram uma maior consolidação no cargo de gestão.

O empreendedor individual EIND1, por não ter sócios ou não estar submetido a qualquer forma de pressão, não apresenta falas que possam indicar algum tipo de consolidação no cargo, porque suas decisões, *a priori*, não podem sofrer contestação.

Observa-se que todos os gestores que também são empresários em sociedade (ESOC1, ESCO2 e ESOC3) apresentam características próprias de gestores consolidados em seu cargo, uma vez que eles podem exercer a gestão sem a presença de reguladores externos, tais como auditorias, conselho de administração etc. O único gestor que compõe esse grupo é o GEST1, que exerce uma gestão profissional em uma empresa que não é de sua posse, mas seus relatos indicam que ele tem poder de decisão e liberdade de ação e não parece se preocupar em cometer erros.

Os gestores profissionais (GEST2, GEST3 e GEST4) apresentam, em seus discursos, elementos que restringem a sua atuação, seja pela necessidade de transparecer os resultados de suas decisões, seja pela obrigatoriedade de seguir planos já traçados.

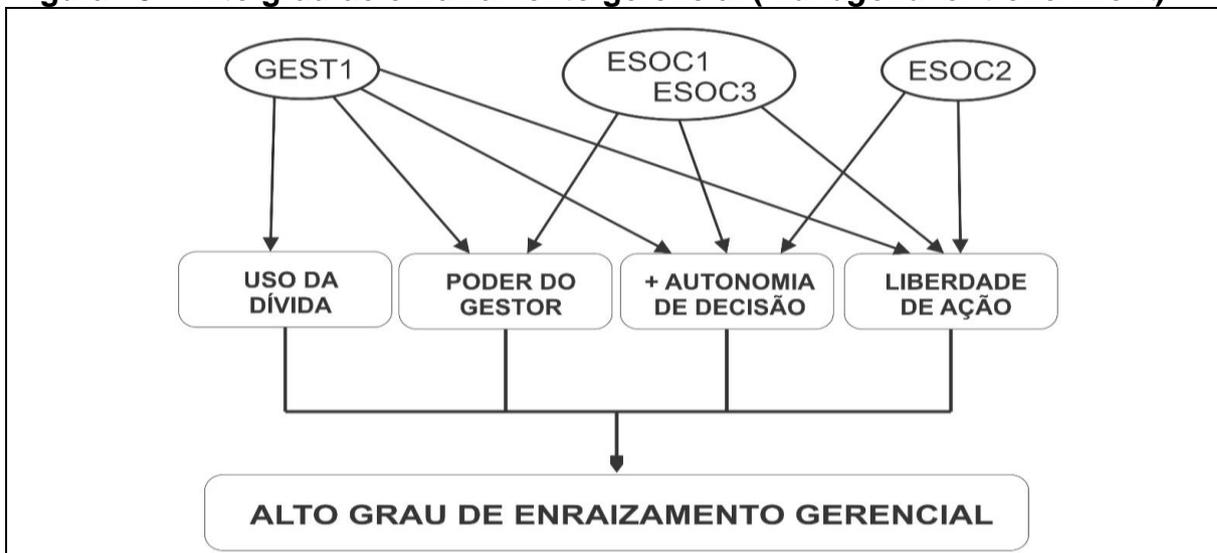
4.1.2.1 Alto grau de *managerial entrenchment*

Essa categoria engloba os indícios de comportamento dos indivíduos que sugerem sua consolidação no cargo, tais como: poder, liberdade de ação, autonomia, e critérios sobre uso da dívida. A presença desses indicadores na fala dos sujeitos, aliada ao desejo cada vez maior de autonomia na decisão, revela o intuito de manter sua posição e liberdade para agir conforme seus interesses.

A Figura 13 mostra convergência dos gestores para as subcategorias do alto grau de enraizamento gerencial, tendo em vista que o grupo de empresários

(ESOC1, ESOC2 e ESOC3) não apresentou a subcategoria “uso da dívida” em seus relatos.

Figura 13 – Alto grau de enraizamento gerencial (*managerial entrenchment*)



Fonte: elaboração própria, a partir da saída de dados 4 do NVivo® (Anexo A).

O **poder do gestor** é um dos indicadores que mais reforça o alto grau de *managerial entrenchment*. Os sujeitos GEST1, ESOC1 e ESOC3 mostraram a presença do acúmulo de poder, e justificaram essa autoridade para tomar decisão com base em conhecimento formal e/ou experiência no setor.

[...] Com a minha experiência, com a minha experiência acadêmica e a minha experiência de vida, que eu trabalho no setor há mais de 20 anos, passo para o sócio o que é melhor para ser feito. E chegam à conclusão se sim ou não, mas até hoje não teve nenhum não. Tudo o que eu propus foi concluído, foi feito [...] (GEST1).

[...] Tudo que seja administração [...] sou eu. Por quê? Porque sou formado em administração, porque tenho conhecimento de contabilidade, porque já trabalhei com recursos humanos numa multinacional. E ele, por ser engenheiro e empresário, dono de um colégio e de uma construtora também, a gente se dividiu [...] por exemplo, eu, se está dentro da lei e eu tenho que fazer, eu não preciso consultar a ele (ESOC1).

[...] eu venho da academia, eu sou formado em administração, então eu tenho uma visão totalmente diferente da dele que não cursou uma pós-graduação, ele trabalhava como garçom, então ele pensa muito, tipo assim, as decisões dele são muito pautadas nos funcionários, nem tanto no cliente diretamente, digamos que muitas vezes eu tento tomar uma decisão pensando no global e ele mais focalizado, entendeu? (ESOC3).

Observando as falas dos sujeitos, notou-se que experiência ligada à formação, experiência de vida e tempo de trabalho implicam um maior poder do

gestor. O uso recorrente da primeira pessoa do singular, “eu”, parece reforçar ainda mais o significado desse poder, demonstrando que há uma necessidade do gestor de acumular poder e conservar sua posição de tomador de decisão no que se refere a ter ideias inovadoras para o negócio.

O **uso da dívida** é um fator que aumenta o *managerial entrenchment* no sentido de garantir uma eficiência mínima necessária para prevenir a mudança de controle da gestão (ZWIEBEL, 1996). O uso da dívida como elemento que reforça a condição do gestor na organização aparece no discurso do GEST1:

[...] eu quero pegar esse capital de terceiros para comprar esse maquinário todo novo, todo novo, numa empresa de Fortaleza, todos os materiais novos para durar 10 anos. E é 10 anos para pagar e ele não quer, ele quer que a gente pague com capital próprio, e eu não quero. E a gente está brigando, [eu e ele]. Eu já consegui convencer a esposa dele para comprar com o capital de terceiros, mostrando que o retorno é melhor (GEST1).

Observando a fala do sujeito, percebeu-se que opção de endividamento por parte do gestor se dá pelo menor custo do dinheiro e com o prazo de pagamento longo. Em relação ao equipamento a ser adquirido, ele representa um aumento de eficiência para a empresa, no entanto, garante ao gestor um certo período na gestão para mostrar o retorno do investimento, evitando, assim, mudanças na gestão. Esse fato corrobora os achados de Shleifer e Vishny (1989) sobre o uso da dívida em investimentos para salvaguardar sua posição na organização.

Alinhada ao poder do gestor, uma maior **liberdade de ação** no processo decisório evidencia seu domínio e produz uma manutenção de sua posição na organização. As falas dos sujeitos GEST1, GEST3, ESOC1, ESOC2 e ESOC3 evidenciam esse indicador. A liberdade de ação descrita pelo sujeito GEST1 acontece no sentido de desenvolver novos produtos e/ou mercados, conforme se observa no trecho destacado a seguir.

A gente começou a trabalhar com um tipo de sal. Sal de 25 quilos e 50 quilos, que é para indústria química, indústria alimentícia, indústria de rações, indústria animais, de agropecuária... eu criei o sal de mil quilos, que é o *big bag*. Fiz estrutura para isso (GEST1).

Outro trecho relatado por ele também indica a mudança de beneficiar o produto *in natura* para outras empresas para, a partir de então, vender a marca própria:

“[...] Aí eu criei as marcas, foi (sic) eu que criei, esses produtos também que estão investindo, estão criando, né? Estão investindo nisso aí para botar no mercado agora para agregar mais valor” (GEST1).

A **liberdade de ação**, no que se refere aos empresários gestores, se manifestou na medida em que estes tomam medidas diferentes das diretrizes estabelecidas no planejamento realizados em sociedade. Tais achados corroboram as pesquisas de Mork, Shleifer e Vishny (1988) e Scharfstein (1988) sobre a atuação dos gestores na tomada de decisão. Esse elemento se apresenta nas falas dos três sujeitos (ESOC1, ESOC2 e ESOC3):

[...] sempre fazemos um acompanhamento daquilo que planejamos inicialmente, mas há mudanças que ocorrem no decorrer e acabamos tendo que nos adaptar, porém não temos tempo de refazer o que foi planejado inicialmente (ESOC1).

[...] nem sempre os investimentos em equipamento ou infraestrutura estão relacionados com aquilo que planejamos inicialmente. A gente sempre aproveita as oportunidades que o mercado fornece e nunca visualizamos isso no planejamento inicial do ano (ESOC2).

[...] fez um escopo da estratégia de como a gente ia se colocar no mercado, só que depois a gente, isso eu digo escrito, depois não, a gente foi deixando um pouco isso de lado e foi se focando mais no dia a dia, pensando mais no dia a dia (ESOC3).

De maneira geral, as falas dos sujeitos evidenciam que há liberdade de ação para a tomada de decisão que envolva investimentos, desde a criação de marcas, produtos até a opção de financiamento/endividamento da organização.

Por fim, o desejo por **mais autonomia de decisão** é um indicador de que o gestor está em busca de aumentar ainda mais o *managerial entrenchment*. Embora o desejo por autonomia também possa se manifestar em gestores com baixo grau de *managerial entrenchment*, ele se manifesta em gestores consolidados, pois têm poder para propor e efetivamente conseguir aumentar seu poder no processo decisório e consolidar ainda mais sua posição na organização.

Os relatos dos sujeitos GEST1, GEST2, ESOC1, ESOC2 e ESOC3 demonstram a presença do desejo maior de autonomia na tomada de decisão, e todos eles justificam esse desejo com o potencial aumento da eficiência da empresa. Para os gestores, uma maior autonomia levaria a decisões mais rápidas, conforme se observa nos trechos selecionados:

[...] falta me dar autonomia para eu resolver certas coisas [...] eu sei onde (sic) posso chegar, mas ele: “Não, não pode. Não dá certo, não”. Aí ele vai e depois “não, faça” (GEST1).

[...] a empresa tem uma série de processos, e os processos são bons, são sólidos, mas o problema é que esses processos são também, muitas vezes, demorados. [...] Então, eu acho que uma das maneiras de resolver isso, seria eliminar alguns filtros, há muitos filtros no caminho que atrapalham (GEST2).

[...] eu mudaria um pouco o tempo de tomar decisão. Algumas tomadas de decisões eu acho que a gente demora demais. Eu acho que a gente deveria agir mais rápido (ESOC1).

Desses relatos apontados, apenas o entrevistado GEST2 apresentou características que o enquadram na categoria de baixo grau de *managerial entrenchment*, mesmo apresentando o desejo de maior autonomia.

A fala do entrevistado ESOC3 transparece o alinhamento entre o desejo de ter autonomia de tomar decisões e o desejo de aumentar o poder.

[...] eu acho que assim, se hoje eu tivesse a opção de mudar alguma coisa, sobretudo eu mudaria em um dos dois ser um sócio majoritário em determinado momento poder dizer: "Ah, eu vou seguir por esse caminho e pronto", digamos assim, ter uma decisão mais autoritária, de certo modo (ESOC3).

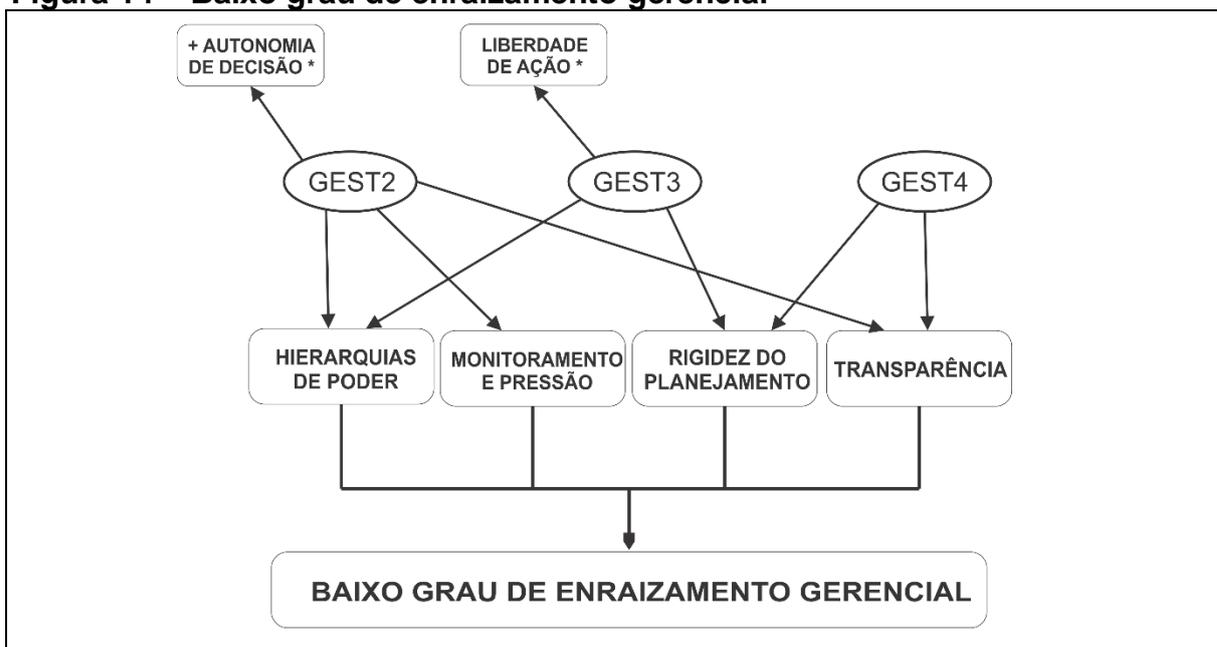
Notou-se, também, que a busca por essa autonomia e rapidez está ligada ao domínio de conhecimento que os sujeitos acreditam possuir em relação aos seus pares, pois acham que tomam decisões mais efetivas.

4.1.2.2 Baixo grau de *managerial entrenchment*

Em contraposição à liberdade de ação como um dos indicadores de *entrenched managers*, a impossibilidade de decidir de maneira diferente do que foi previamente planejado é uma das evidências de baixo grau de *entrenchment*. Outros indicadores que emergiram dos dados e reforçam essa condição são oriundos da estrutura da organização e das práticas de governança corporativa que inibem esse comportamento por parte dos gestores.

A Figura 14 evidencia o baixo grau de enraizamento gerencial dos entrevistados e a relação com a suas subcategorias. A figura mostra que somente o grupo de gestores (GEST2, GEST3 e GEST4) convergiram para o baixo grau de enraizamento, porém os sujeitos GEST2 e GEST3 apresentaram características do alto grau de enraizamento.

Figura 14 – Baixo grau de enraizamento gerencial



Fonte: elaboração própria, a partir da saída de dados 4 do NVivo® (Anexo A).

Analisando os relatos, tem-se que a manutenção do que foi planejado, os relatos evidenciaram que o planejamento realizado não é alterado de forma deliberada pelos gestores, e isso revela uma condição que restringe o poder de ação dos gestores dentro da organização. A falas dos sujeitos GEST3 e GEST4 representam essa limitação de ação em relação à **rigidez do planejamento**, como se pode observar nos trechos destacados a seguir:

Não comuniquei aos sócios a compra dos caminhões, porque já estava planejado isso. [...] Já estava dentro do planejamento a compra dos caminhões, não é uma coisa que surgiu, lógico se você comprar um caminhão à vista, dois, três é um valor significativo, mas como você já tem isso aprovado, você consegue trabalhar e diluir isso durante o ano (GEST3).

[...] todos os projetos são alinhados com o planejamento estratégico estabelecido pela empresa. Eles são desmembramento do estratégico (GEST4).

Observando os relatos dos sujeitos, notou-se que o controle apurado de acompanhamento do que foi planejado e realizado impacta a tomada de decisão do gestor de forma a diminuir sua liberdade de tomada de decisão, conforme os achados de Rodrigues e António (2010). Foi evidenciado, nos relatos, que para os investimentos em ativos reais previstos no planejamento, o gestor tem a liberdade de tomada de decisão no que se refere a encontrar uma opção de financiamento ou

condição de pagamento melhor do que foi planejado inicialmente. A fala do GEST4 ressalta, ainda, a impossibilidade de criação de projetos de investimentos que não estejam alinhados com um planejamento estratégico estabelecido previamente.

Uma estrutura hierárquica definida e fortalecida é outro fator que restringe a decisão e ação do gestor, uma vez que existe o entendimento de que as decisões tomadas em uma instância serão viabilizadas ou trarão consequências para outras esferas da própria organização. Assim, a presença de **hierarquias de poder** bem definidas, nas quais os indivíduos conhecem os limites de seu poder e autonomia, restringe o papel do principal gestor. Mesmo as escalas subordinadas ao gestor têm um poder legítimo e podem se manifestar no sentido de cobrar determinadas ações. Os relatos dos sujeitos GEST2, GEST3 e GEST4 evidenciam essa categoria:

[...] então para que você tenha um investimento elaborado, eu estou falando de uma expansão, um investimento de expansão, ok? Você vai trazer um determinado volume de dinheiro para cá para expandir a fábrica, um exemplo. Então, tem um processo: tem a validação mercadológica, tem a validação financeira, tem a validação de aspectos de recursos humanos, tem a validação de legislação, que envolve também todo um aspecto ligado ao meio ambiente, legislação futura, tal, tem análise de riscos. Então tudo isto é colocado, ok? Então, uma vez com esse o processo bem elaborado, então quando você vai para uma outra fase, que é a fase de discussão realmente desses pontos, todo projeto tem um *sponsor*, um líder, um responsável (GEST2).

Nós temos a empresa dividida em cinco segmentos, cinco áreas, cada área tem um gestor. Esses gestores, todo mês eles têm reuniões gerenciais comigo onde apresentam todos os resultados e planos de ações para as metas que não estão sendo batidas ou plano de continuidade para as metas que estão ok. Com base nesses planos de ações são tomadas algumas decisões de continuidade ou descontinuidade de algum plano (GEST3).

[...] os projetos vão depender dos valores envolvidos, eles têm níveis de competência para ser aprovados. Então pode ser por um gerente, por um colegiado, até o conselho de administração. A depender do tamanho, do valor do projeto, ele pode ir até o conselho de administração (GEST4).

Observando os relatos dos sujeitos, percebeu-se que a estrutura de hierarquias limita o poder de ação do gestor, ou seja, à medida que o gestor precisa de autorizações, ao tomar uma decisão, a um superior ou um colegiado de gestão, ele possui dificuldades de tomar decisões que possam ajudá-lo a manter sua posição e, conseqüentemente, sua continuidade.

À parte da questão hierárquica, **o monitoramento e pressão das esferas superiores** reflete práticas de governança corporativa que são difundidas com o propósito de dirimir conflitos de agência entre gestores e acionistas, limitando, assim

comportamentos relativos ao *managerial entrenchment*. Assim, foram observadas falas que revelam a existência de um controle por busca de resultados que favoreçam a organização e limite as possibilidades para que o gestor tome decisões que beneficiem sua posição. Os relatos dos sujeitos GEST2 e GEST4 evidenciam que há atuação das esferas superiores no gestor. Os relatos abaixo foram utilizados para categorização:

Eles forçam, eles têm as análises conjunturais das indústrias e se o negócio local não traz algumas ideias, porque um dos papéis da organização é a ação local, seja do negócio, seja corporativa, é crescimento. É apresentar projetos de crescimento de investimentos. Investimento aqui, compra de uma nova empresa, investir numa nova empresa, e se não há muito movimento local, há uma pressão também desse grupo (GEST2).

Esse trecho da entrevista do GEST2 revela que há uma pressão para que se apresentem projetos que impulsionem o crescimento ou oportunidade de crescimento da organização e, caso não apresentem, há a pressão do conselho ou grupo de decisão por busca dessas oportunidades. Essa pressão direciona a ação do gestor, pois a organização sempre está cobrando resultados que o tirem da zona de conforto (NOVEAS; ZINGALES, 1995).

Já o relato do GEST4 deixa explícito o monitoramento como prática de governança, uma vez que ele declara que “hoje a governança tem um acompanhamento na implantação dos projetos, não permitindo grandes desvios” (GEST4).

Considerando que a decisão em investimentos reais passa por uma decisão sobre a origem dos recursos e que, também, tem uma ligação com o enraizamento gerencial no que se refere ao poder de decisão sobre as fontes de financiamento da empresa, incorporou-se a estrutura de capital para compreender os efeitos da decisão sobre a fonte dos recursos mais utilizada para financiar os ativos reais que as organizações adquirem ou substituem. Sendo assim, o Quadro 19 evidencia algumas falas sobre a composição da estrutura de capital das organizações desta pesquisa.

Quadro 19 – Relatos sobre estrutura de capital

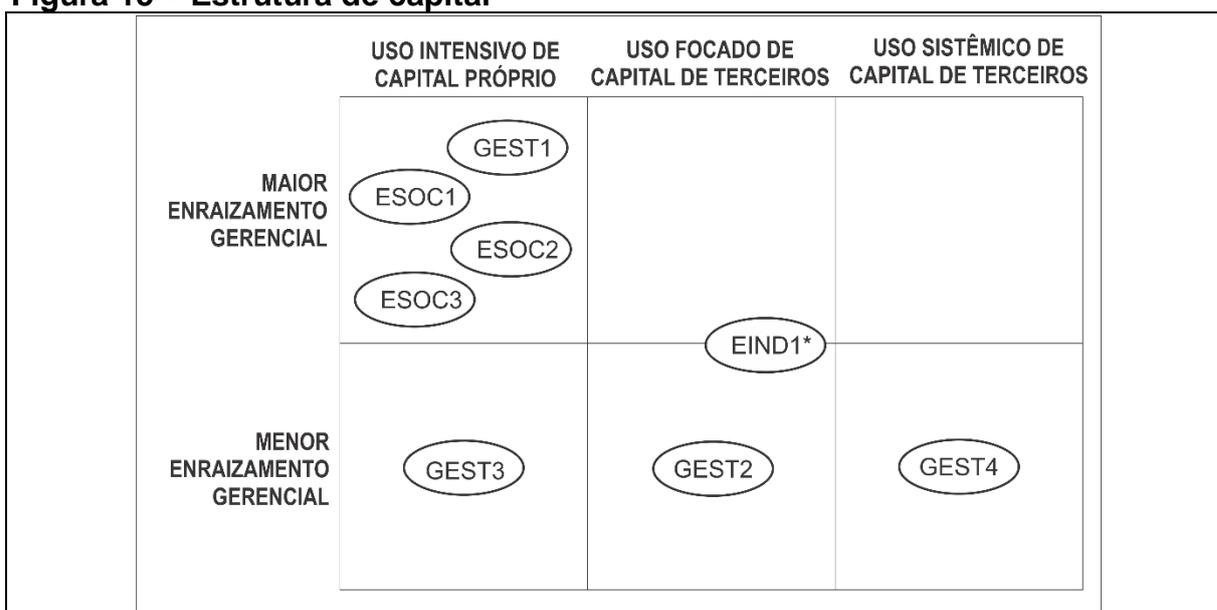
Sujeito	Assertiva
GEST1	Capital próprio é 100%.
GEST2	A gente não é uma empresa tomadora, eu não me lembro de ter usado recurso externo desde que eu estou aqui.
ESOC1	O investimento que tivemos aqui, [...] sim, capital próprio.
ESOC2	Nossa empresa não possui endividamento com terceiros, trabalhamos com capital próprio.

Fonte: elaboração própria, a partir das falas dos entrevistados.

As falas dos sujeitos também revelam que eles optam pelo capital próprio, pois acreditam que a empresa poderá recuperar o investimento e não ficará insegura com relação às mudanças da economia, que podem afetar de maneira significativa o equilíbrio financeiro e econômico das organizações.

A Figura 15 mostra as relações dos sujeitos com a escolha de fonte de capital. Observa-se que as empresas dos entrevistados GEST1, GEST3, ESOC1, ESOC2 e ESOC3 apresentam **uso intensivo em capital próprio** para financiar os investimentos em ativos reais. Vale ressaltar que essas empresas são organizações de pequeno e médio porte e, embora existam relatos que evidenciem as dificuldades de se conseguir recursos com taxa de juros atrativas, as formas como eles respondem sobre os recursos é incisiva e parece indicar um certo orgulho em não utilizar recursos de origem externa.

Figura 15 – Estrutura de capital



Fonte: elaboração própria, a partir da saída de dados 5 do NVivo® (Anexo A).

As empresas dos sujeitos EIND1 e GEST2 utilizam recursos de terceiros para financiar projetos específicos, ou com duração determinada, e foram categorizados como **uso focado de capital de terceiros**. Para viabilizar a transferência da planta, o sujeito EIND1 utiliza um recurso obtido junto ao Banco do Nordeste (BNB).

[...] então eu consegui um terreno lá na Barrinha, Distrito Industrial, e estou com financiamento no Banco do Nordeste para fazer essa transferência dessa

máquina para lá. E estou em construção, está em andamento a construção (EIND1).

O entrevistado GEST2, por sua vez, relata que a organização até usa, na filial do Brasil, algum endividamento, mas possui recursos suficientes para quitar o montante: “eu diria que ela tem mais caixa do que endividamento” (GEST2). Pelo tamanho do capital a ser investido, ou seja, em investimentos menores, utilizam capital próprio, e em investimentos maiores buscam opções de financiamento.

A empresa do GEST4 foi a única organização da pesquisa que utiliza intensiva e sistematicamente capital de terceiros, o que foi enquadrado como **uso sistêmico de capital de terceiros**, tal como se destaca no trecho abaixo:

São dívidas provenientes de captação de recursos no mercado e aplicada em projetos de investimentos. [...] Essa dívida cresceu, não é tão ruim crescer a dívida. É possível trabalhar com uma dívida dessa? É. De novo, se os projetos têm uma taxa interna de retorno compatível com os parâmetros, essa dívida em si, ela não seria o grande problema, porque os projetos pagam essa dívida. A empresa tem que se endividar até certo ponto, porque senão ela não aproveita essa janela de oportunidade (GEST4).

O uso sistêmico de capital de terceiros ocorre pela facilidade de se conseguir crédito no mercado, devido ao seu tamanho e importância na economia nacional.

4.1.3 Tolerância ao risco

Esta dimensão compreende os aspectos ligados à disposição do tomador de decisão em incorrer um risco ao investir em ativos reais, e engloba as seguintes categorias: compreensão do risco, noção de risco, e conforto e segurança em investir (GRABLE; JOO, 2004). Estas categorias de análise contemplam o grau de incerteza percebido, na medida em que ele compreende o risco do investimento de maneira única e particular; e aspectos ligados à personalidade do gestor, em como ele se sente a realizar um investimento arriscado.

4.1.3.1 Compreensão do processo de investimento

A compreensão do processo de investimento é um aspecto cognitivo e sofre influência da educação financeira do gestor no que se refere ao conhecimento teórico e prático, e isso faz com que o gestor compreenda as nuances do investimento

a ser feito. Essa compreensão envolve construção de cenários, possibilidades de perda de receita, variações da demanda, entre outros. Assim, uma maior facilidade de compreensão desses aspectos provoca uma maior disposição a tomar o risco, ou seja, uma maior tolerância ao risco. De forma antagônica, a dificuldade de compreensão dos diversos aspectos ligados ao investimento leva a uma menor tolerância ao risco.

Os sujeitos GEST1, EIND1, GEST2, GEST3 e ESOC2 relataram que não consideram investir um processo complicado ou de difícil compreensão, conforme pode ser observado nas assertivas a seguir:

Porque se eu, que estou na gestão, mostrar um bom projeto, mostrar para quem vai ser usado, que vai ter um bom retorno, que pode investir, o retorno virá no tempo determinado. Então fazer e planejar investimentos não é um processo tão complicado (GEST1).

Não acho complicado fazer investimentos, [...] Primeiro, meu conhecimento, que eu tenho, está alicerçado também no conhecimento dos consultores de São Paulo, que já têm mais tempo do que eu. Já estão no ramo há 35 anos, de embalagem de polpa moldada (EIND1).

Não creio que seja de difícil compreensão fazer investimentos seja onde for ou que segmento, mas requer visão completa de um negócio. [...] Fazer investimentos requer conhecimentos, por exemplo: estratégia, mercado, cenário, legislação, área legal, área financeira, recursos humanos, área fiscal, ou seja, requer um conhecimento amplo do negócio (GEST2).

[...] eu não acho que [investir] seja um processo de difícil compreensão. [...] Então, assim, todo investimento tem que dar um retorno financeiro ou então você vai continuar no feijão com arroz, por que você está fazendo aquele investimento? [...] Cada vez mais e muita gente trata, eu acho o *feeling* superimportante (GEST3).

Observando as falas dos sujeitos, notou-se que eles atribuíram a facilidade de compreensão do processo de investimento a características individuais, ou seja, está associado ao seu próprio conhecimento (EIND1, GEST2), à intuição (GEST3) ou, ainda, ao conhecimento de outros (EIND1).

Os gestores GEST1 e GEST2 mencionaram que para se fazer um investimento em ativos reais, requer-se a construção de projetos, e enquanto o último relatou variáveis utilizadas para essa construção, o primeiro mostrou a certeza de um retorno futuro se ele desenvolve um bom projeto: “se eu mostrar um bom projeto, mostrar para quem vai ser usado, que vai ter um bom retorno, que pode investir, o retorno virá no tempo determinado” (GEST1). Essa certeza em relação aos resultados também aparece no discurso do GEST3: “todo investimento tem que dar um retorno financeiro”.

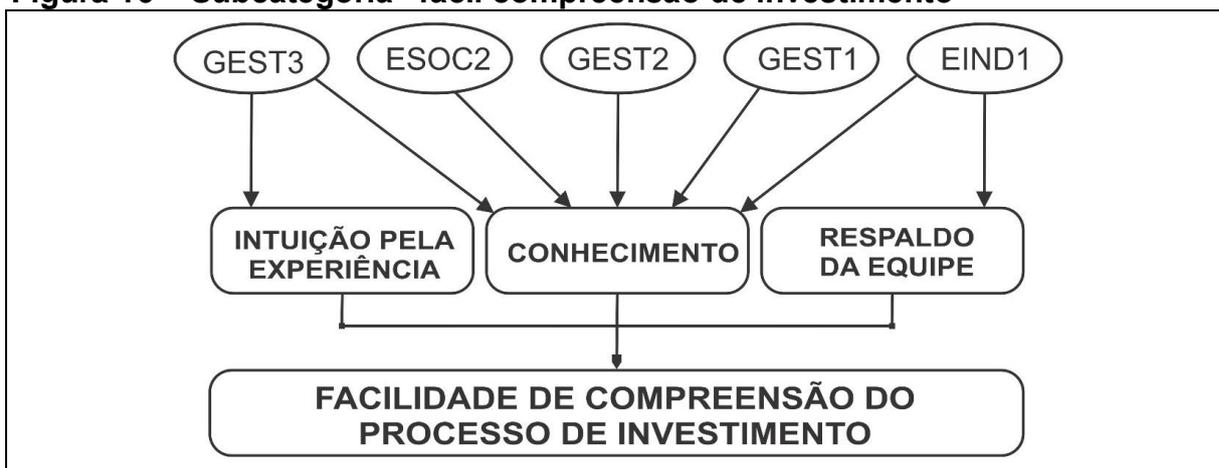
Apenas um dos sujeitos associou a intuição pela experiência com a facilidade de compreensão do processo de investimento, ou seja, o sujeito considerou o *feeling* para o negócio como sendo um atributo adquirido pela experiência, portanto, entende que isso facilita a compreensão do investimento.

Apenas um dos sujeitos associou o respaldo da equipe com a facilidade de compreensão do processo de investimento, ou seja, a equipe a que se refere são os consultores que o auxiliaram na compra de equipamentos, evidenciando qual deveria adquirir de acordo com a estrutura da empresa do sujeito, e este só toma a decisão de compra após a consulta com os consultores.

Outro aspecto que se pode observar é que os entrevistados negaram que o processo de decisão de investimentos seja difícil, em uma dupla negativa: “não é complicado não”, nenhum deles afirmou, realmente, que “é um processo de fácil entendimento”.

Esses achados corroboram as pesquisas de Holzhauser *et al.* (2016), Kristjanpoller e Olson (2015) e Reddy e Mahapatra (2017) sobre a relação positiva entre o conhecimento do gestor, ligado às características individuais dos gestores, e a tolerância ao risco. Em síntese, a subcategoria “fácil compreensão” contém os indicadores conhecimento do processo de investimento, intuição pela experiência e respaldo da equipe representado na Figura 16.

Figura 16 – Subcategoria “fácil compreensão de investimento”



Fonte: elaboração própria, a partir da saída de dados 6 do NVivo® (Anexo A).

Por outro lado, os sujeitos GEST4, ESOC1 e ESOC3 relatam que consideram investir um processo de difícil compreensão, conforme pode ser observado em algumas assertivas a seguir:

Eu acho o processo de difícil compreensão fazer investimentos. [...] em uma empresa desse porte, é complexo, envolve variáveis de difícil previsibilidade [...] que é um fator determinante, uma vez que os principais produtos nossos, eles têm como âncora o câmbio (GEST4).

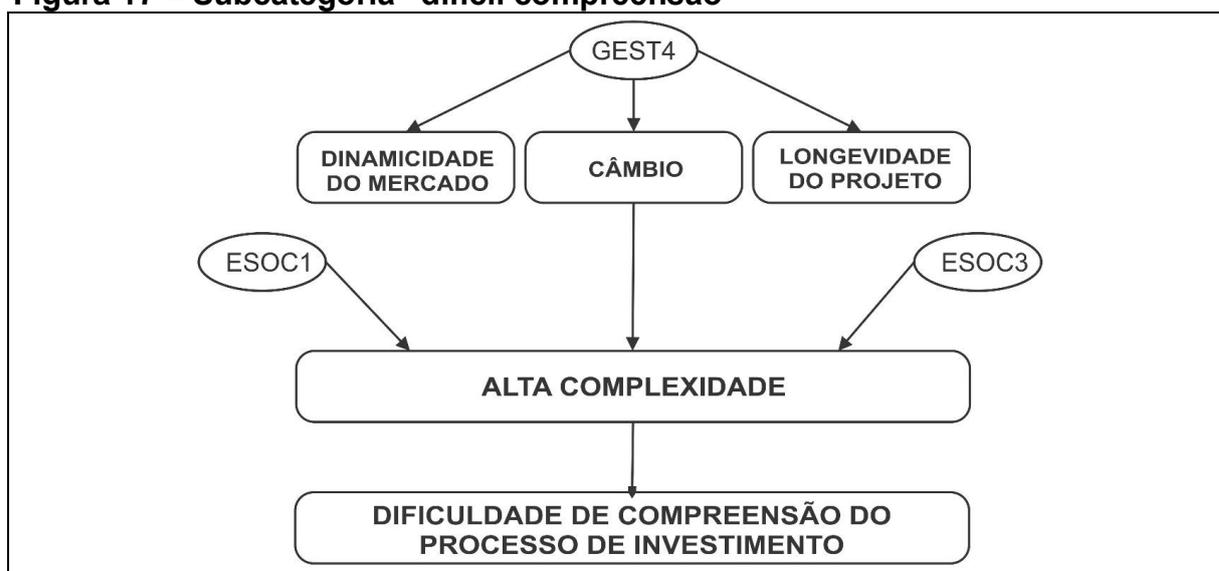
Fazer investimentos não é fácil, eu considero um processo difícil, pela complexidade que ele tem (ESOC1).

Então isso é bem mais difícil você tomar decisões, porque você não é tão especialista em determinadas coisas (ESOC3).

Observando os relatos dos sujeitos, notou-se que a dificuldade de compreensão no processo de investimento se refere à complexidade que envolve a tomada de decisão em investimentos em ativos reais, dado o número de variáveis e sua previsibilidade. Para os sujeitos da pesquisa, a dificuldade de estabelecer parâmetros razoáveis para as variáveis determinantes para o investimento, tais como: variação do câmbio, impacto dos preços e custos dos produtos, demanda e dinamicidade do mercado, afeta o projeto e, conseqüentemente, a percepção de retorno dele.

Na subcategoria “difícil compreensão”, foram identificados quatro indicadores: alta complexidade, dinamicidade do mercado, câmbio e longevidade do projeto. Os quatro indicadores estão representados na Figura 17.

Figura 17 – Subcategoria “difícil compreensão”



Fonte: elaboração própria, a partir da saída de dados 7 do NVivo® (Anexo A).

Notou-se na Figura 17 que os empresários ESOC1 e ESOC3 apontaram a alta complexidade como justificativa para a dificuldade de compreensão do processo

de investimento, porém não evidenciaram indicadores que demonstrassem a complexidade. Já o gestor GEST4 mostrou a dificuldade de compreensão do processo de investimento pela complexidade do próprio investimento e de fatores externos ao investimento, e elencou indicadores (dinamicidade do mercado, câmbio e longevidade do projeto) que justificam a complexidade de se compreender o investimento a ser feito.

4.1.3.2 Conforto e segurança

A categoria conforto e segurança, está ligada ao aspecto comportamental do indivíduo ao tomar decisões em situações de risco. Esta categoria extrapola o domínio da racionalidade e reflete a experiência do indivíduo naquele determinado segmento, confiança em suas predições, culminando em um maior grau de conforto e segurança no processo de tomada de decisão.

Os entrevistados GEST1, EIND1, GEST2 e GEST3 apresentaram, em seus relatos, indícios de um baixo grau de conforto e segurança em investir em ativos reais, como se pode observar nos segmentos de entrevista destacados a seguir:

Foi feito um investimento inicial no *feeling* achando que ia dar certo, sem ver números, sem ver o custo da construção do prédio, compra de equipamentos que não foram feitos, planilhas, nada, para ver o que se gastou. [...] mas confesso que tenho medo e insegurança de escolher algo arriscado e der errado [...] (GEST1).

O gestor GEST1 confessou “medo e insegurança de escolher algo arriscado e dar errado”, indicador que também aparece na fala do empreendedor individual EIND1, quando afirma que busca alternativas de baixo risco; e no discurso do GEST2, quando afirma que “sempre vai optar por algo de menor risco”.

Para esse discurso, observou-se que o medo de correr risco foi associado ao baixo grau de conforto e segurança, ou seja, o gestor tem receio de investir em algo arriscado, devido à possibilidade de tal investimento lhe trazer prejuízo financeiro (GRABLE; JOO, 2004). Outro fator que surgiu nas entrevistas se refere ao fato de que o gestor avalia o investimento em termos de retorno e risco dele e pondera essa relação para decidir se investe ou não (GRABLE; JOO, 2004; HOLZHAUER *et al.*, 2016), entretanto, com tendências a escolher aquela opção que evidencia um menor risco percebido.

Há evidências de que os sujeitos procuram alocar recursos em investimentos de baixo risco, mesmo que implique baixo crescimento da empresa. Tome-se a fala do entrevistado GEST3: “O mercado que a gente trabalha aqui, do meu negócio específico, ele não me gera essas tomadas de decisões tão difíceis.”

O entrevistado GEST3 considera que o mercado em que atua é previsível, sugerindo-se que ele opta por investimentos de menor risco, mas que tenha um retorno assegurado. Esse indicador está associado ao baixo grau de conforto e segurança.

Outro indicador associado ao baixo grau de conforto e segurança encontrado nos relatos dos sujeitos se refere à procura de suportes à decisão, ou seja, para tentar aumentar o seu conforto em tomar a decisão, o empresário/gestor busca respaldo nos mecanismos de predição, seja por meio de formulação de cenários e/ou ferramentas de viabilidade econômica. Os gestores GEST2, GEST3 e GEST4 ressaltam a inviabilidade de decidir sem esse suporte:

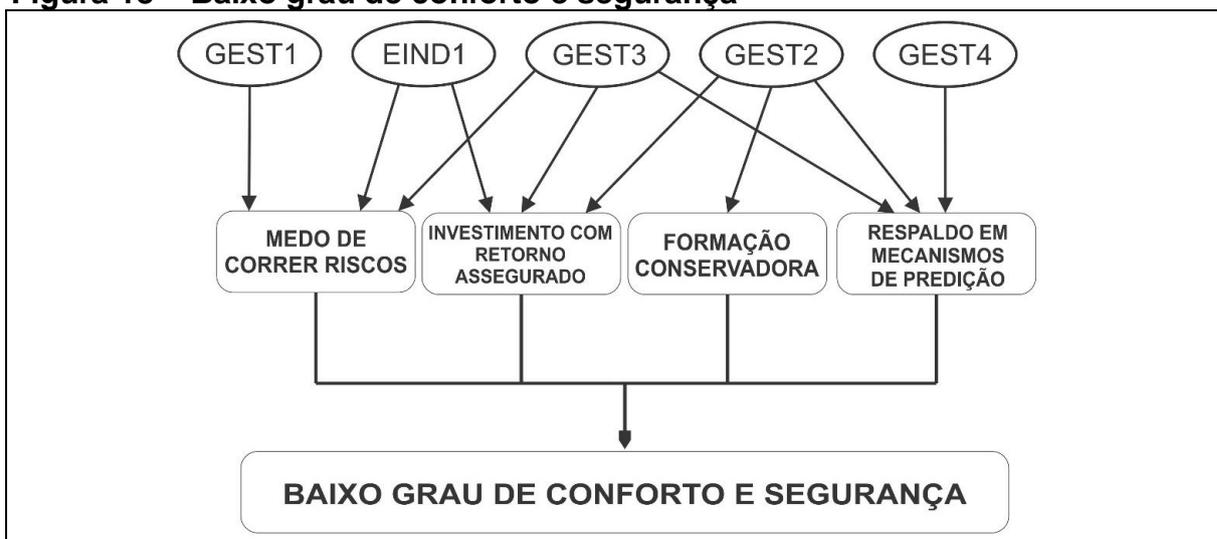
Normalmente, a tomada de decisões, se esses cenários forem 70, 75% correto, já é suficiente para avaliar (GEST2).

Plano de ação, estatística, com número, entendeu? [...] Então eu preciso dessa conta e o gestor de cada área, ele já sabe disso. É, o cara não, primeiro, são duas coisas que a pessoa só senta aqui comigo se estiver com isso na mão. Primeiro: orçamento, de onde, como foi que chegou naquele preço, se está, se é o mais barato, se é o mais viável e em quanto tempo aquele investimento vai estar se pagando, entendeu? Sem isso, não consigo discutir (GEST3).

A gente identifica uma oportunidade, e um projeto de investimento, é feita uma análise técnica desse projeto, dentro dos parâmetros que se usa mesmo. Qual é o estudo de viabilidade técnica deste projeto? Ele vai dar uma rentabilidade tal, vai dar uma taxa interna de retorno, seu capital vai retornar em tantos anos. Esse projeto é colocado numa carteira no Brasil inteiro (GEST4).

Completando os indicadores de baixo conforto e segurança em investir, tem-se que a formação acadêmica conservadora, indicada pelo GEST2, revela que o indivíduo tem um grau baixo de conforto e segurança. O entrevistado justifica sua fala explicando que sua formação, os locais (empresas) por onde passou e o setor nos quais trabalhou e trabalha requerem que ele decida por investimentos de baixo risco, mesmo que deem retorno no longo prazo.

Em síntese, a Figura 18 evidencia os indicadores do baixo grau de conforto e segurança que os entrevistados apresentaram e são descritos como: investimento com retorno assegurado, formação conservadora, medo de correr risco e respaldo nos mecanismos de predição.

Figura 18 – Baixo grau de conforto e segurança

Fonte: elaboração própria, a partir da saída de dados 8 do NVivo® (Anexo A).

Nas assertivas dos empresários ESOC1, ESOC2 e ESOC3, foram encontrados indícios de um maior grau de conforto e segurança em investir em ativos reais. O primeiro indicador que aponta para esse alto grau de conforto e segurança é a familiaridade com o mercado, evidenciada nas falas dos empresários entrevistados:

Fomos a... eu fui para Buenos Aires, de onde eu sou, e ele foi para o Chile. E aí cada um percorreu umas 20, 30 cafeterias, pegando o que gostava. Mas sempre, a gente pensando que uma coisa é uma cafeteria em São Paulo, uma coisa é uma cafeteria no Ceará. É totalmente diferente. Então a gente tinha que encontrar uma coisa que o cearense gostasse e que seja ao mesmo tempo fora daqui. [...] E o cearense, como gosta de doce, tinha de colocar doce (ESOC1).

Então eu considero que o risco no grão, ele é menor hoje pela experiência, pelo mercado e tudo. [...] Se for um investimento num negócio próprio, eu escolho o de maior risco para buscar um maior retorno, porque é a nossa empresa, nosso negócio (ESOC2).

[A gente fez] uma análise dos concorrentes, no que eles falharam, as principais falhas que eles tinham e como a gente podia sanar essas falhas para entrar melhor no mercado (ESOC3).

A **familiaridade com o mercado** aparece nas falas dos empresários acima, quando o ESOC1, ao viajar pelas cafeterias pelo Brasil e pelo mundo, vai incorporando elementos e adequando ao gosto do cearense. Esse conhecimento do que é atrativo para o seu público também surge no trecho da fala do ESOC3, quando ele reconhece o que o consumidor não aprova nos concorrentes, para que ele possa fazer diferente. Já o empresário ESOC2 ressalta que não sente insegurança em investir no mercado onde atua, evidenciando que o risco neste mercado é menor por conta da **experiência**.

O segundo indicador que emergiu dos discursos dos entrevistados foi a **confiança nos recursos internos**. A partir de elementos que o empresário/gestor tem sob controle, tais como recursos financeiros, localização, capital intelectual, ele se sente mais confiante e, portanto, mais seguro e confortável para realizar investimentos. Os empresários ESOC1 e ESOC2 apresentaram em suas falas elementos que evidenciam a confiança em recursos internos:

[...] nós avaliamos risco da seguinte maneira: a gente coloca um ponto, se é ali na esquina, se não é ali na esquina, se é na sede. Você tem que analisar todos os tipos de risco, até de funcionários, localização, qualidade do serviço e produto etc. (ESOC1).

[...] se for um investimento num negócio próprio, eu escolho o de maior risco para buscar um maior retorno, porque é a nossa empresa, nosso negócio (ESOC2).

Tanto a **familiaridade com o mercado** como a **confiança nos recursos internos** refletem o conhecimento que o gestor possui sobre esses fatores, ou seja, quanto maior esse conhecimento, maior será a tolerância ao risco, conforme os achados de Holzhauer *et al.* (2016), Kristjanpoller e Olson (2015) e Reddy e Mahapatra (2017).

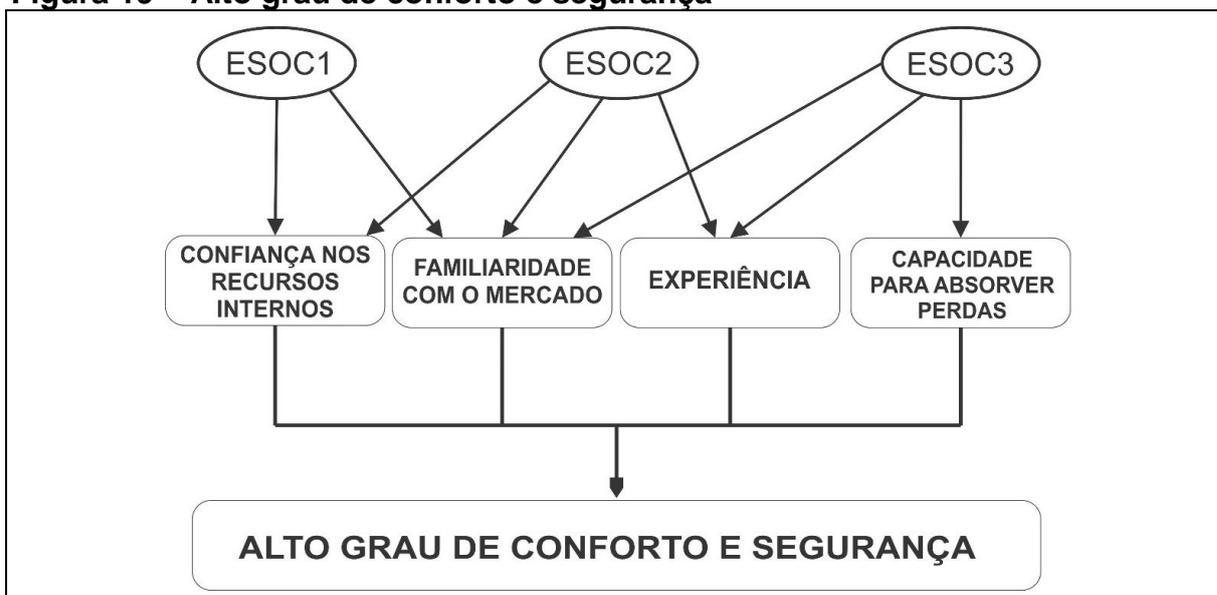
Outro fator de compõe o alto grau de conforto e segurança no processo decisório é a **capacidade de absorver perdas**, que aparece na literatura como capacidade de risco (KITCES, 2006), e significa o quanto as organizações podem perder de recursos em investimentos mal feitos e ainda ter capacidade de financiar investimentos futuros. O empresário ESOC3 menciona:

[...] se for um risco que eu perca dinheiro, mas que isso não comprometa, de forma demasiada, o negócio em si, eu não tenho problema em arriscar, eu não tenho medo de perder dinheiro, eu não tenho, desde que isso não inviabilize a minha fonte principal de recursos [...] (ESOC3).

A Figura 19 evidencia os indicadores que compõem o alto grau de conforto e segurança, quais sejam: familiaridade com o mercado, confiança nos recursos internos e capacidade de absorver perdas, relacionando-os com os entrevistados.

O alto grau de conforto e segurança possui uma relação positiva com a tolerância, ou seja, quanto maior o grau de conforto e segurança, maior será a tolerância ao risco. Entretanto, quanto menor o grau de conforto e segurança, menor a tolerância ao risco.

Figura 19 – Alto grau de conforto e segurança



Fonte: elaboração própria, a partir da saída de dados 9 do NVivo® (Anexo A).

4.1.3.3 Noção de risco

A noção de risco é a categoria, dentro da tolerância ao risco, que trata da visão individual do gestor sobre situações de risco, revelando uma preferência que antecede qualquer elaboração cognitiva. Essa preferência varia de uma perspectiva negativa, que se refere à associação do risco com a perda, até um extremo que associa risco à oportunidade e, em última instância, ao entusiasmo (GRABLE; JOO, 2004; GRABLE, 2000; NOBRE, 2015).

Ao serem perguntados sobre o que a palavra risco evoca em suas mentes, os entrevistados desta pesquisa associaram risco às palavras: prejuízo, medo, cautela e oportunidades.

A seguir, encontram-se algumas falas que representam a noção de risco em uma perspectiva negativa. Tanto o GEST1 quanto o empreendedor EIND1 usam a palavra medo associada ao risco: o empreendedor menciona o medo de perder a empresa, e assume que procura opções de investimento de menor risco. Vale lembrar que o empreendedor EIND1 também afirma, em outro momento da entrevista, as condições nas quais a empresa começou, com muitas limitações de recursos e terreno doado, o que pode contribuir para esse sentimento de cuidado com os investimentos. Além desses entrevistados que mencionam prejuízo em não atingir os resultados esperados, o entrevistado GEST2 é literal em afirmar que associa risco à **perda**.

[...] quando penso em risco e visualizo prejuízo, medo de perder a minha empresa, então busco avaliar as opções que me apresentam a menor possibilidade de perda (EIND1).

O risco eu vejo logo é na mudança de economia, com medo de investir e a economia não reagir, em vez de progredir, declinar, né? Quando fala em risco, eu entendo que a economia retraiu, eu já penso no risco de fazer novos investimentos (GEST1).

[...] eu associo à perda. Risco é perda. Você pode falar assim: mas é ganho, mas eu associo à perda. É porque nós estamos falando de investimento, entendeu? (GEST2).

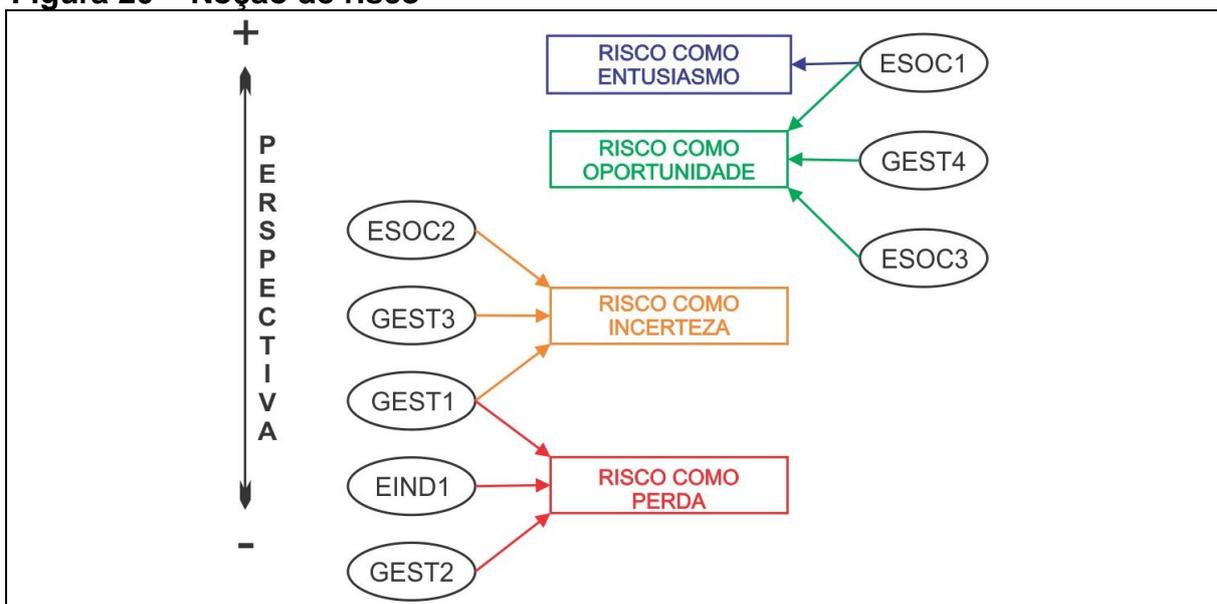
O GEST3 afirma: “quando penso em risco e associo à cautela”, o que pode significar cuidado excessivo com os investimentos com o objetivo de evitar resultados financeiros indesejados que possam levar à insolvência financeira, ou, ainda, posição de insegurança em relação ao mercado. Em qualquer das situações, essa associação remete à **incerteza**. Os sujeitos GEST1 e ESOC2 também usaram termos associados à incerteza, tais como: “sou mais pé no chão” e “não dar um passo errado”.

Em uma perspectiva mais otimista, os sujeitos GEST4, ESOC1 e ESOC3 fazem uma associação com oportunidade, coragem e possibilidades, respectivamente. Tanto o gestor GEST4 quanto o empresário ESOC3, ao associarem risco à oportunidade, justificam que se preparam em termos de sanear os compromissos financeiros a fim de aproveitar oportunidades que o mercado oferece em momentos de oscilações.

Apenas o sujeito ESOC1 associou o risco a entusiasmos, ou seja, sempre busca realizar investimentos com retornos de curto prazo, desde que a relação risco e retorno seja muito vantajosa para o empresário. Este mesmo sujeito associou risco, também, à oportunidade, demonstrando a preocupação de aproveitar as oportunidades que o mercado oferece, desde que o retorno projetado seja atrativo.

Em síntese, a Figura 20 evidencia os indicadores da noção de risco relatada pelos sujeitos, em uma sequência. Tais indicadores chamam-se: risco como perda e risco como incerteza, que retratam uma perspectiva negativa; risco como oportunidade e risco como entusiasmo, que retratam uma perspectiva positiva do risco.

Figura 20 – Noção de risco



Fonte: elaboração própria, a partir da saída de dados 10 do NVivo® (Anexo A).

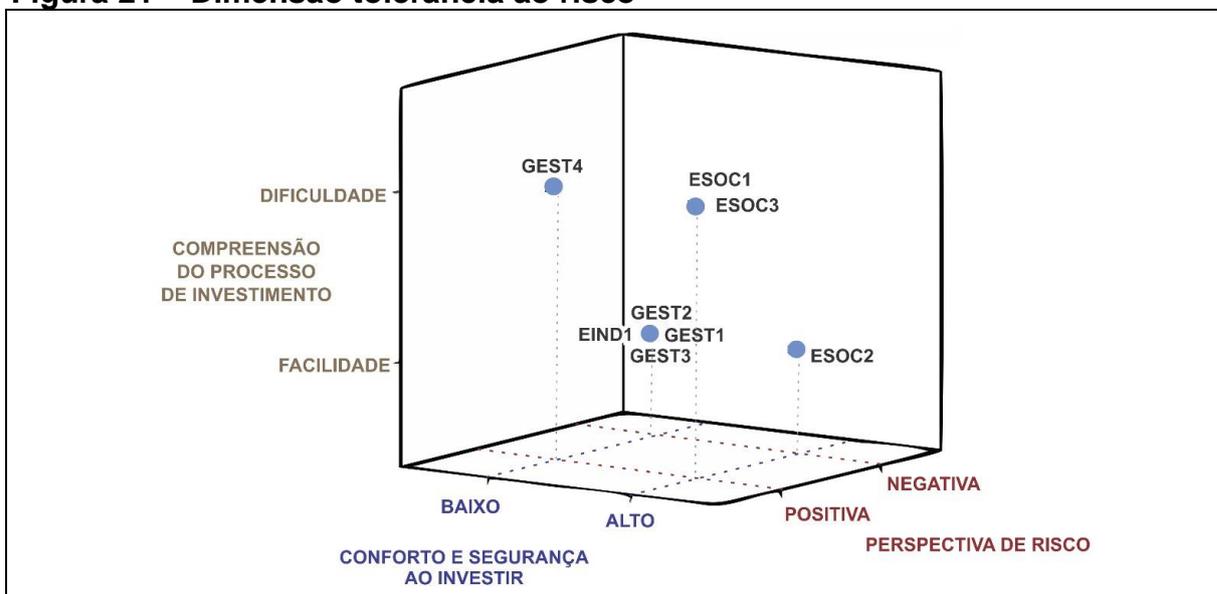
A Figura 21 traz uma visão geral sobre a dimensão tolerância ao risco, incluindo as categorias de noção de risco (perspectiva negativa e positiva), a categoria de conforto e segurança e, por fim, a categoria de compreensão do risco. Nessa figura, observa-se que o baixo grau de conforto e segurança e a perspectiva negativa do risco convergem nos mesmos sujeitos (EIND1, GEST1, GEST2 e GEST3), e essas categorias indicam baixa tolerância ao risco. Por outro lado, identificou-se nesses mesmos indivíduos a categoria “fácil compreensão do risco”, o que, pela literatura, indicaria alta tolerância ao risco, pois, ao compreender o processo e as implicações de um investimento, ele se sentiria mais disposto a investir.

Vale ressaltar que, nesta pesquisa, a facilidade de compreensão está justificada pelo conhecimento, respaldo da equipe e, até mesmo, a intuição, e talvez essa perspectiva negativa do risco, ou seja, a incerteza que circunda o investimento a ser feito, direcione o gestor a se familiarizar com as ferramentas e técnicas que lhes permitam uma segurança mínima sobre o resultado do investimento a ser realizado.

Outro ponto a se destacar sobre a Figura 21 se refere à associação entre a difícil compreensão do processo de investimento com o alto grau de conforto e segurança e perspectiva positiva sobre o risco, presentes nos entrevistados ESOC1 e ESOC3. Isso significa que o gestor visualiza o risco do investimento como uma oportunidade no mercado e justifica o alto grau de conforto e segurança ao investir, já que ele entende que para a empresa crescer, necessita de correr riscos nas

operações de investimento. Esses gestores, no entanto, afirmaram que é difícil o processo de investimento, pois requer uma análise mais apurada e acesso às informações para se compreender melhor o que será investido, porém esses fatores não são impeditivos para se investir.

Figura 21 – Dimensão tolerância ao risco



Fonte: elaboração própria, a partir da saída de dados 11 do NVivo® (Anexo A).

Ainda sobre a Figura 21, é válido observar a situação específica do sujeito ESOC2. Esse entrevistado apresentou a característica de alto grau de conforto e segurança e facilidade de compreensão do processo de investimento, que estão associadas à alta tolerância ao risco, mas apresentou elementos da perspectiva negativa do risco, que sugerem baixa tolerância ao risco. Apesar do aparente paradoxo dessa associação específica, ela se justifica pelos relatos do sujeito que foi enfático ao afirmar que se sente confortável em investir somente no seu negócio, pois vive dele. Assim, como o contexto desta pesquisa é a tomada de decisão de investimentos no âmbito corporativo, prevaleceu a característica que identifica o sujeito como possuindo alta tolerância ao risco.

Por fim, a situação do gestor GEST4 também é peculiar: trabalhando em uma empresa de capital aberto, com práticas instaladas de governança corporativa, ele demonstra uma percepção positiva do risco, no sentido de aproveitar as oportunidades que o mercado oferece. A própria estrutura hierárquica da organização onde ele atua não permite que ele tenha um posicionamento diferente sobre a

complexidade do processo de investimento ou sobre o respaldo em mecanismos de predição, pois esses elementos compõem a própria atividade do gestor.

4.1.4 Tomada de decisão de investimentos em ativos reais

Esta dimensão se refere ao processo de tomada de decisão de investimentos em ativos reais, tal como foi enunciado pelos gestores pesquisados. O processo decisório sobre investimentos em ativos reais compreende os seguintes fatores, mas não se limita a eles: o comportamento do gestor, no que diz respeito à racionalidade na hora da decisão (KAHNEMAN; TVERSKY, 1979; THALER, 1985), fatores internos da empresa (SHORE, 2008), fatores externos (SHORE, 2008), decisão individual ou em grupo (KERR; MACCOUN; KRAMER, 1996; KUGLER; KAUSEL; KOCHER, 2012). Nesta pesquisa, quatro categorias de análise emergiram dos discursos dos entrevistados para explicar como ocorre o processo decisório nas organizações, quais sejam: centralização da decisão x descentralização da decisão; decisão baseado em critérios técnicos x decisão baseada na intuição; decisão em grupo; e outros fatores considerados na tomada de decisão. Uma vez que essas categorias emergiram dos dados, elas não necessariamente se manifestaram em todos os sujeitos da pesquisa.

4.1.4.1 Centralização da decisão *versus* descentralização da decisão

Esta categoria se refere ao grau de centralização da decisão e considera como o processo de decisão em investimentos tramita dentro da hierarquia da organização. Um processo de decisão mais centralizado indica concentração de poder e menor autonomia dos níveis hierárquicos inferiores. Sendo assim, as soluções apontadas pelos subordinados sempre são sujeitas à deliberação e aprovação dos níveis hierárquicos superiores. Se, por um lado, a centralização da decisão pode trazer benefícios, tais como a homogeneização dos critérios para a decisão; por outro lado, decisões centralizadas estão distantes das situações em si, e os decisores podem não ter a perspectiva de quem está mais próximo do problema. Nesse sentido, Hofstede (1980) afirma que quanto maior for a distância dos indivíduos do poder, maior é a centralização da decisão.

De forma antagônica, a descentralização das decisões, tal como apregoado por Jensen e Meckling (1976), indica uma cadeia hierárquica mais desenvolvida na qual se combinam a autonomia e autoridade de decisão com o conhecimento relevante a essas decisões. Esse processo, segundo os autores, diminuiria o conflito de interesse entre os indivíduos da organização.

A centralização da decisão surgiu nas falas dos sujeitos EIND1 e GEST3. Na empresa familiar de EIND1, a esposa e a filha ocupam cargos administrativos, mas ao ser indagado se elas tomam parte no processo de novos investimentos, o entrevistado respondeu: “[...] não, porque esse conhecimento é mais um conhecimento técnico e elas não têm conhecimento mais preciso sobre a fábrica”.

A fala do empresário EIND1 justifica a concentração da decisão a partir da posse do conhecimento técnico sobre o investimento a ser feito e, por conta disso, os membros da empresa que não possuem esse conhecimento não podem decidir sobre o investimento. Esse resultado corrobora os achados de Quelopana (2003), nos quais a autora explica a relação da tomada de decisão por meio do conhecimento e experiência adquirida ao longo do tempo, ou seja, a perspectiva histórica das decisões passadas faz com que o decisor entenda melhor as novas situações e tome uma decisão mais assertiva.

A centralização também emergiu no relato do GEST3, como se observa no trecho de seu discurso: “[...] como eu estou 100% dentro do negócio, eu fico muito à vontade para estar tomando as decisões e respondendo por elas, entendeu?”.

O entrevistado GEST3 associa e justifica essa centralização com sua dedicação à organização, bem como o conhecimento do negócio. Esses fatores o habilitam na tomada de decisão e a responder por elas, pois os sócios delegaram ao gestor o poder de administrar e o acompanham somente em reuniões eventuais. As decisões do gestor são todas embasadas em relatórios e no planejamento estratégico estabelecido no início do ano, desta forma, o gestor pode decidir dentro do que foi planejado e sem fazer consultas aos sócios.

Por outro lado, a decisão descentralizada emergiu apenas no discurso do GEST2:

[...] o negócio é administrado globalmente, mas existe algumas necessidades locais, seja crescimento de mercado, geração tecnológica, seja uma mudança de legislação, é identificado localmente. Uma vez identificado, o líder aqui, ele primeiro valida uma série de pontos: financeiros, mercadológicos, legislação, localmente também com outros líderes de negócio e até com o presidente, o

corporate da empresa aqui. Ai sim, isso é levado ao líder global, ao *business global*. E esse *business global*, novamente, é uma nova filtragem, valida uma série de questões. E aí sim, uma vez que isto está bem elaborado, vai para presidência. O grupo da presidência que toma as decisões de investimentos, mas quando vai esse nível, porque já está muito bem elaborado, muito bem estruturado, então é uma decisão que passa por diversos níveis, e envolve muitas áreas, não é uma decisão rápida (GEST2).

Observando a fala do sujeito, percebeu-se que o processo de decisão acontece pelo compartilhamento dos conhecimentos específicos de cada área com o agente decisor. A tramitação de um projeto de investimento passa por escalas hierárquicas, em uma atuação que o entrevistado ora chama de filtros, ora chama de validação. Para o entrevistado, um projeto que passe por um filtro já chega “pré-validado” na instância superior. Esse processo reconhece saberes dos diferentes setores, mas, em última instância, há um responsável geral pelo projeto, que deve conhecer e dominar o projeto de investimento, ou seja, todas as áreas passam os detalhes dos projetos no que concerne a retorno e possíveis riscos do projeto. Percebe-se, também, que as decisões para aprovar e subir um projeto, em instâncias inferiores, são descentralizadas, mas a decisão de investir parece ser centralizada.

4.1.4.2 Decisão baseada em critérios técnicos versus decisão baseada na intuição

As falas dos sujeitos evidenciaram as diferentes formas dos processos de decisões de investimentos em ativos reais nas organizações, isto é, se houve ou não a realização de estudos de viabilidade e avaliação de risco do investimento.

Neste sentido, as decisões fundamentadas em sentimentos, intuição ou *feeling* foram identificadas nos trechos das falas dos sujeitos GEST3, ESOC1, ESOC2 e ESOC3, conforme se observa a seguir:

[...] acho que tudo pode melhorar, acho que tudo sempre pode melhorar, em certos momentos, acaba tomando algumas decisões ainda por *feeling*, por achismo, porque em algum momento não conseguiu desdobrar o número corretamente, ou então porque também teve alguma mudança de cenário muito drástica, que a gente não conseguiu prever (GEST3).

[...] eu estava pensando racionalmente, meu sócio já pensava emocionalmente. Está certo? Não é que era ruim o ponto. Era bom. Mas eu não sentia um ponto que poderia nos ajudar a crescer como eu quero, quero abrir a padaria, e estendermos. Mas o sócio, o sócio me mostrou [determinadas] coisas que eu não estava enxergando. E para não continuar isso e a gente não avançar,

porque a gente estava estancado, entendeu? Porque eu falava que não, ele falava que sim. Falava que não, falava que sim. E tinha um momento que alguém abria mão. E como somos amigos, a gente pode até se esculhambar e dali a dois minutos já estava tudo bem, não é? E eu falei até para ele: “[...], seguinte. Eu vou seguir o teu sentimento” (ESOC1).

[...] nós fazemos um cálculo, por cima, nada muito apurado, de quanto a máquina vai apurar, descontando seus custos, óbvio, eu mostro isso para meu sócio/pai e aí decidimos se compramos ou não. [...] mas a verdade é que a gente não faz esse cálculo, assim, de quantas ela vai produzir. Até porque também depende muito da turma, depende da questão de ela quebrar ou não (ESOC2).

[...] eu lancei a sugestão, de início o meu sócio ficou meio que receoso, mas aí eu acabei convencendo ele (sic) de que seria a melhor opção, que a gente precisava expandir os negócios, até que chegou a um determinado momento que ele: “não, então eu acho que dá certo”, então eu disse: “é, então vamos abrir e vamos viabilizar” (ESOC3).

Observando os relatos dos sujeitos, notou-se que a tomada de decisão de investimentos em ativos reais está baseada no *feeling* do gestor devido a mudanças bruscas do cenário econômico da empresa ou à dificuldade deles de conseguir dados para a montagem dos referidos cenários. Nos relatos, observou-se que o *feeling* está vinculado às experiências passadas dos sujeitos, e por meio do sentimento “bom ou ruim”, é que são tomadas as decisões de investimentos em ativos reais. Esse resultado corrobora os achados de Brockmann e Simmonds (1997) e Giunipero, Dawley e Anthony (1999) no que se refere a entender que a intuição está ligada às experiências passadas, e são incrementadas no conhecimento tácito do gestor para a tomada de decisão.

Notou-se, também, na fala do GEST3 e do ESOC2, que há uma tentativa de se fazer alguns cálculos que possam ajudar a tomar a decisão por um determinado equipamento, porém as variáveis apontadas “o quanto a máquina vai apurar, descontando seus custos” são insuficientes para uma análise de viabilidade robusta, pois são desconsideradas variáveis importantes que compõem uma análise mais apurada, tal como o uso de taxas de desconto ou análise de sensibilidade de demanda. Por último, notou-se que o termo “acho que dá certo” foi presente nas falas dos sujeitos, principalmente no que se refere à necessidade de expansão do negócio e à necessidade de tomar decisões rápidas (HOUGH; WHITE, 2003), pois para aproveitar a possibilidade de expansão, eles tomam decisão sem o devido estudo e tentam viabilizá-lo depois de ser decidido sobre um determinado investimento.

Em um outro extremo, observou-se a existência de relatos evidenciando decisões de investimentos em ativos reais que foram tomadas com base em critérios técnicos. Os critérios técnicos a que se refere esta pesquisa são aqueles utilizados para a tomada de decisão de investimentos, como VPL, TIR, *payback*, análise de sensibilidade etc., ou seja, todas as técnicas de orçamento de capital utilizada na teoria racional de finanças (HOLDERMANN; KISSEL; BEIGEL, 2014).

Neste sentido, o GEST4 evidenciou, em seus relatos, a utilização de técnicas para avaliação dos investimentos em ativos reais.

[...] a gente identifica uma oportunidade, e um projeto de investimento, é feita uma análise técnica desse projeto, dentro dos parâmetros que se usa mesmo. Qual é o estudo de viabilidade técnica deste projeto? Ele vai dar uma rentabilidade tal, vai dar uma taxa interna de retorno, seu capital vai retornar em tantos anos. Esse projeto é colocado numa carteira no Brasil inteiro. [...] projeto ele é estritamente racional. O projeto precisa ter uma EVTE, estudo de viabilidade técnica, que alguns parâmetros têm que passar nesse crivo. Então, qual é o valor presente líquido desse investimento? Qual é a taxa interna de retorno dele? Qual é o valor de equilíbrio do produto? Se eu zerar a taxa de retorno, qual é o valor desse produto? Compara com o mercado para ver esse valor de equilíbrio. Se ele passa nesses crivos técnicos e econômicos, ele sobe (GEST4).

Observando a fala do sujeito, notou-se que as decisões de investimentos em ativos reais nessa organização são baseadas em estudos formais de viabilidade econômica financeira. Nessa organização, todo projeto de investimento se inicia pela identificação da oportunidade, e se a oportunidade está de acordo com o planejamento estratégico da empresa (LIMA *et al.*, 2016; QUELOPANA, 2003). Depois dessa verificação, obrigatoriamente, os projetos devem conter os estudos de viabilidade econômica e financeira. Feito isso, a parte seguinte são os projetos atenderem aos critérios de rentabilidade e, após aceitos, são colocados em uma carteira com todos os outros projetos e a hierarquia superior escolherá aquele ou aqueles que melhor atendem à empresa.

Vale ressaltar que os projetos de investimento são analisados constantemente em termos de valores gastos, e observa-se a relação entre o retorno previsto e o realizado. Se, por algum motivo, o cenário muda e o projeto não apresenta os resultados previstos, mesmo tendo sido gasto um certo volume de recursos, ele é parado e começam os desinvestimentos, evidenciando um processo racional de tomada de decisão de investimentos.

4.1.4.3 Decisão por grupo

Os relatos dos sujeitos evidenciaram a existência da tomada de decisão por grupos, ou seja, decisões que compreendem trocas de ideias entre os pares, processos de argumentação e retóricas, negociações, cooperações, e discutem uma resolução de elucidar os conflitos de interesse (MARREIROS, 2007).

Dentre as falas selecionadas nessa categoria, apenas o discurso do GEST4 aponta a decisão em grupo como uma prática de governança corporativa, tal como se pode observar no trecho destacado a seguir:

[...] para evitar que um só decida, tem um comitê de gerentes e executivos que agora decidem. Não há mais a aprovação individual. Essa foi a correção principal que foi feita na governança. Não há mais aprovação de investimentos de maneira individual (GEST4).

As demais evidências da decisão em grupo ocorreram nos casos em que o gestor entrevistado é um dos sócios do empreendimento. Para eles, as decisões são tomadas em grupo, de forma a tentar conseguir um consenso. As falas que foram utilizadas para categorizar a decisão por grupo estão destacadas a seguir:

[...] [as decisões] sempre são conversadas e geralmente pergunta. A pergunta é: estamos em condições de fazer isso? (ESOC1).

[...] ele é como se fosse o diretor geral da empresa e sempre quando é preciso tomar algum tipo de decisão, principalmente decisão financeira de investimento, basicamente nós dois que decidimos (ESOC2).

[...] as decisões gerenciais basicamente a gente sempre toma em consenso, porque a gente é 50%, nós não temos sócio majoritário, então as decisões só se tomam quando se chega a um certo consenso, não se tomam decisões à revelia (ESOC3).

Observando os relatos dos sujeitos ESOC1, ESOC2 e ESOC3, notou-se que as decisões de investimentos em ativos reais são caracterizadas pela busca do consenso entre os sócios, ou seja, são feitas as apresentações de argumentações sobre o investimento e de sua importância para a empresa (MARREIROS, 2007). Daí chegam a um consenso sobre a necessidade de investimento e tomam a decisão.

Figura 22 – Descentralização da decisão versus centralização da decisão

	Descentralização	Centralização	Em Grupo
Critérios Técnicos	GEST2		GEST4
Decisão Por Intuição		GEST3	ESOC1 ESOC2 ESOC3

Fonte: elaboração própria, a partir da saída de dados 12 do NVivo® (Anexo A).

Em síntese, a Figura 22 evidencia as categorias já descritas na dimensão tomada de decisão e como os gestores/empresários praticam essas decisões.

Interessante observar o isolamento do gestor GEST1 em relação à dimensão em análise. Isso decorre das falas do sujeito, que não são claras sobre o papel do gestor no processo decisório na organização. Aparentemente, a decisão está centralizada nele, mas ele pede a validação dos proprietários, tal como se pode observar no trecho abaixo:

As decisões são tomadas com base nas informações que eu passo para o empresário. Tanto que a palavra final é deles, mas eu mostro o que é que dispõe, quem dispõe, o que pode ser feito e eles dão a palavra final. Eu não faço nada sem ter o aval deles, né? Com a minha experiência, com a minha experiência acadêmica e a minha experiência de vida, que eu trabalho no setor há mais de 20 anos, passo para o sócio o que é melhor para ser feito. E chegam à conclusão se sim ou não, mas até hoje não teve nenhum não (GEST1).

Os sujeitos ESOC1, ESOC2 e ESOC3 evidenciaram que as decisões de investimentos em ativos reais são tomadas em grupo (Figura 22) e, também, foi evidenciado que eles não tomam decisões de investimentos baseados em critérios técnicos. Isso pode indicar duas situações: a primeira é a intuição do gestor (HOUGH; WHITE, 2003; QUELOPANA, 2003), a segunda se refere ao consenso do grupo (MARREIROS, 2007) em tomar a decisão de investimentos em ativos reais devido aos sócios terem a mesma condição de poder e capital investido dentro do negócio. Entretanto, tais decisões de investimento são realizadas sem qualquer análise técnica no que se refere ao estudo de viabilidade do investimento, ou seja, há um indicativo de que os investimentos sejam analisados por intuição, aumentando, assim, o risco da organização.

Nesse sentido, a Figura 22 evidencia um aparente paradoxo na interseção entre a tomada de decisão por intuição, haja vista que a decisão é tomada por *feeling*

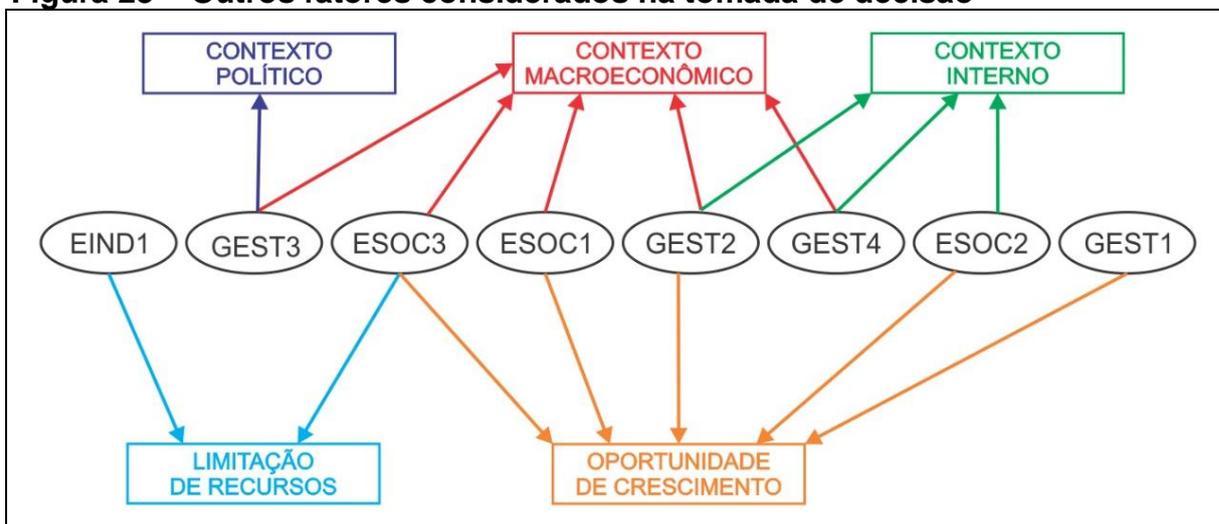
e não utilizando critérios técnicos, e a decisão por grupo, uma vez que a intuição é individual. Uma justificativa para esse paradoxo pode ser explicada por alguém do grupo que influencie o outro, e como não há utilização de informação técnica a ser mostrada no grupo, então, o que fica sendo repassado é o *feeling* daquele que possui melhor argumentação, e assim é tomada a decisão de investimento.

Nota-se ainda, na Figura 22, que as falas dos sujeitos GEST2 e GEST4 evidenciam práticas de empresas de grande porte, com decisões descentralizadas e um processo fundamentado em critérios técnicos, o que caracteriza a existência de uma racionalidade na decisão de investimentos em ativos reais.

4.1.4.4 Outros fatores considerados na tomada de decisão

Ainda no tocante ao processo decisório, outros elementos relevantes foram mencionados nas entrevistas, tais como: limitações de recursos, contexto macroeconômico, contexto interno da organização, contexto político do país e oportunidade de crescimento. Esses fatores e suas relações com os sujeitos da pesquisa estão evidenciados na Figura 23.

Figura 23 – Outros fatores considerados na tomada de decisão



Fonte: elaboração própria, a partir da saída de dados 13 do NVivo® (Anexo A).

O indicador **oportunidade de crescimento** foi identificado nas falas dos empresários sócios ESOC1, ESOC2 e ESOC3, além dos gestores GEST1 e GEST2. Esse fator se refere a uma interpretação do ambiente externo como sendo propícia para

novos investimentos, expansão de produtos e/ou mercados. A seguir, são apontadas algumas falas dos empresários que caracterizam a **oportunidade de crescimento**:

[...] a gente não fecha a porta. Vimos uma possibilidade. O que vimos? Uma deficiência muito grande. Muito grande mesmo. E aí entramos de cheio para ganhar essa licitação. Então apresentamos um projeto (ESOC1).

[...] mas a gente gosta muito de aproveitar as oportunidades que surgem e, por isso, mantemos sempre um dinheiro em caixa/banco para aproveitar essas oportunidades [...] (ESOC2).

Essas decisões surgem, muitas das vezes, elas surgem muito mais pela necessidade ou de uma oportunidade [...] que você enxerga que você pode acabar aumentando o seu faturamento, que foi o que aconteceu (ESOC3).

Já a **oportunidade de crescimento** apontada pelo GEST2 se refere a uma oportunidade fundamentada na perspectiva macroeconômica do país, nas relações de mercado, e atinge as decisões da empresa em uma perspectiva mais genérica, que independe da visão de cada tomador de decisão. O trecho destacado a seguir retrata o indicador **oportunidade de crescimento** nessa perspectiva:

A empresa [...] abriu numa estrutura chamada negócios maduros e organizações em crescimento. Então temos lá Brasil, Latinoamérica, temos Rússia, temos Turquia, temos, nessa área, o leste da Ásia oeste, o sudoeste da Ásia, México. Acho que estou esquecendo de uma ou outra região. Mas essas são regiões de potencial de crescimento (GEST2).

Observando as falas dos sujeitos, observa-se que a **oportunidade de crescimento** é um fator que incentiva a tomada de decisão de investimentos em ativos reais, ou seja, refere-se a aumentar a capacidade produtiva ou em áreas ainda não atendidas pelas empresas dos sujeitos que demonstrem potencial de crescimento empresarial. Foi relatado que as deficiências que os concorrentes apresentam geram oportunidades para as empresas investirem. Outro ponto relatado refere-se às empresas manterem recursos financeiros em caixa para um eventual aproveitamento de oportunidades de negócios que surjam no mercado.

Nos relatos dos sujeitos EIND1 e ESOC3, observou-se a presença do fator **limitação de recursos** como um elemento que restringe a tomada de decisão em investimentos, pois se refere à limitação financeira para ampliação e/ou abertura do negócio. O entrevistado EIND1, empreendedor individual, relata que a ampliação da planta de produção só foi possível graças à doação de um terreno pelo município, pois

ele não tinha recursos financeiros para ampliar. Já o ESOC3 se refere à limitação de recursos como um fator preponderante na escolha do negócio, pois ele precisava que fosse um negócio de baixo investimento para abertura e que fosse lucrativo.

[...] o terreno, ele não foi comprado, eu procurei a prefeitura, expus a minha situação, e [...] eles achavam até que não existia essa fábrica aqui em Mossoró, porque ela se encontrava dentro de uma granja para consumo próprio, só para consumo interno, então ela não vendia bandeja para fora. Então o próprio secretário [da prefeitura] não acreditou que tinha essa máquina em Mossoró. Então eu convidei ele a ver a máquina e quando ele chegou lá e viu, eu disse: “eu estou precisando sair daqui, tal”. E ele disse: “não, então vou lhe arrumar um cantinho lá no Distrito Industrial e você vai construir lá, a gente vai doar”, e essa doação foi feita [...] (EIND1).

Os sujeitos GEST2, GEST3, GEST4, ESOC1 e ESOC3 relataram que consideram as variáveis macroeconômicas na tomada de decisão de investimentos em ativos reais. As variáveis mencionadas são: produto interno bruto (PIB), inflação, juros, taxa de câmbio, renda *per capita* e tributos federais, estaduais e municipais. Segundo os entrevistados, essas variáveis servem para analisar a estabilidade da economia nacional e impactos nos preços dos produtos que vendem e montagem de cenários para a tomada de decisão.

[...] a empresa tem, anualmente, uma análise das variáveis macroeconômicas daquele país ou daquela região. Então não só para novos investimentos, como para gerenciamentos de *business* atuais. Então anualmente existe uma análise profunda: PIB, inflação, juros, taxa de câmbio... nossa, tem uma série: macro: depende da indústria que você tem, você analisa a indústria, crescimento, renda *per capita*, enfim, uma série de coisas. Então, você tem essa análise anual e revisada semestral (GEST2).

[...] principalmente agora numa época que a gente está em crise, juros altos, entendeu? Lógico que também diminuímos a quantidade de investimento que a gente teria, até porque o mercado caiu nos últimos dois anos. Então é um tempo de você segurar, fechar a torneira e esperar passar [...] (GEST3).

[...] e os cenários são criados assim: como é que vai estar o crescimento do país e do mundo? Depois: como é que vai estar o consumo do nosso principal produto no país e no mundo? Qual é a tendência em termos de [curva]? Qual é o cenário ambiental? Um dos importantíssimos. E tributários? Qual é a tendência? É aumentar as restrições ambientais? É legislação ser mais rigorosa? Restringir ainda mais? Esse é um dos fatores mais importantes por conta do risco associado a isso [...] (GEST4).

Enquanto os gestores não empresários apontam as grandes questões macroeconômicas como formadoras de cenários, mas sem destacar os seus efeitos sobre as organizações, os gestores empresários foram mais pragmáticos,

relacionando essas variáveis e suas consequências práticas no cotidiano das organizações: o ESOC1 afirmou que acompanha a inflação e o câmbio e os repassa para os preços: “a gente sente a variação inflacionária e de câmbio, já que boa parte de nossos produtos vem do exterior”, e o empresário ESOC3 relata os efeitos da inflação nas compras dos seus insumos e da sua incapacidade em repassar esses valores para seus consumidores: “porque, por exemplo, o supermercado consegue remarcar seu preço com uma facilidade [...], já a lógica do restaurante é uma lógica totalmente diferente”.

Os sujeitos GEST2, GEST4 e ESOC2 relatam que consideram as variáveis microeconômicas para a tomada de decisão. Embora os gestores GEST2 e GEST4 tenham afirmado que consideram tais variáveis, o discurso que se desenvolveu a partir de então foi um discurso sobre cenários, e não houve a indicação de que variáveis do contexto microeconômico seriam relevantes para a tomada de decisão: “[...] As [variáveis] micro, estão mais ligadas às questões daquele negócio, também são determinantes” (GEST2). “O plano como é feito? O plano estratégico, ele é feito com um olhar de cinco anos. É um plano grande, um plano imenso. São feitos vários cenários [...]” (GEST4).

Já a empresária ESOC2 afirma considerar as questões internas da empresa, assim como o mercado externo imediato, sem considerar as questões macroeconômicas: “A verdade é essa. É algo mais voltado para a gente. Mais para micro, uma visão mais para dentro da empresa mesmo e do mercado que a gente está inserido, mas para falar a verdade, assim, essa questão de considerar PIB, não” (ESOC2).

Por fim, apenas o entrevistado GEST3 apontou o contexto político como sendo um fator que restringe a demanda e, portanto, influencia a tomada de decisão de investimentos em ativos reais. Ele relacionou os impactos da queda do poder aquisitivo da população, bem como o momento conturbado do país para não se fazer uma expansão do negócio.

Figura 24 – Decisão de investimentos em ativos reais



Fonte: elaboração própria.

De maneira geral, a dimensão que se refere ao processo decisório de investimentos em ativos reais está representada na Figura 24. Segundo os relatos, a decisão por intuição se mostrou como um fator decisivo para o investimento em ativos reais. Os fatores que afetam a decisão de não investir está ligado à questão do contexto político, macroeconômico e limitações de recursos. Vale ressaltar que o contexto político e macroeconômico surgido nas falas dos sujeitos devido a situação atual do país, pois, talvez, em outra situação, essas variáveis poderiam não ter surgido nas falas dos sujeitos.

A Figura 24 ainda evidencia os fatores que afetam tanto a decisão de investir como a de não investir. Sendo assim, os fatores relacionados são referentes à decisão centralizada e descentralizada, a depender do modelo de gestão de cada organização e, ainda, há a decisão individual e por grupo, ou seja, em empresas que são constituídas por dois sócios acaba que apenas uns dos sócios influencia o outro e, assim, a decisão sobre um determinado investimento reflete a decisão individual do sócio que influenciou o outro, mas, também, caracteriza uma decisão de grupo, tendo em vista que o risco da decisão é compartilhado entre os sócios. Há, também, as decisões em empresas de capital aberto, as quais são realizadas em grupo e utilizando como material de apoio os critérios técnicos, como, por exemplo: os estudos de viabilidade.

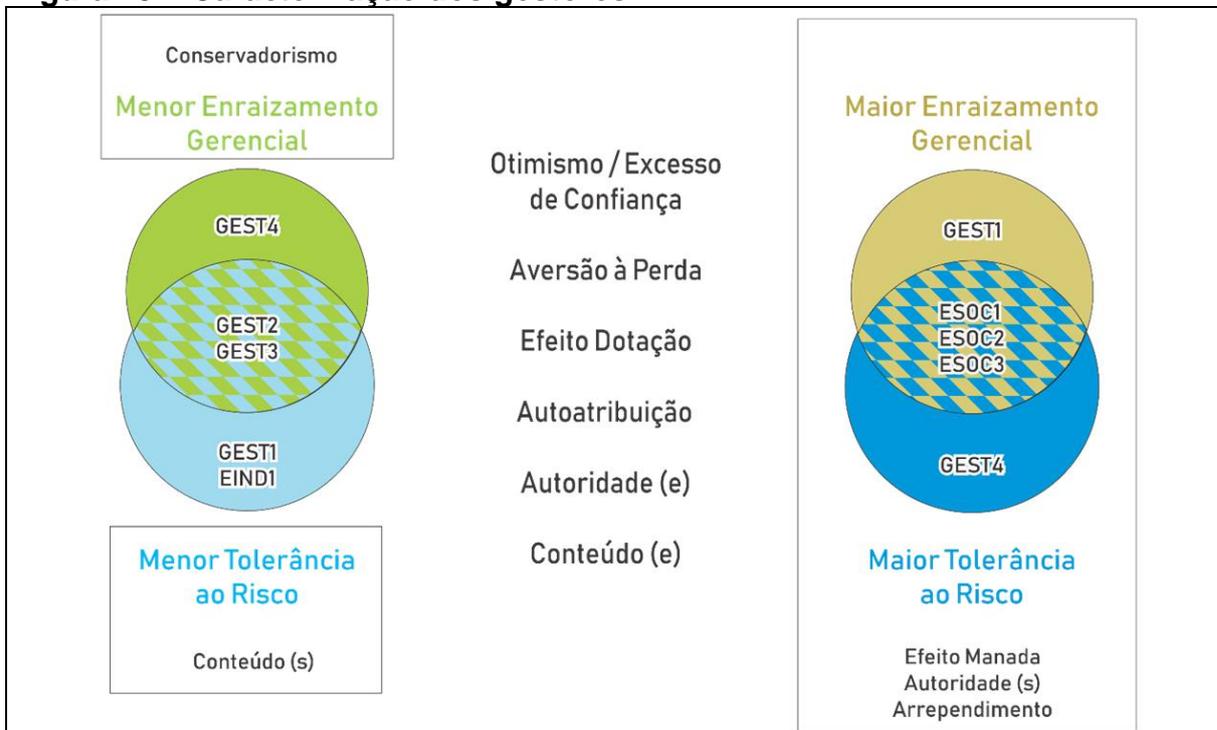
4.2 Análise de Dados

Nesta seção são discutidas as macrorrelações da pesquisa, ou seja, as associações entre as dimensões. Sendo assim, a seção está dividida em duas partes: (a) associações entre vieses comportamentais, tolerância ao risco e enraizamento gerencial; e (b) associações entre enraizamento gerencial, vieses comportamentais, tolerância ao risco com a tomada de decisão de investimentos em ativos reais.

4.2.1 Associações entre vieses comportamentais, tolerância ao risco e enraizamento gerencial

Para atender ao terceiro objetivo específico da pesquisa, qual seja, identificar os efeitos dos vieses comportamentais sobre o grau de enraizamento gerencial e a tolerância ao risco do gestor no processo decisório de investimentos em ativos reais na organização, construiu-se a Figura 25, que consolida tais dimensões.

Figura 25 – Caracterização dos gestores



Fonte: elaboração própria.

Os vieses comportamentais que estão na coluna central da figura se manifestaram em todos os grupos de gestores: otimismo/excesso de confiança,

aversão à perda, efeito dotação, autoatribuição, viés da autoridade (exercido) e viés do conteúdo (exercido). Esses vieses, em conjunto, indicam que os gestores sobrestimam suas capacidades de decisão, atribuem a si os resultados positivos, evitam situações de risco, mesmo com melhores possibilidades de retorno, porque possibilitam perdas e, mesmo em decisões em grupo, fazem prevalecer suas opiniões. Não só a literatura das finanças comportamentais explica a ocorrência maciça desse bloco de vieses nos gestores, mas talvez sejam tais características, dentro de uma disputa de poder, que facilitem a ascensão na organização.

A coluna da direita apresenta a disposição dos gestores em relação à maior tolerância ao risco e ao maior grau de enraizamento gerencial, sendo que o sujeito GEST1 apresentou, somente, o maior enraizamento gerencial, enquanto que o sujeito GEST4 apresentou uma maior tolerância ao risco. Analisando a interseção entre os grupos de maior tolerância ao risco e maior enraizamento gerencial, observa-se que todos os gestores dessa interseção são os empresários em sociedade: ESOC1, ESOC2 e ESOC3. Estes gestores-empresários dividem tanto os resultados de seus investimentos quanto a responsabilidade por eles. Nessas empresas, não há mecanismo de controle de gestão dos sócios para os sócios, exceto a aprovação destes em situações de investimentos e, mesmo nestes casos, os gestores conseguem influenciar as opiniões dos outros sócios. Assim, a relação deste maior enraizamento com a maior tolerância ao risco ocorre devido à necessidade de tomar decisões de investimentos em ativos reais que proporcionem o crescimento da organização e que, portanto, são decisões arriscadas.

Além dos vieses que se manifestaram em todos os grupos indiscriminadamente, os vieses comportamentais que se manifestaram em gestores mais enraizados e mais tolerantes ao risco foram: efeito manada, autoridade e arrependimento. Se, por um lado, uma característica do efeito manada é que ele é um viés direcionado para a ação e isso se alinha às características de gestores que são tolerantes ao risco, por outro lado, os gestores se abstêm da tomada de decisão, embora sofram todas as consequências (positivas ou negativas) da tomada de decisão. Os resultados evidenciam, ainda, que os gestores mais tolerantes ao risco e que sofrem o efeito manada, também, possuem os vieses do otimismo e do excesso de confiança, isto é, o decisor, ao seguir a maioria, entende que o investimento irá fornecer os resultados esperados, mesmo sem ter qualquer dado que comprove essa

expectativa, mas acredita nisso, por conta do efeito manada, caracterizando, assim, esses vieses do otimismo e do excesso de confiança.

Há um aparente paradoxo nesse perfil no que diz respeito ao viés da autoridade sofrida, manifestado em apenas um sujeito do grupo. Essa situação se refere à autoridade pautada nas estruturas familiares, que extrapola as relações organizacionais e são características de empresas familiares.

Em relação à manifestação do viés do arrependimento, os sujeitos relataram que suas decisões poderiam ter sido outras no sentido de aumentar a lucratividade da empresa, ou seja, decisões que precisavam ser tomadas e não foram. Isso implica que se a decisão de investimento se mostrasse indevida, causando perdas no futuro, resultaria em perdas patrimoniais, no caso dos empresários, e perda do poder e reputação, por parte dos gestores. Esse viés se alinha com o alto enraizamento desse grupo, que é formado por gestores que tendem a investir em projetos que reforcem a sua posição, sem colocá-la em risco.

A coluna da esquerda apresenta a classificação de gestores com menor enraizamento gerencial e menor tolerância ao risco, ou seja, o sujeito GEST4 apresentou, somente, um menor enraizamento gerencial, ao passo que os sujeitos GEST1 e EIND1 apresentaram, somente, menor tolerância ao risco. Na interseção há os sujeitos GEST2 e GEST3, que apresentaram tanto o menor enraizamento gerencial quanto uma menor tolerância ao risco. Nesses grupos, percebe-se uma maior influência da estrutura hierárquica da empresa e da rigidez do planejamento, que restringem as ações dos gestores, cerceando, inclusive, a incidência dos vieses destes no seu comportamento frente aos investimentos e ao risco.

O viés do conservadorismo se manifestou nos gestores de menor enraizamento gerencial. Estes gestores não têm, em teoria, uma liberdade de ação que permite investimentos que lhes consolidem no cargo, o que explicaria a manutenção de um padrão de investimentos que não fuja do que foi acordado com os proprietários. Por outro lado, pelo viés do conservadorismo, o gestor apresenta resistência a mudanças, e quando as faz, elas são lentas, e não se ressalta o papel do gestor como um protagonista nas decisões de investimento nas empresas. Essa relação entre a baixa tolerância ao risco e o viés do conservadorismo, portanto, se assemelha a um ciclo que se retroalimenta: quanto maior o efeito do conservadorismo nas ações do gestor, menor o seu poder nas decisões de investimento e menor a sua consolidação no cargo e, nessa posição, o gestor tende a tomar decisões cada vez mais conservadoras.

O viés do conteúdo, no papel de quem sofre esse viés, surgiu no grupo de menor tolerância ao risco. Essa associação se justifica na própria definição da tolerância ao risco, uma vez que os indivíduos que ignoram os fatores de risco de uma determinada situação tendem a ter menor inclinação a correr esse risco (GRABLE; LYTTON, 1999). Assim, nesse contexto de baixa tolerância ao risco, o gestor fica suscetível à influência de outrem que, por meio do convencimento ou de apresentação de informações, influenciam a tomada de decisão.

Há que se ressaltar dois aspectos em relação a essa análise gráfica. A primeira se refere ao sujeito EIND1, que não está associado a qualquer grau de enraizamento gerencial, pois é proprietário de uma empresa individual, sendo o único indivíduo na gestão e, portanto, possui características próprias de gerenciamento. O segundo aspecto é que há dois vieses comportamentais que não aparecem na Figura 25, o do efeito *sunk cost* e o do agente externo. Esses vieses estão ligados a gestores de diferentes graus de tolerância ao risco e de enraizamento gerencial, não ficando evidentes os efeitos de sua influência de forma sistemática em um grupo específico.

4.2.2 Associações entre enraizamento gerencial, vieses comportamentais, tolerância ao risco com a tomada de decisão em ativos reais

Os achados da pesquisa apontam que os gestores enraizados tomam decisões em grupo e por intuição. Esse paradoxo entre a decisão por grupo e decisão por intuição se explica pelo fato de que um dos sócios influencia o outro por meio de uma argumentação melhor e, assim, tomam a decisão de investimentos. Há indícios, nesta pesquisa, de outro fator sobre esse tipo de tomada de decisão, ou seja, a transferência de responsabilidade e o risco sobre a decisão, muito embora seja clara a influência da opinião de um sócio pelo outro.

Os vieses comportamentais reafirmam o papel influenciador do decisor, como o caso dos vieses do conteúdo, do efeito manada, da autoridade, do otimismo e do excesso de confiança, que indicam o poder da argumentação, eloquência, confiança e otimismo sem precisar constatar, por meio de estudo técnicos, sobre o investimento a ser realizado.

O viés da autoatribuição reafirma, também, o referido papel influenciador, pois o decisor tende a atribuir os resultados positivos à sua decisão e os resultados

negativos à decisão em grupo. O efeito *sunk cost* evidencia que o decisor continuaria investindo no projeto para não mostrar que decidiu errado sobre o investimento.

Com relação ao viés do arrependimento, relacionou-se com a tomada de decisão de investimentos em ativos reais, pelo fato de que a decisão poderia ter sido outra e, no caso, uma outra decisão que reafirmasse uma maior lucratividade para a empresa. Este viés não se relacionou com o sentido de terem decidido realizar investimentos e estes foram malsucedidos.

Esse grupo dos gestores mais enraizados e que decidem em grupo e por intuição são mais tolerantes ao risco, muito embora a tolerância ao risco extrapole a questão individual de cada gestor e, às vezes, dependa da situação em que a decisão será tomada, neste caso, os gestores entendem que, por sua experiência de decisões bem-sucedidas de investimentos, familiaridade com o mercado e visualizar o risco como uma oportunidade no mercado, esses fatores contribuem para uma maior tolerância ao risco e, indiretamente, para uma decisão por intuição, tendo em vista a necessidade da agilidade da decisão para aproveitar as oportunidades do mercado.

O grupo dos gestores menos enraizados apresentou algumas peculiaridades quanto aos sujeitos da pesquisa, ou seja, este grupo apresentou dois sujeitos que pertencem a empresas de capital aberto que possuem uma governança corporativa consistente, e um sujeito que pertence a uma empresa de capital fechado, tendo os acionistas um certo controle sobre as suas ações. Baseado nessa informação, tem-se que esses gestores ora tomam decisões centralizadas (gestor da empresa de capital fechado) e ora tomam decisões descentralizadas (gestores da empresa de capital aberto).

Entretanto, são baseadas em dados técnicos e estudos de viabilidade econômica, com estudos das variáveis macroeconômicas. Isso indica que a estrutura empresarial é mais forte que a vontade de gestor, forçando-o constantemente a fornecer explicações de suas ações e, de certa forma, essa estrutura, também, fornece uma segurança quanto ao risco dos investimentos em ativos reais, ajudando-os a manterem sua posição na organização.

O viés que surgiu nesse grupo foi o do conservadorismo, pois as mudanças que surgem no ambiente empresarial dessas empresas são realizadas de forma lenta, devido ao apego e resistência a mudanças, e há indícios de que o gestor se assegura e verifica o impacto que essas mudanças podem fazer em sua posição e remuneração, talvez por isso a resistência ao novo.

Esses gestores apresentaram uma menor tolerância ao risco, o que sugere um mecanismo eficiente de controle sobre os resultados dos gestores, forçando-os a apresentar projetos que deem retorno positivo esperado e, assim, garantir sua permanência na empresa.

Um das características do enraizamento gerencial está no uso da dívida por parte dos gestores para a manutenção do poder, posição e remuneração dentro da organização (BERGER; OFEK; YERMACK, 2017; NOVAES; ZINGALES, 1995; SHLEIFER; VISHNY, 1989). Sendo assim, é necessário discorrer sobre essa relação com os vieses comportamentais, tolerância ao risco e a tomada de decisão.

Os achados da pesquisa evidenciam que os gestores enraizados utilizam capital próprio para financiar os investimentos em ativos reais. Esse fato corrobora, em parte, os achados de Shleifer e Vishny (1989), que dissertam sobre o uso do endividamento em ativos específicos, ou seja, ativos sobre os quais o gestor tenha conhecimento e, assim, mantenha, ou tente manter, em alguns casos, uma superioridade em relação ao seu par no ato de tomada de decisão, tendo em vista que dos quatro sujeitos enraizados, três são sócios e com participações iguais na sociedade. A parte que não corrobora os achados dos autores diz respeito à intenção de investir em ativos de baixa rentabilidade, porém com resultados seguros. Os relatos dos gestores na pesquisa indicam que os investimentos em ativos reais forneceram retornos acima do esperado.

Os vieses comportamentais associados à utilização de capital próprio para financiar os investimentos em ativos reais foram: efeito manada, autoridade (sofre), *sunk cost*, efeito agente externo e arrependimento. Vale ressaltar que o efeito manada, a autoridade (sofre) e o efeito agente externo foram associados a uma decisão em que o gestor demonstrou transferir o risco da operação para o outro par ou consultor, ou seja, os gestores deixaram claro que caso o investimento apresentasse prejuízo ou fosse abaixo do esperado, a “culpa” pelo resultado seria do outro sócio, mas isso aconteceria de forma velada, para não prejudicar a sociedade.

Os vieses do arrependimento e do *sunk cost* indicam que há aplicações de recursos próprios a um custo elevado, sendo aplicados em investimentos com baixo retorno ou prejuízo e, no caso do viés do arrependimento, poderia ter sido aplicado em investimentos mais rentáveis.

Com relação à tolerância ao risco, tanto os gestores mais tolerantes como os menos tolerantes ao risco usam o capital próprio para financiamento dos

investimentos em ativos reais. Isso abre várias possibilidades de perspectivas de tomada de decisão desse tipo, ou seja, os menos tolerantes ao risco optam por usar o capital próprio para não ficarem endividados com bancos e crerem que o recurso financeiro da empresa tenha um custo menor que a de um banco, isto, é contrário ao pensamento da teoria racional de finanças. Quanto ao mais tolerante ao risco, tem-se que ele usa o capital próprio para investimentos em ativos reais para não perder as oportunidades de negócios e entende que, caso os investimentos causem prejuízo, os sócios não ficam devendo ao credor.

Os gestores menos enraizados financiam os investimentos em ativos reais por meio da utilização de fontes de recursos, tanto de terceiros como próprio. Os mecanismos de controle das organizações limitam as escolhas de endividamento dos gestores, adotando um teto de endividamento, bem como direcionado o tipo de fonte de recurso financeiro a ser utilizado para os ativos reais.

O único viés associado aos menos enraizados foi o viés do conservadorismo, o que demonstra o cuidado que os gestores possuem ao tomarem uma dívida, pois isso implica sua posição e remuneração na empresa, dependendo do resultado que os investimentos em ativos reais obtiverem.

Os vieses comportamentais otimismo e excesso de confiança, aversão à perda, efeito dotação, conteúdo (exerce), autoatribuição e autoridade (exerce) surgiram tanto nos gestores mais enraizados como nos menos enraizados, bem como nos gestores mais tolerantes e menos tolerantes ao risco. A relação desses vieses com a utilização das fontes de recursos se dá tanto pelo capital próprio como pelo capital de terceiros. Isso acontece devido às características das empresas, pois duas são capital aberto e utiliza as fontes de recursos dependendo do impacto no custo de capital. Contudo, há indícios de que há influência dos vieses comportamentais supracitados na escolha das fontes de recursos e que, portanto, tal escolha pode não ser a melhor para a organização.

O sujeito EIND1 é um empresário individual, como já citado. Entretanto, ele utiliza fontes de recursos de terceiros para financiar os investimentos em ativos reais, tendo em vista que há um interesse do município no desenvolvimento e permanência da sua empresa. O investimento foi proveniente de uma doação do ente público de um terreno em uma localização vantajosa. Outra fonte de recurso de terceiro provém do BNB com aquisições de maquinários.

Foi constatado na pesquisa que o sujeito EIND1 possui alguns vieses e que estes podem influenciar a escolha da fonte de recursos de terceiros. Os vieses relacionados são: conteúdo (sofre), efeito agente externo, otimismo e excesso de confiança, aversão à perda e *sunk cost*. Há indícios de que os vieses influenciam a escolha da fonte de recurso de terceiro, porém não foi evidenciado que a influência dos consultores sobre a escolha do equipamento a ser comprado (viés do conteúdo (sofre) e efeito manada), também, influencia a escolha de capital de terceiros. Entretanto, ficou explícito o otimismo e excesso de confiança de que o equipamento e a nova infraestrutura darão os retornos desejados e, com isso, quitarão as dívidas do capital de terceiros.

O medo de que o negócio ou determinado ativo não consiga gerar os retornos esperados sempre persiste na fala do entrevistado, porém não é o determinante para a escolha do endividamento. Como a empresa é o único meio de vida do sujeito, ele demonstrou que fará o que preciso for para que o negócio seja rentável e buscará os meios necessários para que a empresa consiga ter produtividade e ser competitiva, até buscar se endividar para financiar os investimentos necessários à empresa. O problema está em perceber se os investimentos em ativos reais são rentáveis, pois o empresário não faz estudos de viabilidade econômica financeira sobre o investimento, o que incorre no viés do *sunk cost*.

O sujeito EIND1 demonstrou ser menos tolerante ao risco, devido às características de formação de sua empresa, ou seja, é uma empresa individual com pouco acesso a recursos vantajosos, porém não é um fator determinante para adquirir empréstimos de terceiros para financiar suas atividades.

De forma geral, tem-se que os gestores mais enraizados são mais tolerantes ao risco e sofrem os efeitos dos vieses já citados, além disso tomam decisões de investimentos em ativos reais em grupo e por intuição e sofrem influências do contexto macroeconômico e do contexto interno da empresa, porém a dinamicidade do mercado forçam os gestores a tomarem decisões rápidas com o mínimo de apuração de dados que os auxiliem na tomada de decisão para aproveitar as oportunidades de crescimento que surgem. A influência dos vieses pode causar erros na decisão como foi visto na tese.

Os gestores menos enraizados são menos tolerantes ao risco devido as suas empresas possuírem hierarquias de poder, que forçam o gestor a mostrar

transparência em suas ações e justificar suas decisões, e estes gestores sofrem os efeitos dos vieses já citados. Nesse grupo, as decisões são baseadas em mecanismos de predição ou por intuição, mas, como do grupo anterior, tais decisões sofrem influências do contexto macroeconômico e do contexto interno da empresa, com a finalidade de aproveitar as oportunidades de crescimento que surge no mercado.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A decisão de investimentos em ativos reais requer um conjunto consistente de informações, estudos técnicos, avaliações de risco, formulações de cenários econômicos e financeiros etc., para que o referido investimento tenha o retorno esperado. Entretanto, a tomada de decisão em investimento não é composta somente de fatores objetivos, como os citados acima, que ao serem elaborados implica garantir o resultado planejado.

Além dos fatores objetivos, há de se considerar a influência dos fatores subjetivos do decisor ao tomar uma decisão de investimento. A literatura evidencia que tais fatores influenciam o decisor, os resultados dos investimentos que este planeja. Sendo assim, esta tese procurou esclarecer a relação entre os vieses comportamentais com a tomada de decisão, introduzindo nessa relação os conceitos de enraizamento gerencial, em que o gestor possui um comportamento de busca por mais autonomia na empresa para, assim, preservar sua posição e/ou aumentar sua remuneração, bem como a tolerância ao risco, que é um elemento ligado à cognição do decisor e à decisão propriamente dita.

Nesse sentido, esta tese teve como objetivo geral compreender os efeitos dos vieses comportamentais, do enraizamento gerencial e da tolerância ao risco presentes na tomada de decisão de investimentos em ativos reais, fundamentando-se a análise pelos conceitos das finanças comportamentais, evidenciando que, na literatura, não há essa relação analisada em conjunto e voltada a decisões de investimentos em ativos reais.

Primeiramente, elaborou-se uma delimitação dos conceitos sobre processo decisório, enraizamento gerencial, vieses comportamentais e tolerância ao risco. Sendo assim, referente ao processo decisório, discutiram-se os efeitos da subjetividade no processo de orçamento de capital que representa projetos de investimentos em ativos reais nas organizações. Nessa fase, inicialmente, utilizou-se a pesquisa de Lima *et al.* (2016) sobre os efeitos dos vieses nas fases de elaboração de projetos de ativos reais. Posteriormente, introduziu-se a pesquisa de Shore (2008) sobre as influências dos vieses nas falhas de projetos e seus resultados. Concluindo essa fase, pôs-se a discussão sobre os aspectos financeiros e não financeiros na avaliação e tomada de decisão em ativos reais.

Em relação ao enraizamento gerencial (*managerial entrenchment*), colocou-se a discussão dos efeitos do enraizamento na tomada de decisão empresarial, em que o comportamento do gestor na busca de mais autonomia na decisão é determinante na gestão da organização, impactando os projetos a serem aprovados e os respectivos resultados (ELLILI, 2012; RODRIGUES; ANTÓNIO, 2010), bem como a escolha de financiamento dos projetos (BERGER; OFEK; YERMACK, 2017; NOVAES; ZINGALES, 1995). Desta forma, o gestor enraizado procura dificultar os mecanismos de controle sobre suas atividades, para que possa se manter no cargo e manter sua remuneração. Vale ressaltar que não há na literatura pesquisas que envolvam o enraizamento gerencial com os vieses comportamentais e tolerância ao risco.

A respeito dos vieses comportamentais, elaborou-se análise da literatura para a escolha dos vieses que mais se estudam na tomada de decisão em ativos reais. Para isso, utilizaram-se os textos de Moutinho (2011), Moutinho e Lopes (2010), Pompian (2006), Shore (2008), entre outros autores, e assim se definiram os vieses desta pesquisa. Entretanto, nos relatos dos sujeitos, surgiram os vieses do arrependimento, do efeito agente externo e do conservadorismo, os quais não tinham sido escolhidos inicialmente.

No que concerne à tolerância ao risco, esta pesquisa se baseou nos estudos de Grable e Joo (2004), Grable e Lytton (1999) e de outros autores, para definir o efeito cognitivo da tolerância ao risco no gestor. Na literatura, há várias pesquisas sobre a tolerância ao risco em investidores vinculados à bolsa de valores, e não se encontrou essa relação com gestores ou investimentos em ativos reais. Sendo assim, esta tese propôs ajudar a elucidação dessa relação, analisando os efeitos cognitivos da tolerância ao risco com investimentos em ativos reais.

Acerca dos efeitos dos vieses comportamentais sobre o grau de enraizamento gerencial e no comportamento do gestor no processo decisório de investimentos em ativos reais, a pesquisa evidenciou que alguns gestores possuem um grau elevado de enraizamento e há outros gestores com baixo grau de enraizamento, porém os vieses comportamentais (Figura 24) afetam o enraizamento em ambos os graus e há vieses que afetam somente um determinado grau de enraizamento. O fato é que todos afetam a tomada de decisão em ativos reais.

Sobre os efeitos da tolerância ao risco na tomada de decisão de investimentos em ativos reais, tratou-se esta variável de acordo com a caracterização

definida por Grable e Joo (2004), ou seja, os autores caracterizaram como sendo a compreensão do risco, conforto e segurança em investimentos e noção de risco. Desta forma, identificaram-se os gestores com o grau (alto ou baixo) de tolerância ao risco em relação a investimentos em ativos reais, analisando, assim, essa relação.

No geral, os resultados encontrados apontam que os gestores que procuram obter mais liberdade de ação na empresa, mais autonomia nas decisões e mais poder de decisão, isto é, os gestores enraizados, também possuem uma maior tolerância ao risco no que se refere a compreenderem a facilidade de se investir em ativos reais, devido ao seu conhecimento na área, por terem familiaridade e conhecimento do mercado, por entenderem que o negócio deve ter condições de absorver perdas e porque os gestores confiam em seus recursos internos para financiar suas atividades. Este último quesito é a ligação desses gestores com o uso intensivo de capital próprio no financiamento dos investimentos em ativos reais, ou seja, eles entendem que a utilização de capital de terceiro é uma dívida que deixa a empresa vulnerável e, sendo assim, preferem utilizar o capital próprio. Entretanto, os gestores só investem em ativos reais dos quais tenham conhecimento e experiência, pois há um sentido de segurança no processo e retorno previsto.

Já para os gestores que estão em organizações com estrutura de hierarquia de poder bem definida, com mecanismos de monitoramento dos acionistas para com o gestor, com rigidez no planejamento, ou seja, o gestor não tem autonomia de mudar aquilo que os acionistas decidiram, e transparência de suas atuações, tais características foram associadas aos gestores de menor tolerância ao risco, devido justamente aos mecanismos de controle que a empresa define e pela hierarquização da tomada de decisão, ou seja, a decisão do gestor passa por uma série de fases, como os estudos de viabilidade econômica e financeira. Os gestores que possuem menor tolerância ao risco se caracterizaram como os que fazem investimentos com retorno assegurado, que possuem uma formação acadêmica mais conservadora e que seus projetos são respaldados em mecanismos de predição. Neste grupo detectou-se que as fontes de recursos para financiamento dos projetos de ativos reais são alternadas entre capital de terceiros e capital próprio ou os dois ao mesmo tempo. Sendo assim, atendeu-se a proposição 1 da pesquisa.

Na pesquisa, há indícios de que os vieses comportamentais influenciam os gestores mais enraizados e menos enraizados, bem como os de maior e menor tolerância ao risco, lembrando que há variações do tipo de vieses em cada caso.

Especificamente, a pesquisa evidencia que os vieses comportamentais identificados nos gestores mais enraizados na tomada de decisão em ativos reais foram: otimismo/excesso de confiança, aversão à perda, efeito dotação, autoatribuição, autoridade, conteúdo (exerce), efeito manada e arrependimento, sendo que os vieses arrependimento, efeito manada e autoridade (sofre) foram exclusivos dos gestores mais enraizados.

Os vieses comportamentais identificados nos gestores menos enraizados na tomada de decisão em ativos reais foram: otimismo/excesso de confiança, aversão à perda, efeito dotação, autoatribuição, autoridade (exerce), conteúdo e conservadorismo sendo que o viés do conservadorismo se manifestou exclusivamente nos gestores de menor enraizamento.

Nos gestores de maior tolerância ao risco, os vieses comportamentais que se manifestaram na tomada de decisão em ativos reais foram: otimismo/excesso de confiança, aversão à perda, efeito dotação, autoatribuição, autoridade, conteúdo (exerce), efeito manada e arrependimento, sendo que os vieses arrependimento, efeito manada e autoridade (sofre) foram exclusivos dos gestores mais tolerantes ao risco.

Nos gestores de menor tolerância ao risco, os vieses comportamentais que se manifestaram na tomada de decisão em ativos reais foram: otimismo/excesso de confiança, aversão à perda, efeito dotação, autoatribuição, autoridade (exerce) e conteúdo, sendo que o viés do conteúdo (sofre) se manifestou exclusivamente nos gestores menos tolerantes ao risco.

Portanto, há indícios da influência dos vieses comportamentais na tomada de decisão de investimentos em ativos reais, pois quando o indivíduo possui um pouco mais de conhecimento, ele tenta tomar decisões mais racionais, mas quando o indivíduo não possui o conhecimento técnico, ele toma decisões baseadas em suas crenças ou experiências vividas no passado, e daí vem a influência dos vieses cognitivos na tomada de decisão. Sendo assim, atendeu-se à proposição 2 desta pesquisa.

Por fim, é válido ressaltar que este estudo lança luz sobre a influência dos vieses comportamentais, do enraizamento gerencial e da tolerância ao risco na tomada de decisão de investimentos em ativos reais, contribuindo para uma melhor compreensão desses fatores no processo decisório.

5.1 Limitações da Pesquisa

As limitações desta pesquisa podem se referir a alguma incompreensão dos sujeitos sobre o significado das perguntas, bem como à disposição dos sujeitos em fornecer as informações necessárias e à possibilidade de respostas que não correspondam à realidade dos sujeitos e, assim, fazer uma retenção de dados importantes para o desenvolvimento da pesquisa com o intuito de esconder a identidade do entrevistado ou que ela seja revelada.

Outra limitação da pesquisa está voltada para a possibilidade de indução de respostas do entrevistado pelo pesquisador, porém houve um cuidado quanto a isso, mas não se elimina a possibilidade de esse fato ocorrer. Há a possibilidade de explicação em demasia de cada pergunta, e isso pode esclarecer o que o pesquisador espera da resposta e, assim, induzir a resposta do entrevistado, prejudicando os resultados da pesquisa.

Outra limitação da pesquisa se refere ao modelo proposto, pois ele é uma simplificação da realidade e não pode ser generalizado para outros casos. Por último, o método utilizado, no caso a análise de conteúdo, está sujeito a interpretações pessoais do pesquisador e que, portanto, pode haver vieses na análise.

5.2 Sugestões para Futuras Pesquisas

Recomenda-se, para futuras pesquisas, ampliar o número de sujeitos entrevistados. Recomenda-se, também, a elaboração de um instrumento de pesquisa, questionário estruturado e fechado, utilizando as mesmas dimensões desta pesquisa, com o intuito de se fazer inferências estatísticas para averiguar a relação das dimensões entre si, ou seja, confirmar ou refutar os achados desta pesquisa. Recomenda-se desenvolver uma escala de enraizamento gerencial.

REFERÊNCIAS

- ABENSUR, E. O. Um modelo multiobjetivo de otimização aplicado ao processo de orçamento de capital. **Gestão & Produção**, v. 19, n. 4, p. 747–758, 2012.
- ACKERT, L. F.; CHURCH, B. K.; DEAVES, R. Emotion and financial markets. **Economic Review – Federal Reserve Bank of Atlanta**, v. 88, n. 2, p. 33–41, 2003.
- AGGARWAL, R. Corporate use of sophisticated capital budgeting techniques: a strategic perspective and a critique of survey results. **Interfaces**, v. 10, n. 2, p. 31–34, 1980.
- AGNEW, J. R. Do behavioral biases vary across individuals? Evidence from individual level 401(k) data. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 41, n. 4, p. 939, 2006.
- AHMAD, Z.; IBRAHIM, H.; TUYON, J. Institutional investor behavioral biases: syntheses of theory and evidence. **Management Research Review**, v. 40, n. 5, p. 578–603, 2017a.
- _____. Behavior of fund managers in Malaysian investment management industry. **Qualitative Research in Financial Markets**, v. 9, n. 3, p. 205–239, 2017b.
- ALCOCK, J.; STEINER, E. The interrelationships between REIT capital structure and investment. **Abacus**, v. 53, n. 3, p. 1–24, 2017.
- ALLAIS, M. Le comportement de l’homme rationnel devant le risque: critique des postulats et axiomes de l’ecole americaine. **Econometrica**, v. 21, n. 4, p. 503–546, 1953.
- ALLEN, P. M.; EDWARDS, J. A.; SNYDER, F. J.; MAKINSON, K. A.; HAMBY, D. M. The effect of cognitive load on decision making with graphically displayed uncertainty information. **Risk Analysis**, v. 34, n. 8, p. 1495–1505, 2014.
- AMBRUS, A.; GREINER, B.; PATHAK, P. Group versus individual decision-making: is there a shift. **Economics Working Papers 0091**, Institute for Advanced Study, School of Social Science, 2009.
- ARKES, H. R.; BLUMER, C. The psychology of sunk cost. **Organizational Behavior and Human Decision Processes**, v. 35, n. 1, p. 124–140, 1985.
- ASSAF NETO, A. A dinâmica das decisões financeiras. **Cadernos de Estudos**, v. 16, n. 16, p. 1–17, 1997.
- ÀSTEBRO, T.; JEFFREY, S. A.; ADOMDZA, G. K. Inventor perseverance after being told to quit: the role of cognitive biases. **The Journal of Behavioral Decision Making**, v. 20, p. 253–272, 2007.
- ÁVILA, M. G.; FIGUEIREDO, R. B. Contabilidade mental e mudanças em preços: um estudo experimental. **E&G – Revista Economia e Gestão**, v. 9, n. 21, p. 54–75, 2009.

AWAIS, M.; LABER, M. F.; RASHEED, N.; KHURSHEED, A. Impact of financial literacy and investment experience on risk tolerance and investment decisions: empirical evidence from Pakistan. **International Journal of Economics and Financial Issues**, v. 6, n. 1, p. 73–79, 2016.

BAGWELL, L. S.; ZECHNER, J. Influence costs and capital structure. **The Journal of Finance**, v. 48, n. 3, p. 975–1008, 1993.

BAILEY, J. J.; KINERSON, C. Regret avoidance and risk tolerance. **Financial Counseling and Planning**, v. 16, n. 1, p. 23–28, 2005.

BAKAR, S.; YI, A. N. C. The impact of psychological factors on investors' decision making in Malaysian stock market: a case of Klang Valley and Pahang. **Procedia Economics and Finance**, v. 35, p. 319–328, 2016.

BAKER, H. K.; NOFSINGER, J. R. Psychological biases of investors. **Financial Services Review**, v. 11, n. 2, p. 97–116, 2002.

BAKER, H. K.; RICCIARDI, V. Understanding behavioral aspects of financial planning and investing. **Journal of Financial Planning**, v. 28, n. 3, p. 22–26, 2015.

BAKER, M.; WURGLER, J. **Behavioral corporate finance: an updated survey**. Boston: Elsevier, 2013. v. 2A–2B.

BANERJEE, A.; DE, A. Capital structure decisions and its impact on dividend payout ratio during the pre- and post-period of recession in Indian scenario: an empirical study. **The Journal of Business Perspective**, v. 19, n. 4, p. 366–377, 2015.

BANNIER, C. E.; NEUBERT, M. Gender differences in financial risk taking: the role of financial literacy and risk tolerance. **Economics Letters**, v. 145, p. 130–135, 2016.

BARBER, B. M.; ODEAN, T. Boys will be boys: gender, overconfidence, and common stock investment. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 116, n. 1, p. 261–292, 2001.

BARBERIS, N.; THALER, R. A survey of behavioral finance. In: CONSTANTINIDES, G. M.; HARRIS, M.; STULZ, R. M. (Eds.). **Handbook of the Economic of Finance**. Boston: Elsevier, 2003. v. 1, cap. 18, p. 1053–1128.

BARDIN, L. **Análise de conteúdo**. 4. ed. Lisboa: Edições 70, 2011.

BARROS, L. A. B. C. **Decisões de financiamento e de investimento das empresas sob a ótica de gestores otimistas e excessivamente confiantes**. 2005. Tese (Doutorado em Administração) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2005.

BAZERMAN, M. **Judgment in managerial decision making**. 3. ed. New York: Wiley, 1994.

BENTHAM, J. **An Introduction to the principles of morals and legislation**. London: Oxford: Clarendon Press, 1907, 1780.

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, 2017.

BERNSTEIN, P. L. **Desafio aos deuses**: a fascinante história do risco. 23. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 1997.

BIGELOW, L.; LUNDMARK, L.; PARKS, J. M.; WUEBKER, R. Skirting the issues: experimental evidence of gender bias in IPO prospectus evaluations. **Journal of Management**, v. 40, n. 6, p. 1732-1759, 2014.

BRADRANIA, R.; WESTERHOLM, P. J.; YEOH, J. Do CEOs who trade shares adopt more aggressive corporate investment strategies? **Pacific Basin Finance Journal**, v. 40, p. 349–366, 2016.

BROCKMANN, E. N.; SIMMONDS, P. G. Strategic decision making: the influence of CEO Experience and use of tacit knowledge. **Journal of Managerial Issues**, v. 9, n. 4, p. 454–467, 1997.

BROIHANNE, M.-H.; MERLI, M.; ROGER, P. Solving some financial puzzles with prospect theory and mental accounting: a survey. **Revue D'économie Politique**, v. 118, n. 4, p. 475–512, 2008.

CAMARA, O. Industry herd behaviour in financing decision making. **Journal of Economics and Business**, v. 94, p. 32–42, 2017.

CAMERER, C.; LOEWENSTEIN, G.; PRELEC, D. Neuroeconomics: how neuroscience can inform economics. **Journal of Economic Literature**, v. 43, p. 9–64, 2005.

CANÇADO, A. C. **Fundamentos teóricos da gestão social**. 2011. Tese (Doutorado em Administração) – Universidade Federal de Lavras, Lavras, MG, 2011.

CARDUCCI, B. J.; WONG, A. S. Type A and risk taking in everyday money matters. **Journal of Business and Psychology**, v. 12, n. 3, p. 355–359, 1998.

CERVO, A. L.; BERVIAN, P. A.; SILVA, R. **Metodologia científica**. 6. ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007.

CHADHA, S.; SHARMA, A. K. Capital structure and firm performance: empirical evidence from India. **Vision: The Journal of Business Perspective**, v. 19, n. 4, p. 295–302, 2015.

CHAKRABORTY, A.; KAZAROSIAN, M.; TRAHAN, E. A. Uncertainty in executive compensation and capital investment: a panel study. **Financial Management**, v. 28, n. 4, p. 126–139, 1999.

CHARNESS, G.; SUTTER, M. Groups make better self-interested decisions. **Journal of Economic Perspectives**, v. 26, n. 3, p. 157–176, 2012.

CLARK, G. L.; WRIGLEY, N. Exit, the firm and sunk costs: Reconceptualizing the corporate geography of disinvestment and plant closure. **Progress in Human Geography**, v. 21, n. 3, p. 338–358, 1997.

CRONQVIST, H.; SIEGEL, S. The genetics of investment biases. **Journal of Financial Economics**, v. 113, n. 2, p. 215–234, 2014.

CROTTY, M. **Foundations of social research: meaning and perspective in the research process**. 1. ed. London: Sage, 1998.

CUTHBERTSON, K.; NITZSCHE, D.; O'SULLIVAN, N. A review of behavioural and management effects in mutual fund performance. **International Review of Financial Analysis**, v. 44, p. 162–176, 2016.

DECOURT, R. F.; ACCORSI, A. As finanças comportamentais e o processo de decisão no mercado financeiro brasileiro. In: ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, 5., 2005, São Paulo. **Anais...** São Paulo: SBFIn, 2005.

DEVENOW, A.; WELCH, I. Rational herding in financial economics. **European Economic Review**, v. 40, n. 3–5, p. 603–615, 1996.

DOUKAS, J. A.; PETMEZAS, D. Acquisitions, overconfident managers and self-attribution bias. **European Financial Management**, v. 13, n. 3, p. 531–577, 2007.

DUARTE, R. Entrevistas em pesquisas qualitativas. **Educar**, n. 24, p. 213–225, 2004.

DUTTON, J. E. Interpretations on automatic: a different view of strategic issue diagnosis. **Information Systems Management**, v. 30, n. 3, p. 339–357, 1993.

ELLILI, N. O. D. Managerial entrenchment: model and impact on the shareholders' wealth. **Corporate Ownership & Control**, v. 9, n. 2, p. 449–460, 2012.

ELTON, E. J.; GRUBER, M. J.; BROWN, S. J.; GOETZMANN, W. N. **Modern portfolio theory and investment analysis**. 8. ed. New York: J. Wiley & Sons, 2010.

EMAMI, A.; SAGHAFI, F.; ZAREI, B.; EBRAHIMZADEH, M.; DAVARI, A. Managerial applications of framing effects and mental accounting in network participation. **Advances in Production Engineering & Management**, v. 6, n. 1, p. 57–69, 2011.

FAMA, E. F. Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. **The Journal of Finance**, v. 25, n. 2, p. 383–417, 1970.

_____. Agency problems and the theory of the firm. **Journal of Political Economy**, v. 88, n. 2, p. 288–307, 1980.

FAMA, E. F.; JENSEN, M. C. Separation of ownership and control. **The Journal of Law & Economics**, v. 26, n. 2, p. 301–325, 1983.

FAMÁ, R.; CIOFFI, P. L. D. M.; COELHO, P. A. R. Contexto das finanças comportamentais: anomalias e eficiência do mercado de capitais brasileiro. **Revista de Gestão USP**, v. 15, n. 2, p. 65–78, 2008.

FAN, J. X.; XIAO, J. J. Cross-cultural differences in risk tolerance : a comparison between Chinese and Americans. **Journal of Personal Finance**, v. 5, n. 3, p. 54–75, 2006.

FENG, K.; XIONG, W.; WANG, S.; WU, C.; XUE, Y. Optimizing an equity capital structure model for public-private partnership projects involved with public funds. **Journal of Construction Engineering and Management**, v. 143, n. 9, p. 1–12, 2017.

FLICK, U. **Introdução à pesquisa qualitativa**. 3. ed. Porto Alegre: Artmed, Bookman, 2009.

GERGEN, K. J. O movimento do construcionismo social na psicologia moderna. **Revista Internacional Interdisciplinar INTERthesis**, v. 6, n. 1, p. 299–325, 2009.

GERVAIS, S.; HEATON III, J. B.; ODEAN, T. Overconfidence, investment policy, and executive stock options. **Rodney L. White Center for Financial Research Working Paper**, 2003. Disponível em: <<http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.195.1984&rep=rep1&type=pdf>>. Acesso em: 10 ago. 2017.

GHOSH, C.; GIAMBONA, E.; HARDING, J. P.; SIRMANS, C. F. How entrenchment, incentives and governance influence REIT capital structure. **Journal of Real Estate Finance and Economics**, v. 43, n. 1, p. 39–72, 2011.

GIRALDO, S. R.; ZULUAGA, G. A. O.; ESPINOSA, C. L. Networking en pequeña empresa: una revisión bibliográfica utilizando la teoría de grafos. **Revista Vinculos**, v. 11, n. 2, p. 6–16, 2014.

GIUNIPERO, L.; DAWLEY, D.; ANTHONY, W. P. The impact of tacit knowledge on purchasing decisions. **The Journal of Supply Chain Management**, v. 35, n. 4, p. 42–49, 1999.

GOMES, L. L.; BRANDÃO, L. E.; PINTO, A. C. F. Otimização de carteiras de contratos de energia elétrica através da Medida Ômega. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 8, n. 1, p. 45–67, 2010.

GÓMEZ, Y.; MARTÍNEZ-MOLÉS, V.; VILA, J. Spanish regulation for labeling of financial products: a behavioral-experimental analysis. **Economia Política**, v. 33, n. 3, p. 355–378, 2016.

GOMPERS, P.; ISHII, J.; METRICK, A. Corporate governance and equity prices. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 118, n. 1, p. 107–155, 2003.

GRABLE, J. E. Financial risk tolerance and additional factors that affect risk taking in everyday money matters. **Journal of Business and Psychology**, v. 14, n. 4, p. 625–630, 2000.

GRABLE, J. E.; JOO, S.-H. Environmental and biopsychosocial factors associated with financial risk tolerance. **Journal of Financial Counseling and Planning**, v. 15, n. 1, p. 73–82, 2004.

GRABLE, J. E.; RABBANI, A. Risk tolerance across life domains: evidence from a sample of older adults. **Journal of Financial Counseling and Planning**, v. 25, n. 2, p. 174–183, 2014.

GRABLE, J.; LYTTON, R. Financial risk tolerance revisited: the development of a risk assessment instrument. **Financial Services Review**, v. 8, p. 163–181, 1999.

GREEN, S. The impact of ownership and capital structure on managerial motivation and strategy in management buy-outs: a cultural analysis. **Journal of Management Studies**, v. 29, n. 4, p. 513–535, 1992.

GROß, K. **Equity ownership and performance**: an empirical study of German traded companies. Frankfurt: Physica-Verlag Heidelberg, 2007.

GUDMUNDSSON, S. V.; LECHNER, C. Cognitive biases, organization, and entrepreneurial firm survival. **European Management Journal**, v. 31, n. 3, p. 278–294, 2013.

GUEST, G.; BUNCE, A.; JOHNSON, L. How many interviews are enough? **Field Methods**, v. 18, n. 1, p. 59–82, 2006.

HALLAHAN, T. A.; FAFF, R. W.; MCKENZIE, M. D. An empirical investigation of personal financial risk tolerance. **Financial Services Review**, v. 13, p. 57–78, 2004.

HARDIN, A. M.; LOONEY, C. A. Myopic loss aversion: demystifying the key factors influencing decision problem framing. **Organizational Behavior and Human Decision Processes**, v. 117, n. 2, p. 311–331, 2012.

HASTIE, R. Problems for judgment and decision making. **Annual Review of Psychology**, v. 52, n. 1, p. 653–683, 2001.

HEATON, J. B. Managerial optimism and corporate finance. **Financial Management**, v. 31, n. 2, p. 33–45, 2002.

HENRICH, J.; BOYD, R.; BOWLES, S.; CAMERER, C.; FEHR, E.; GINTIS, H.; MCELREATH, R. In search of homo economicus: behavioral experiments in 15 small scale societies. **The American Economic Review**, v. 91, n. 2, p. 73–78, 2001.

HEO, W.; GRABLE, J. E.; NEILL, B. O. Wealth accumulation inequality: does investment risk tolerance and equity ownership drive wealth accumulation? **Social Indicators Research**, v. 133, n. 1, p. 209–225, 2017.

HINSZ, V. B.; INDAHL, K. E. Assimilation to anchors for damage awards in a mock civil trial. **Journal of Applied Social Psychology**, v. 25, n. 11, p. 991–1026, 1995.

HIRSHLEIFER, D. Investor psychology and asset pricing. **Journal of Finance**, v. 56, n. 4, p. 1533–1597, 2001.

HOFSTEDE, G. Motivation, leadership, and organization: do American theories apply abroad? **Organizational Dynamics**, v. 9, n. 1, p. 42–63, 1980.

_____. **Cultures and organizations**: software of the mind. New York: McGraw-Hill, 1997.

_____. Problems remain, but theories will change: the universal and the specific in 21st-century global management. **Organizational Dynamics**, v. 28, n. 1, p. 34–44, 1999.

HOLDERMANN, C.; KISSEL, J.; BEIGEL, J. Distributed photovoltaic generation in Brazil: an economic viability analysis of small-scale photovoltaic systems in the residential and commercial sectors. **Energy Policy**, v. 67, p. 612–617, 2014.

HOLTON, G. A. Defining risk. **Financial Analysts Journal**, v. 60, n. 6, p. 19–25, 2004.

HOLZHAUER, H. M.; LU, X.; MCLEOD, R.; WANG, J. RiskTRACK: the five factor model for measuring risk tolerance. **The Journal of Risk Finance**, v. 17, n. 4, p. 1–29, 2016.

HOUGH, J. R.; WHITE, M. A. Environmental dynamism and strategic decision-making rationality: an examination at the decision level. **Strategic Management Journal**, v. 24, n. 5, p. 481–489, 2003.

HUTCHINSON, R. W. The capital structure and investment decisions of the small owner-managed firm: some exploratory issues. **Small Business Economics**, v. 7, n. 3, p. 231–239, 1995.

IQUIAPAZA, R. A.; AMARAL, H. F.; BRESSAN, A. A. Evolução da pesquisa em finanças: epistemologia, paradigma e críticas. **O&S**, v. 16, n. 49, p. 351–370, 2009.

JANIS, I. L. **Victims of groupthink**: a psychological study of foreign-policy decisions and fiascos. Boston: Houghton Mifflin, 1972.

JENSEN, M. C. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. **American Economic Review**, v. 76, n. 2, p. 323–329, 1986.

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

JOG, V. M.; SRIVASTAVA, A. K. Corporate financial decision making in Canada. **Canadian Journal of Administrative Sciences**, v. 11, n. 2, p. 156–176, 1994.

JONES, B. D. Bounded rationality. **Annual Review of Political Science**, v. 2, n. 1, p. 297–321, 1999.

JULIUSSON, Á. Optimism as modifier of escalation of commitment. **Scandinavian Journal of Psychology**, n. 47, p. 345–348, 2006.

KABASINSKAS, A.; MACYS, U. Calibration of bollinger bands parameters for trading strategy development in the Baltic stock market. **Engineering Economics**, v. 21, n. 3, p. 244–254, 2010.

KAHNEMAN, D.; KNETSCH, J. L.; THALER, R. H. Anomalies: the endowment effect, loss aversion, and status quo bias. **The Journal of Economic Perspectives**, v. 5, n. 1, p. 193–206, 1991.

KAHNEMAN, D.; RIEPE, M. W. Aspects of investor psychology. **The Journal of Portfolio Management**, v. 24, n. 4, p. 52–65, 1998.

KAHNEMAN, D.; TVERSKY, A. Subjective probability: a judgment of representativeness. **Cognitive Psychology**, v. 3, n. 3, p. 430–454, 1972.

_____. Prospect theory: an analysis of decision under risk. **Econometrica: Journal of the Econometric Society**, v. 47, n. 2, p. 263–292, 1979.

KANNADHASAN, M.; THANKUR, B. P. S.; GUPTA, C. P.; CHARAN, P.; MCMILLAN, D. Testing capital structure theories using error correction models: evidence from China, India, and South Africa. **Cogent Economics and Finance**, v. 6, n. 1, p. 1–19, 2018.

KERR, N. L.; MACCOUN, R. J.; KRAMER, G. P. Bias in judgment: comparing individuals and groups. **Psychological Review**, v. 103, n. 4, p. 687–719, 1996.

KESTER, W. C. Today's options for tomorrow's growth. **Harvard Business Review**, v. 62, n. 2, p. 153–160, 1984.

KIMURA, H. Aspectos comportamentais associados às reações do mercado de capitais. **RAE Eletrônica**, v. 2, n. 1, p. 1–14, 2003.

KITCES, M. Rethinking risk tolerance. **Financial Planning**, v. 36, n. 3, p. 54–59, 2006.

KIYMAZ, H.; ÖZTÜRKAL, B.; AKKEMIK, K. A. Behavioral biases of finance professionals: Turkish evidence. **Journal of Behavioral and Experimental Finance**, v. 12, p. 101–111, 2016.

KLAMMER, T. Empirical evidence of the adoption of sophisticated capital budgeting techniques. **The Journal of Business**, v. 45, n. 3, p. 387–397, 1972.

KOELLINGER, P.; MINNITI, M.; SCHADE, C. “I think I can, I think I can”: overconfidence and entrepreneurial behavior. **Journal of Economic Psychology**, v. 28, p. 502–527, 2007.

KRAUTER, E.; FAMÁ, R. Um estudo sobre a função financeira da empresa. In: SEMINÁRIOS EM ADMINISTRAÇÃO, 8., 2005, São Paulo. **Anais...** São Paulo: SemeAd, 2005.

KRISTJANPOLLER, W. D.; OLSON, J. E. The effect of financial knowledge and demographic variables on passive and active investment in Chile's pension plan. **Journal of Pension Economics and Finance**, v. 14, n. 3, p. 293–314, 2015.

KRUEGER JR., N. F. The cognitive infrastructure of opportunity emergence. **Entrepreneurship Theory and Practice**, v. 38, p. 5–23, 2007.

KUGLER, T.; KAUSEL, E. E.; KOCHER, M. G. Are groups more rational than individuals? A review of interactive decision making in groups. **Wiley Interdisciplinary Reviews: Cognitive Science**, v. 3, n. 4, p. 471–482, 2012.

- LAI, C. W.; XIAO, J. J. Consumer biases and competences in company stock holdings. **The Journal of Consumer Affairs**, v. 44, n. 1, p. 179–212, 2010.
- LIANG, X.; REINER, D. Behavioral issues in financing low carbon power plants. **Energy Procedia**, v. 1, n. 1, p. 4495–4502, 2009.
- LIBBY, R.; RENNEKAMP, K. Self-serving attribution bias, overconfidence, and the issuance of management forecasts. **Journal of Accounting Research**, v. 50, n. 1, p. 197–231, 2012.
- LIMA, A. C.; YU, A. S. O.; SILVEIRA, J. A. G.; SANTOS, F. C. B. Vieses cognitivos no orçamento de capital. **Contabilidade Vista & Revista**, v. 27, n. 2, p. 1–22, 2016.
- LIMA, M. A. D. S.; ALMEIDA, M. C. P.; LIMA, C. C. A utilização da observação participante e da entrevista semi-estruturada na pesquisa em enfermagem. **Revista gaúcha de Enfermagem**, v. 20, n. esp., p. 130–142, 1999.
- LIN, H. Elucidating rational investment decisions and behavioral biases: evidence from the Taiwanese stock market. **African Journal of Business Management**, v. 5, n. 5, p. 1630–1641, 2011.
- LINTNER, J. The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets. **The Review of Economics and Statistics**, v. 47, n. 1, p. 13–47, 1965.
- LIU, H. H.; CHIU, Y. Y. Sales framing, mental accounting, and discount assignments. **Asia Pacific Management Review**, v. 20, n. 4, p. 201–209, 2015.
- LIU, J., JIN, X.; WANG, T.; YUAN, Y. Robust multi-period portfolio model based on prospect theory and ALMV-PSO algorithm. **Expert Systems with Applications**, v. 42, n. 20, p. 7252–7262, 2014.
- LOBÃO, J. F. **Finanças comportamentais: quando a economia encontra a psicologia**. Lisboa: Conjuntura Atual, 2012.
- LOVALLO, D.; KAHNEMAN, D. Delusions of success: how optimism undermines executives' decisions. **Havard Business Review**, n. 81, p. 56–63, 2003.
- LOVALLO, D.; SIBONY, O. The case for behavioral strategy. **McKinsey Quarterly**, v. 32, p. 1–16, 2010.
- LUNDSTRUM, L. L. Corporate investment myopia: a horserace of the theories. **Journal of Corporate Finance**, v. 8, n. 4, p. 353–371, 2002.
- MACCRIMMON, K. R.; WEHRUNG, D. A. Characteristics of risk taking executives. **Management Science**, v. 36, n. 4, p. 422–435, 1990.
- MACEDO JR., J. S. **Teoria do prospecto: uma investigação utilizando simulação de investimentos**. 2003. Tese (Doutorado em Engenharia de Produção) – Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2003.

MACEDO JR., J. S.; KOLINSKY, R.; MORAIS, J. C. J. DE. **Finanças comportamentais: como o desejo, o poder, o dinheiro e as pessoas influenciam nossas decisões.** São Paulo: Atlas, 2011.

MACHADO, M. J. C. **Formas de mensuração x *stewardship*: implicações nos ativos biológicos.** 2016. Tese (Doutorado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2016.

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

MALONEY, M. T.; MCCORMICK, R. E.; MITCHELL, M. L. Managerial decision making and capital structure. **The Journal of Business**, v. 66, n. 2, p. 189–217, 1993.

MANIN, B. Deliberation: why we should focus on debate rather than discussion. **Program in Ethics and Public Affairs Seminar**, Princeton University, 13 out. 2005. Disponível em: <<https://www.princeton.edu/csdp/events/Manin101305/Manin101305.pdf>>. Acesso em: 6 ago. 2018.

MAO, J. C. T. Survey of investment management: teaching versus practice. **American Finance Association**, v. 25, n. 2, p. 349–360, 1970.

MARCH, J. G.; SHAPIRA, Z. Managerial perspectives on risk and risk taking. **Management Science**, v. 33, n. 11, p. 1404–1418, 1987.

MARIAPPANADAR, S.; KAIROUZ, A. Influence of human resource capital information disclosure on investors' share investment intentions: an Australian study. **Personnel Review**, v. 46, n. 3, p. 551–571, 2017.

MARITAN, C. A. Capital investment as investing in organisational capabilities: an empirically grounded process model. **Academy of Management Journal**, v. 44, n. 3, p. 513–531, 2001.

MARKOWITZ, H. Portfolio selection. **The Journal of Finance**, v. 7, n. 1, p. 77–91, 1952.

MARREIROS, M. G. C. **Agentes de apoio à argumentação e decisão em grupo.** 2007. Tese (Doutorado em Engenharia) – Universidade do Minho, Minho, 2007.

MATTOS, L. V. A natureza humana e o “homem econômico” milliano. **Estudos Econômicos (São Paulo)**, v. 27, n. 1, p. 69–96, 1997.

MEHRAN, H. Executive incentive plans, corporate control, and capital structure. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 27, n. 4, p. 539–560, 1992.

MERRIAM, S. B.; TISDELL, E. J. **Qualitative research: a guide to design and implementation.** 4. ed. San Francisco: Jossey-Bass A Wiley Brand, 2015.

- MEUB, L.; PROEGER, T. Are groups “less behavioral”? The case of anchoring. **CEGE Discussion Papers No. 188**, 20 jul. 2016. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2397777>. Acesso em: 6 ago. 2018.
- MILGRAM, S. Behavioral study of obedience. **Journal of Abnormal and Social Psychology**, v. 67, n. 4, p. 371–378, 1963.
- MILLER, K. D.; SHAPIRA, Z. An empirical test of heuristics and biases affecting real option valuation. **Strategic Management Journal**, v. 25, n. 3, p. 269–284, 2004.
- MILLER, P.; O’LEARY, T. Mediating instruments and making markets: capital budgeting, science and the economy. **Accounting, Organizations and Society**, v. 32, n. 7–8, p. 701–734, 2007.
- MOKYR, J. **A culture of growth: the origins of the modern economy**. 1. ed. New Jersey: Princeton University Press, 2016.
- MORCK, R.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. Management ownership and market valuation: an empirical analysis. **Journal of Financial Economics**, v. 20, p. 293–315, 1988.
- MORGAN, M. S. Economic man as model man: ideal types, idealization and caricatures. **Journal of the History of Economic Thought**, v. 28, n. 1, p. 1, 2006.
- MOUTINHO, N. Decision-making process in investment projects. In: INTERNATIONAL CONFERENCE ON PROJECT ECONOMIC EVALUATION, 1., 2011. Guimarães. **Proceedings...** Guimarães, Portugal: Icopev, 2011.
- MOUTINHO, N.; LOPES, M. D. S. The role of non-financial aspects in project appraisal: the practice of Portuguese firms. In: WORLD FINANCE CONFERENCE, 1., 2010, Viana do Castelo. **Proceedings...** Viana do Castelo, Portugal: WFC, 2010.
- NIEHAUS, G.; SHRIDER, D. Framing and the disposition effect: evidence from mutual fund investor redemption behaviour. **Quantitative Finance**, v. 14, n. 4, p. 683–697, 2013.
- NIELSEN, T. M.; RIDDLE, L. Investing in peace: the motivational dynamics of diaspora investment in post-conflict economies. **Journal of Business Ethics**, v. 89, Suplemento 4, p. 435–448, 2010.
- NOBRE, L. H. N. **Percepção de risco, tolerância ao risco e seus determinantes: um estudo com gestores de hotéis no Nordeste brasileiro**. 2015. Tese (Doutorado em Administração) – Pontifícia Universidade Católica do Paraná, Curitiba, 2015.
- NOBRE, L. H. N.; GRABLE, J. E.; SILVA, W. V.; VEIGA, C. P. A cross cultural test of financial risk tolerance attitudes: Brazilian and American similarities and differences. **International Journal of Economics and Financial Issues**, v. 6, n. 1, p. 314–322, 2016.
- NOE, T. H.; REBELLO, M. J. Renegotiation, investment horizons, and managerial discretion. **The Journal of Business**, v. 70, n. 3, p. 385–407, 1997.

NOVAES, W.; ZINGALES, L. Capital structure choice when managers are in control: entrenchment versus efficiency. **NBER Working Paper Series No 5384**, dez. 1995. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w5384.pdf>>. Acesso em: 6 ago. 2018.

ODEAN, T. Are investors reluctant to realize their losses? **The Journal of Finance**, v. 53, n. 5, p. 1775–1798, 1998.

_____. Why do investors trade too much? **The American Economic Review**, v. 89, n. 5, p. 1279–1298, 1999.

OLSEN, R. A. Behavioral finance and its implications volatility for stock-price volatility. **Financial Analysts Journal**, v. 54, n. 2, p. 10–18, 1998.

PAPADAKIS, V. M.; LIOUKAS, S.; CHAMBERS, D. Strategic decision-making processes: the role of management and context. **Strategic Management Journal**, v. 19, n. 2, p. 115–147, 1998.

PARK, H.; SOHN, W. Behavioral finance: a survey of the literature and recent development. **Seoul Journal of Business**, v. 19, n. 1, p. 3–42, 2013.

PETEROS, R. G.; MALEYEFF, J. Using Lean Six Sigma to improve investment behavior. **International Journal of Lean Six Sigma**, v. 6, n. 1, p. 1–16, 2015.

PETTIGREW, A. M. Longitudinal field research on change: theory and practice. **Organizational Science**, v. 1, n. 3, p. 267–292, 1990.

PIRES, Á. P. Amostragem e pesquisa qualitativa: ensaio teórico e metodológico. In: POUPART, J.; DESLAURIERS, J. P.; GROULX, L. H.; LAPERRIERE, A.; MAYER, R.; PIRES, A. P. **A pesquisa qualitativa: enfoque epistemológicos e metodológicos**. Petrópolis: Vozes, 2008. p. 464.

POLUNIN, O. Aging of monetary saving proposition formulated from the first-and the third-person perspectives as a factor modulating the framing effect. **Studia Psychologica**, v. 55, n. 2, p. 123–139, 2013.

POMPIAN, M. M. **Behavioral finance and wealth management: how to build optimal portfolios that account for investor biases**. New Jersey: John Wiley & Sons, 2006.

_____. Using behavioral investor types to build better relationships with your clients. **Journal of Financial Planning**, v. 21, n. 10, p. 64–76, 2008.

POSNER-WEBER, C. Update on groupthink. **Small Group Research**, v. 18, n. 1, p. 118–125, 1987.

QUELOPANA, E. M. **Conhecimento e decisão: um estudo sobre a relação entre o conhecimento e a qualidade de decisão**. 2003. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2003.

- RABELO JUNIOR, T. S.; IKEDA, R. H. Mercados eficientes e arbitragem: um estudo sob o enfoque das finanças comportamentais. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 15, n. 34, p. 97–107, 2004.
- RANTI, U. O. Determinants of dividend policy: a study of selected listed firms in Nigeria. **Change and Leadership Manager**, v. 17, n. 17, p. 107–119, 2013.
- REDDY, K. S.; MAHAPATRA, M. S. Risk tolerance, personal financial knowledge and demographic characteristics-evidence from India. **Journal of Developing Areas**, v. 51, n. 3, p. 51–62, 2017.
- RICCIARDI, V.; SIMON, H. K. What is behavioral finance? **Business, Education and Technology Journal**, v. 1, n. 1, p. 1–9, 2000.
- RICHARDSON, S.; TUNA, I.; WYSOCKI, P. Accounting anomalies and fundamental analysis: a review of recent research advances. **Journal of Accounting and Economics**, v. 50, n. 2-3, p. 410-454, 2010.
- RITTER, J. R. Behavioral finance. **Pacific-Basin Finance Journal**, v. 11, n. 4, p. 429–437, 2003.
- RODRIGUES, J. J. M.; ANTÓNIO, N. J. S. Enraizamento e poder dos gestores. **Revista Universo Contábil**, v. 6, n. 3, p. 129–139, 2010.
- ROSZKOWSKI, M. J.; DAVEY, G. Risk perception and risk tolerance changes attributable to the 2008 economic crisis: a subtle but critical difference. **Journal of Financial Service Professionals**, v. 64, n. 4, p. 42–53, 2010.
- RYAN, P. A.; RYAN, G. P. Capital budgeting practices of the fortune 1000: how have things changed? **Journal of Business & Management**, v. 8, n. 4, p. 1–16, 2002.
- SAHI, S. K.; ARORA, A. P.; DHAMEJA, N. An exploratory inquiry into the psychological biases in financial investment behavior. **Journal of Behavioral Finance**, v. 14, n. 2, p. 94–103, 2013.
- SAHM, C. R. How much does risk tolerance change? **Quarterly Journal of Finance**, v. 2, n. 4, p. 1250020-1-1250020–38, 2012.
- SAVAGE, L. J. The sure-thing principle. In: SAVAGE, L. J. **The foundations of statistics**. 1. ed. New York: John Wiley & Sons, 1954. p. 21–26.
- SCHARFSTEIN, D. The disciplinary role of takeovers. **The Review of Economic Studies**, v. 55, n. 2, p. 185–199, 1988.
- SCHARFSTEIN, D. S.; STEIN, J. C. Herd behavior and investment. **American Economic Association**, v. 80, n. 3, p. 465–479, 1990.
- SCHAUBROECK, J.; DAVIS, E. Prospect theory predictions when escalation is not the only chance to recover sunk costs. **Organizational Behavior and Human Decision Processes**, n. 57, p. 59–82, 1994.

SCHNEIDER, S. C.; MEYER, A. Interpreting and responding to strategic issues: the impact of national culture. **Strategic Management Journal**, v. 12, n. 4, p. 307–320, 1991.

SHAFIR, E.; DIAMOND, P.; TVERSKY, A. Money Illusion. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 112, n. 2, p. 341–374, 1997.

SHARPE, WILLIAM F. Capital asset prices: a theory of market equilibrium under conditions of risk. **The Journal of Finance**, v. 19, n. 3, p. 425-442, 1964.

SHEFRIN, H. **Beyond greed and fear: understanding behavioral finance and the psychology of investing**. New York: Oxford University Press on Demand, 2002.

SHEFRIN, H.; STATMAN, M. The disposition to sell winners too early and ride losers too long: theory and evidence. **The Journal of Finance**, v. 40, n. 3, p. 777–790, 1985.

SHERIF, M. **The psychology of social norms**. New York: Harper and Brothers, 1966.

SHILLER, R. J. From efficient markets theory to behavioral finance. **Journal of Economic Perspectives**, v. 17, n. 1, p. 83–104, 2003.

_____. **Human behavior and the efficiency of the financial system**. New York: Handbook of Macroeconomics, 1997.

_____. **Irrational exuberance**. New Jersey: Princeton University, 2005. v. 25.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. Management entrenchment: the case of manager-specific investments. **Journal of Financial Economics**, v. 25, n. 1, p. 123–139, 1989.

SHORE, B. Systematic biases and culture in project failures. **Project Management Journal**, v. 39, n. 4, p. 5–16, 2008.

SILVA, T. B. J.; MONDINI, V. E. D.; SILVA, T. P.; LAY, L. A. Influência do excesso de confiança e otimismo no endividamento de organizações cinquentenárias e não cinquentenárias brasileiras. **Revista Evidenciação Contábil & Finanças**, v. 5, n. 2, p. 40–56, 2017.

SILVEIRA, A. D. M. **Governança corporativa: o essencial para líderes**. 1. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2014.

SIMON, H. A. A behavioral model of rational choice. **Quarterly Journal of Experimental Psychology**, v. 69, n. 1, p. 99–118, 1955.

_____. Rational choice and the structure of the environment. **Psychological Review**, v. 63, n. 2, p. 129–138, 1956.

_____. From substantive to procedural rationality. In: LATSIS, S. (Ed.). **Method and appraisal in economics**. Cambridge: Cambridge University Press, 1957. p. 65–86.

- SINGH, S. The role of behavioral finance in modern age investment. **Pacific Business Review International**, v. 1, n. 1, p. 234–240, 2016.
- SLOVIC, P. Perception of risk. **Science**, v. 236, n. 4799, p. 280–285, 1987.
- SMIT, H.; MORAITIS, T. Playing at serial acquisitions. **California Management Review**, v. 53, n. 1, p. 56–89, 2010.
- SMITH, A. **The wealth of nations**. New York: Modern Library, 1776.
- SNIEZEK, J. A.; HENRY, R. A. Accuracy and confidence in group judgment. **Organizational Behavior and Human Decision Processes**, v. 43, n. 1, p. 1–28, 1989.
- SOUZA, F. N.; SOUZA, D. N.; COSTA, A. P. Importância do questionamento no processo de investigação qualitativa. In: _____. (Eds.). **Investigação qualitativa: inovação, dilemas e desafios**. Aveiro/Lisboa: Ludomedia, 2016. p. 125–151.
- SPRADLEY, J. P. **The ethnographic Interview**. Belmont, CA: Harcourt Brace Jovanovich, 1979.
- STAHLBERG, D.; FRANK, E.; MAASS, A.; FREY, D. We knew it all along: hindsight bias in groups. **Organizational Behavior and Human Decision Processes**, v. 63, n. 1, p. 46–58, 1995.
- STÖCKL, T.; HUBER, J.; KIRCHLER, M.; LINDNER, F. Hot hand and gambler's fallacy in teams: evidence from investment experiments. **Journal of Economic Behavior and Organization**, v. 117, p. 327–339, 2015.
- STONER, J. A. F. Risky and cautious shifts in group decisions: the influence of widely held values. **Journal of Experimental Social Psychology**, v. 4, n. 4, p. 442–459, 1968.
- STULZ, R. M. Managerial discretion and optimal financing policies. **Journal of Financial Economics**, v. 26, n. 1, p. 3–27, 1990.
- SUNG, J.; HANNA, S. Factors related to risk tolerance. **Financial Counseling and Planning**, v. 7, p. 11–19, 1996.
- SUNSTEIN, C. R. Deliberative trouble? Why groups go to extremes. **Yale Law Journal**, v. 110, p. 71–119, 2000.
- _____. The law of group polarization. **The Journal of Political Philosophy**, v. 10, p. 175–195, 2002.
- TAFFLER, R. J.; SPENCE, C.; ESHRAGHI, A. Emotional economic man: calculation and anxiety in fund management. **Accounting, Organizations and Society**, v. 61, p. 53–55, 2017.
- THALER, R. Mental accounting and consumer choice. **Marketing Science**, v. 4, n. 3, p. 199–214, 1985.

_____. The end of behavioral finance. **Financial Analysts Journal**, v. 55, n. 6, p. 12–17, 1999.

_____. Toward a positive theory of consumer choice. **Journal of Economic Behavior & Organization**, v. 1, p. 39–60, 1980.

THALER, R. H.; TVERSKY, A.; KAHNEMAN, D.; SCHWARTZ, A. The effect of myopia and loss aversion on risk taking: an experimental test. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 112, n. 2, p. 647–661, 1997.

TOBIN, J. Liquidity preference as behavior towards risk. **Review of Economics Studies**, n. 67, p. 1–26, 1958.

TOMA, F.-M. Behavioral biases of the investment decisions of Romanian investors on the Bucharest stock exchange. **Procedia Economics and Finance**, v. 32, n. 15, p. 200–207, 2015.

TREYNOR, J. L. Toward a theory of market value of risky assets. **Unpublished manuscript**, v. 6, 1962.

TVERSKY, A.; KAHNEMAN, D. Advances in prospect-theory: cumulative representation of uncertainty. **Journal of Risk and Uncertainty**, v. 5, n. 4, p. 297–323, 1992.

_____. Judgment under uncertainty: heuristics and biases. **Science**, v. 185, p. 1124–1131, 1974.

_____. Loss aversion in riskless choice: a reference-dependent model. **Quarterly Journal of Economics**, v. 106, n. 4, p. 1039–1061, 1991.

_____. The framing of decisions and the psychology of choice. **Science**, v. 211, n. 4481, p. 453–458, 1981.

VAN DE VENTER, G.; MICHAYLUK, D.; DAVEY, G. A longitudinal study of financial risk tolerance. **Journal of Economic Psychology**, v. 33, n. 4, p. 794–800, 2012.

VESCO, D. G. D.; BEUREN, I. M. Influência da estrutura de propriedade dos *interlocks* entre proprietários no desempenho das empresas. **Revista Contabilidade Vista e Revista**, v. 26, n. 3, p. 49–79, 2016.

VIVIERS, S.; COHEN, H. Perspectives on capital budgeting in the South African motor manufacturing industry. **Meditari Accountancy Research**, v. 19, n. 1-2, p. 75–93, 2011.

VON NEUMANN, J.; MORGENSTERN, O. **Theory of games and economic behavior**. Princeton: Princeton University Press, 1947.

WANG, M. Literature review of decision behavior biases of enterprise managers: case study of overconfidence. In: INTERNATIONAL CONFERENCE ON EDUCATION TECHNOLOGY AND ECONOMIC MANAGEMENT, 2015, Beijing. **Proceedings...** Beijing, China: Icetem, 2015. p. 359-363. Disponível em:

<http://www.atlantis-press.com/php/download_paper.php?id=16623>. Acesso em: 6 ago. 2018.

WANG, M.; BERNSTEIN, A.; CHESNEY, M. An experimental study on real option strategies. **Quantitative Finance**, v. 12, n. 11, p. 1753–1772, 2011.

WEBER, E. U.; BLAIS, A.-R.; BETZ, N. E. A domain-specific risk-attitude scale: measuring risk perceptions and risk behaviors. **Journal of Behavioral Decision Making**, v. 15, n. 4, p. 263–290, 2002.

WEINSTEIN, N. D. Unrealistic optimism about future life events. **Journal of Personality and Social Psychology**, v. 39, n. 5, p. 806–820, 1980.

_____. Unrealistic optimism about susceptibility to health problems. **Journal of Behavioral Medicine**, v. 5, n. 4, p. 441–460, 1982.

WHYTE, G. Groupthink reconsidered. **Academy of Management Review**, v. 14, n. 1, p. 40–56, 1989.

WHYTE, G.; SEBENIUS, J. K. The effect of multiple anchors on anchoring in individual and group judgment. **Organizational Behavior and Human Decision Processes**, v. 69, n. 1, p. 75–85, 1997.

WILLIAMS, B. J. **The theory of investment value**. Cambridge: Burlington, Vermont: Fraser Publishing. Harvard University Press, 1938.

XIN, L. **Distortion of corporate investment decision by agency problem and irrationality**. China: Yantai, Peoples R., 2010.

YOSHINAGA, C. E.; RAMALHO, T. B. Finanças comportamentais no Brasil: uma aplicação da teoria da perspectiva em potenciais investidores. **Revista Brasileira de Gestão de Negócios**, v. 16, n. 53, p. 594–615, 2014.

ZWIEBEL, J. Dynamic capital structure under managerial entrenchment. **The American Economic Review**, v. 86, n. 5, p. 1197–1215, 1996.

APÊNDICE

APÊNDICE A – TERMO DE CONSENTIMENTO LIVRE E ESCLARECIDO

UNIVERSIDADE METODISTA DE PIRACICABA – UNIMEP
FACULDADE DE GESTÃO E NEGÓCIO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO
DOUTORADO EM ADMINISTRAÇÃO

TERMO DE CONSENTIMENTO LIVRE E ESCLARECIDO

Prezado(a) Senhor(a).

Esta pesquisa é sobre finanças comportamentais: uma análise dos vieses comportamentais na tomada de decisão de investimentos em ativos reais, e se refere à tese de doutorado que está sendo desenvolvida por Fábio Chaves Nobre, do Curso de Doutorado em Administração da Universidade Metodista de Piracicaba (Unimep), sob a orientação do Profa. Dra Maria José de Camargo Machado.

O objetivo do estudo é compreender os efeitos dos vieses cognitivos presentes no comportamento de decisão de investimentos em ativos reais pelos gestores. As finalidades deste trabalho impactam duas dimensões (academia e mercado). Para a academia, serve para melhorar o entendimento do processo de tomada de decisão; para o mercado, serve para os gestores conhecerem o que impacta uma tomada de decisão de investimentos em ativos reais e, assim, tomarem uma decisão mais assertiva.

Convidamos e solicitamos a sua colaboração para a entrevista semiestruturada, que deverá ser em torno de uma hora, como também sua autorização para apresentar os resultados deste estudo em eventos da área de administração, economia e ciências contábeis e publicar em revistas científicas nacionais e internacionais. Por ocasião da publicação dos resultados, seu nome será mantido em sigilo absoluto, bem como o nome da empresa.

Esclarecemos que sua participação no estudo é voluntária e, portanto, o(a) Senhor(a) não é obrigado(a) a fornecer as informações e/ou colaborar com as atividades solicitadas pelo Pesquisador.

Me. Fábio Chaves Nobre
Doutorando – Ufersa/RN e Unimep/SP

Dra. Maria José de Camargo Machado
Orientadora – Unimep/SP

() Aceito participar da pesquisa. Ass: _____

APÊNDICE B – ROTEIRO DE ENTREVISTA

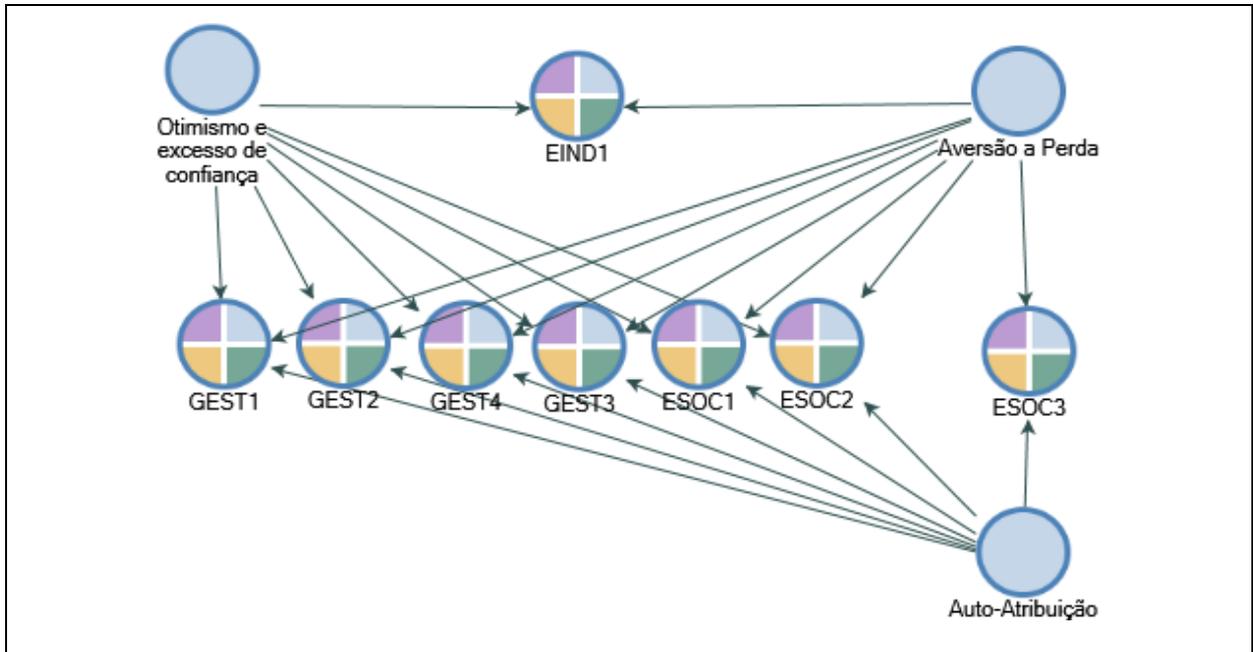
Etapa	Processo
1	<ul style="list-style-type: none"> • Minha apresentação • Apresentação da pesquisa • Explicar o processo de entrevista ✓ Perguntas introdutórias: <ul style="list-style-type: none"> ○ Para iniciarmos a entrevista, fale-me um pouco sobre você: idade, formação acadêmica, estado civil, cargo e função atual na empresa, quanto tempo neste cargo e na empresa. ○ Sobre a empresa, explique sobre a origem dela, quando foi fundada, quais eram os sócios e o número de sócios atualmente, se a empresa é familiar etc. (caso seja necessário, perguntar sobre a quantidade de membros da família que trabalham na empresa e qual o cargo e função deles)
2	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Empresa não familiar <ul style="list-style-type: none"> • Entrando na questão de estrutura de governança corporativa da empresa, gostaria que você me falasse um pouco sobre a composição do conselho de administração. • Quais são os pilares da empresa, bem como a ética nos negócios e nos processos internos, e a transparência das informações para o público interno e externo? • Como são resolvidos os conflitos de interesse entre os executivos/ diretores com o presidente da empresa ou conselho de administração? • Em momentos de crise, como vocês procedem? ✓ Empresa familiar <ul style="list-style-type: none"> • Como é a estrutura de gestão e como as decisões são tomadas (pela família, pelos gestores, entre outras)? Há membros da família em cargos importantes na empresa? • Fale um pouco sobre a influência da família no controle do negócio. Como foi no passado e como é atualmente? • Como foram resolvidos os conflitos de interesse entre os diretores com o dono da empresa ou com o conselho de família da empresa?

Etapa	Processo
3	<ul style="list-style-type: none"> • Fale um pouco sobre a estrutura de endividamento corrente da empresa e como a empresa obteve essa estrutura. • Explique como ocorreu o processo de tomada de decisão em investimentos em ativos reais (ativos fixos, fusões, novos projetos de expansão ou substituição de ativos etc.) e ativos financeiros. • No passado, na tomada de decisão, foram levadas em consideração as variáveis macroeconômicas, como taxa de juros básica da economia, taxa de desemprego nacional, PIB do setor e PIB nacional, bem como o comportamento da bolsa de valores? Como foram utilizados esses indicadores para a análise empresarial? • Quem decidiu ou decide sobre aprovação final do projeto de investimento? • Os investimentos realizados no passado estavam relacionados ao processo de planejamento estratégico definido pela empresa? • A empresa acompanhou os projetos implementados? Houve comparação com o que foi definido no plano inicial? • Caso dependesse de você, como seria o processo de tomada de decisão em ativos reais e financeiros?
4	<ul style="list-style-type: none"> • Quando você realizou algum investimento, como é que você soube que esse projeto iria gerar bons resultados para a empresa? Como você escolheu? • Como a empresa gerenciou os custos irrecuperáveis, tais como pesquisa e desenvolvimento, tecnologia, equipamentos, propriedades para investimentos etc.? • Como a empresa tratou a venda de um ativo que não possui mais objetivos para ela? Como foi definido seu preço de venda? Por quê? • Pessoalmente, caso você seja responsável pela compra de um ativo e ele não agregou valor à empresa ou apresentou prejuízo, como você avalia os impactos dessa decisão? Você se sente mal por ter aprovado tal investimento? Como o senhor se sentiria com um investimento bem-sucedido? • Comparando um investimento que apresentou prejuízo com outro que evidenciou resultados positivos, qual deles vem mais à sua lembrança? E por quê? • Qual de vocês não gosta de ser contrariado ou reluta em aceitar a ideia do outro em vez da sua? • Quando a empresa necessitou de fazer investimentos, como você fez para conseguir apoio da maioria? • A empresa já teve projetos que não deram certo? O que aconteceu para que não desse certo? De quem foi a culpa?
5	<ul style="list-style-type: none"> • Na sua visão, fazer investimentos é um de processo difícil compreensão? Por quê? • Como a empresa avalia o risco do negócio ou de um projeto a ser implementado? • O que você faz com os lucros que a empresa gerou de um ano para o outro? Como é tomada essa decisão? • Quando você pensa em risco, qual a primeira palavra que você associa a ele? • Entre duas opções de investimento, uma com maior risco e outra com menor risco, qual você escolheria? O que te leva a essa decisão?

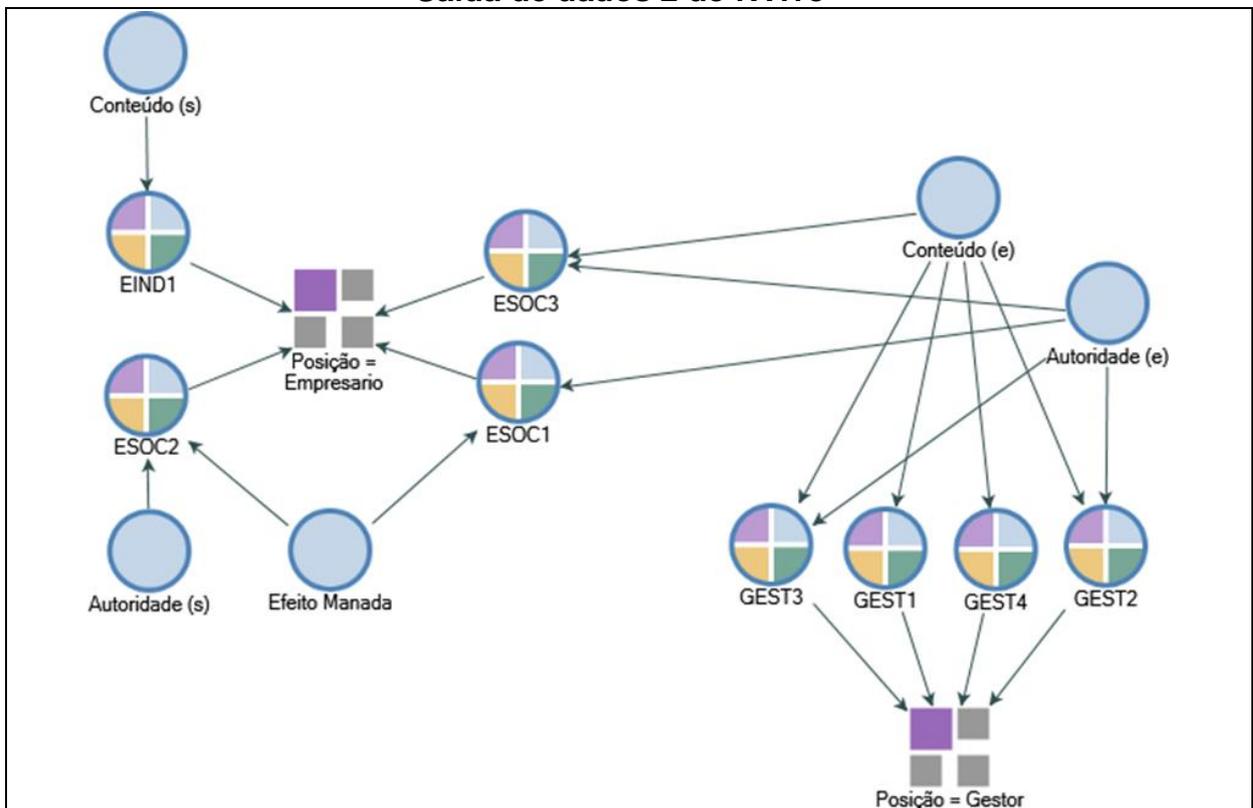
ANEXO

ANEXO A – SAÍDA DE DADOS DO NVIVO®

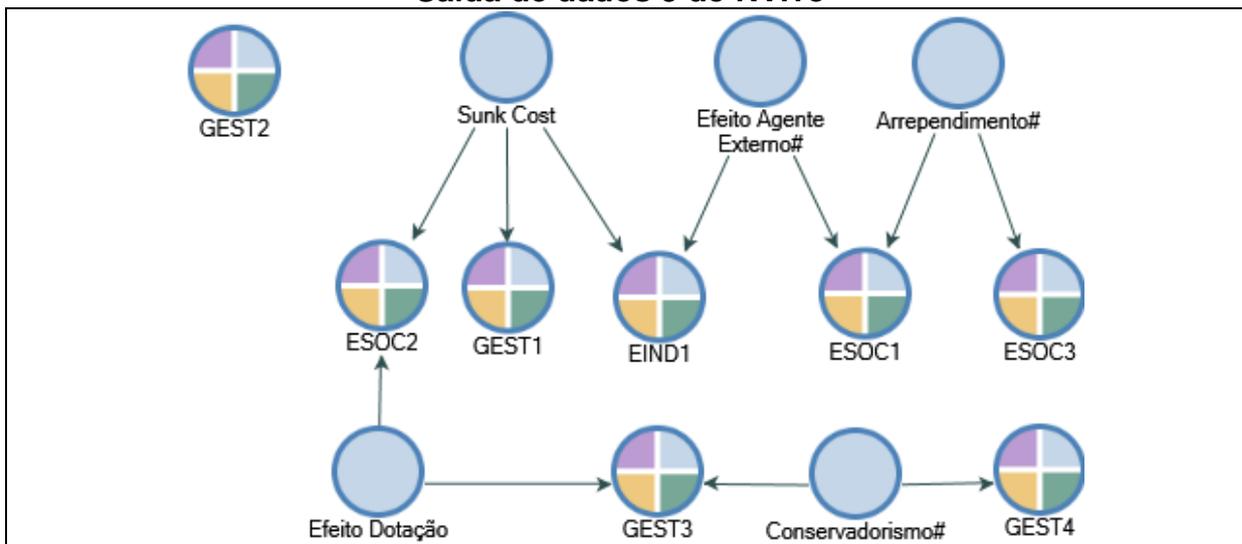
Saída de dados 1 do NVivo®



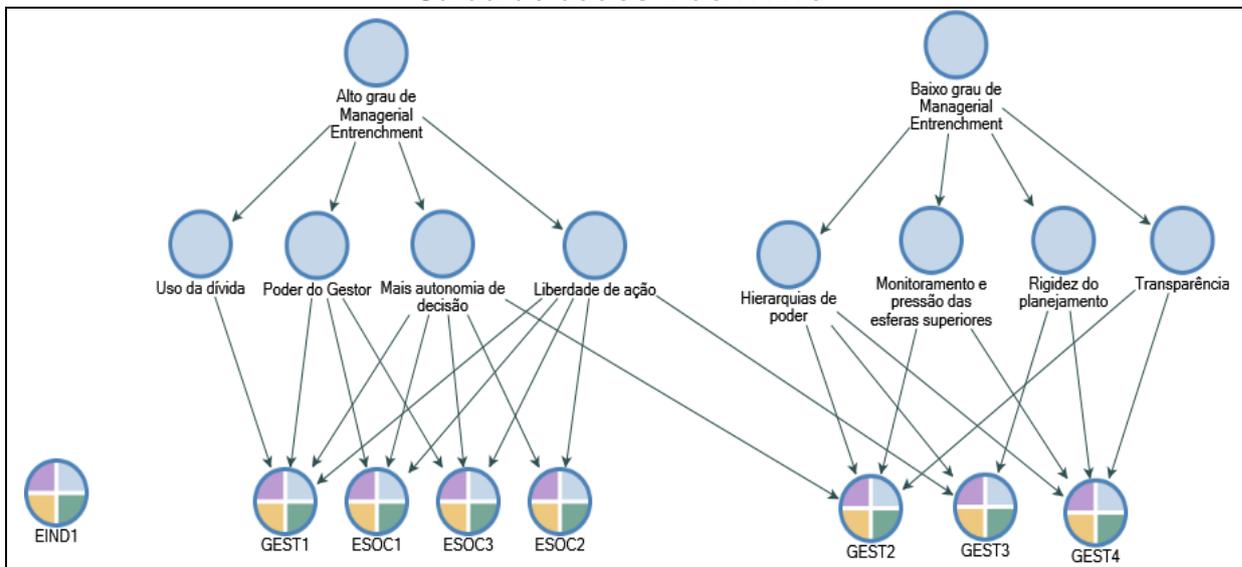
Saída de dados 2 do NVivo®



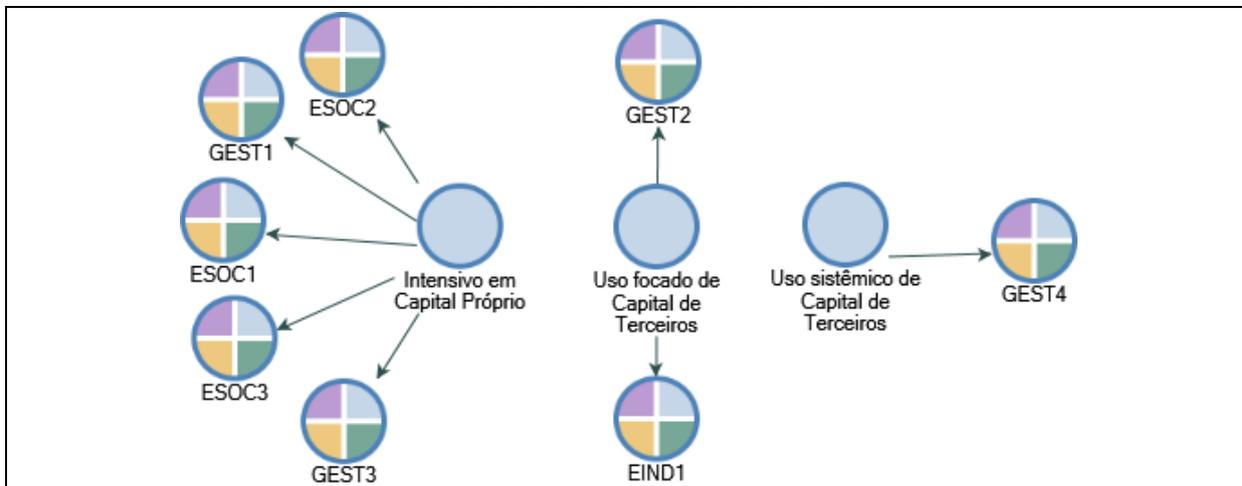
Saída de dados 3 do NVivo®



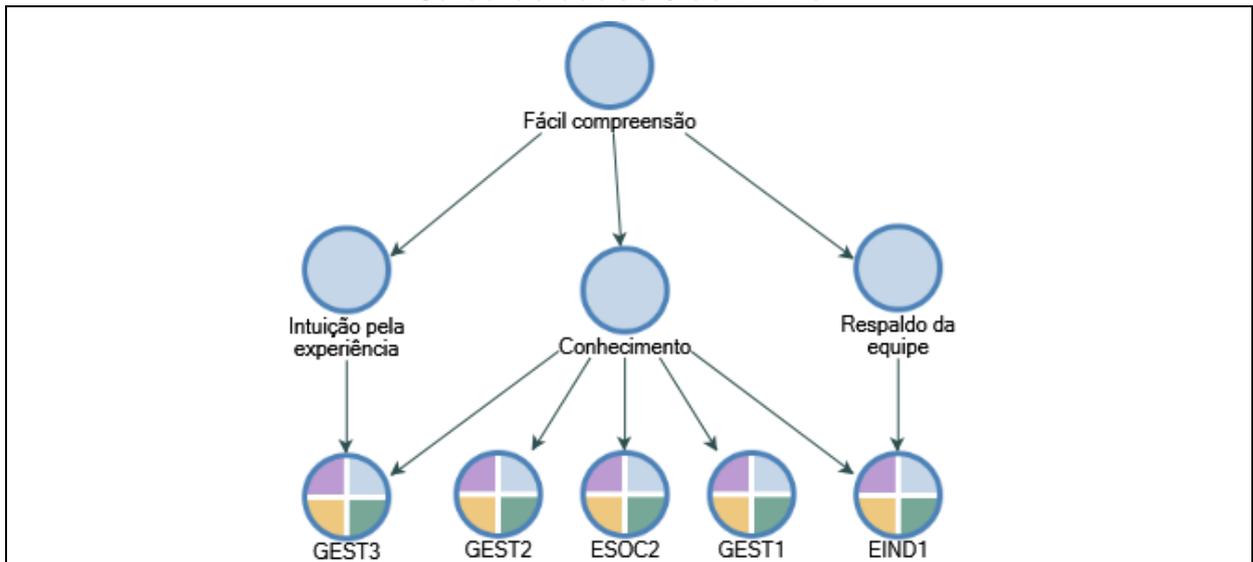
Saída de dados 4 do NVivo®



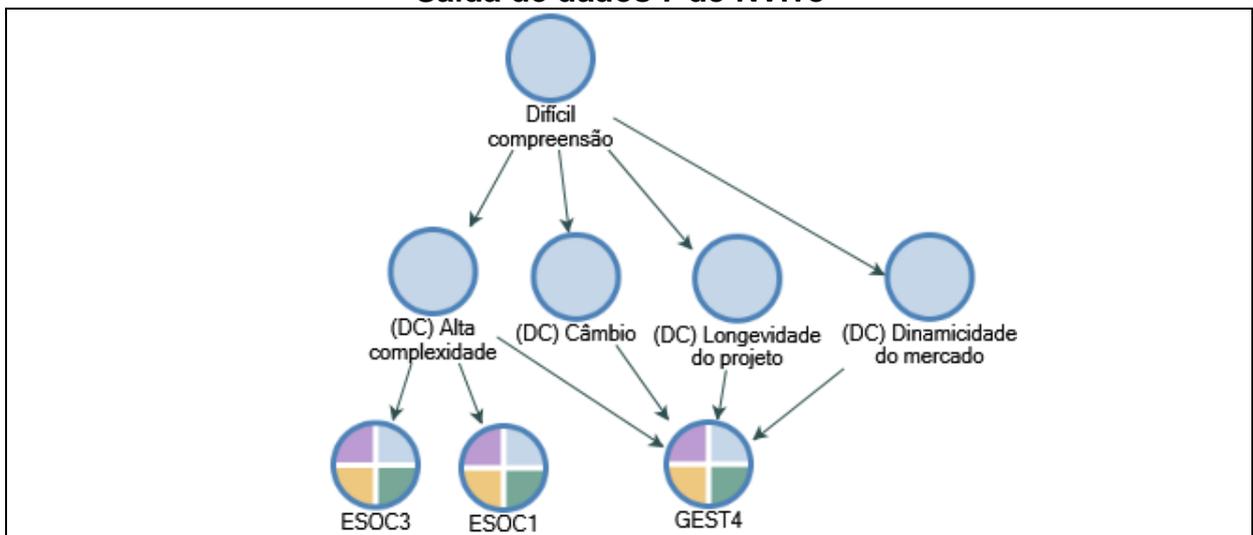
Saída de dados 5 do NVivo®



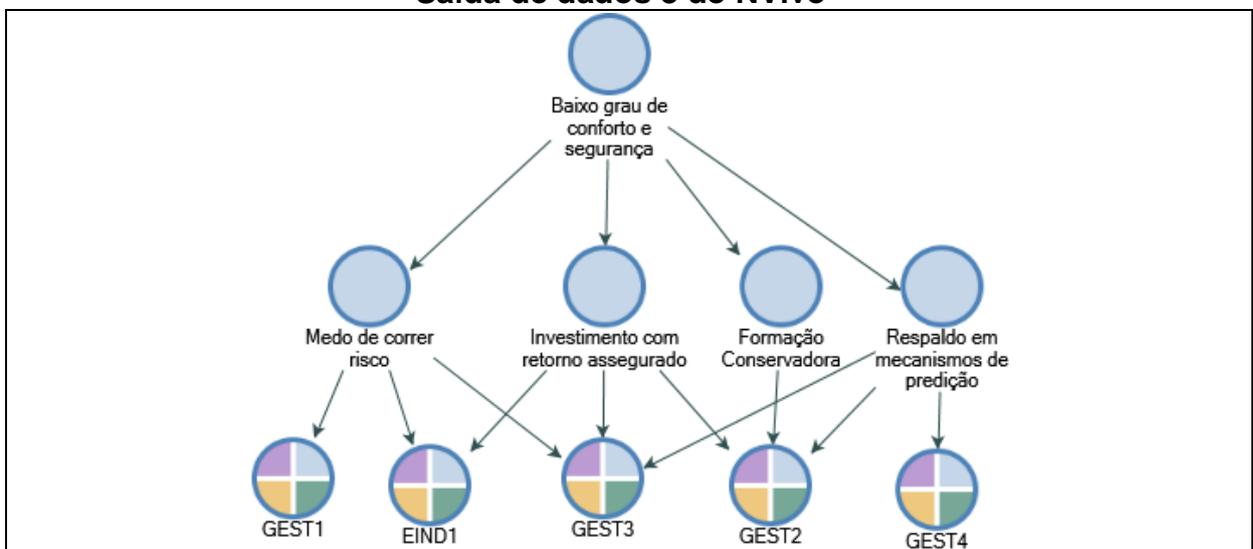
Saída de dados 6 do NVivo®



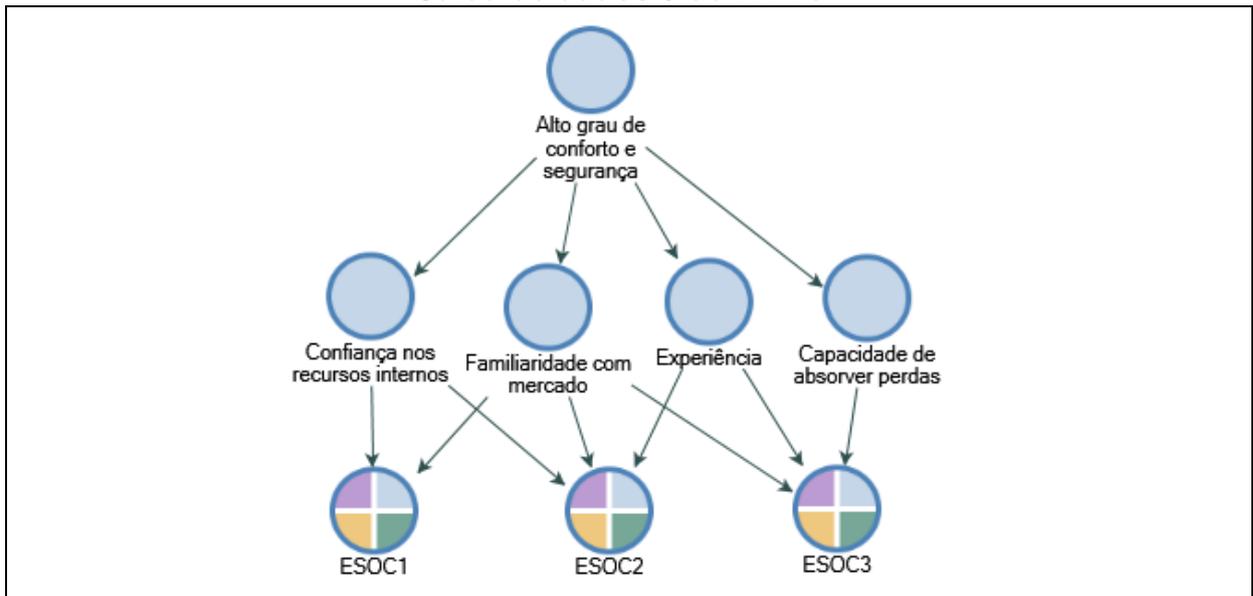
Saída de dados 7 do NVivo®



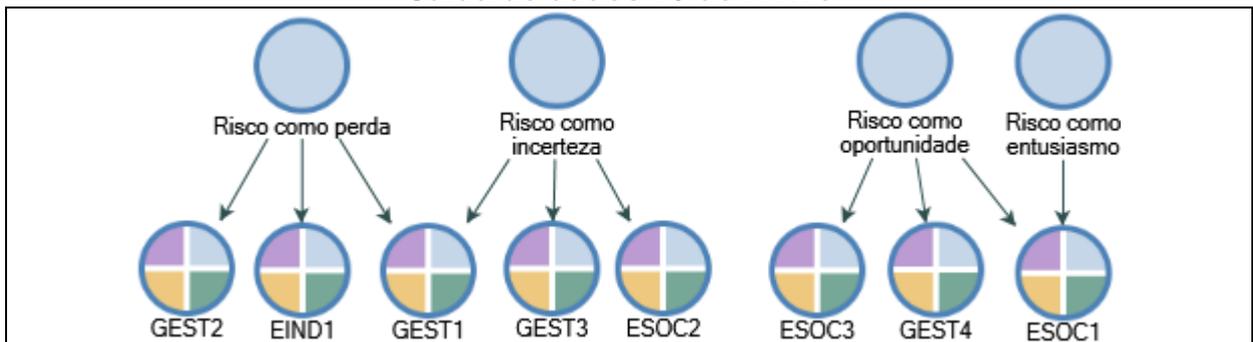
Saída de dados 8 do NVivo®



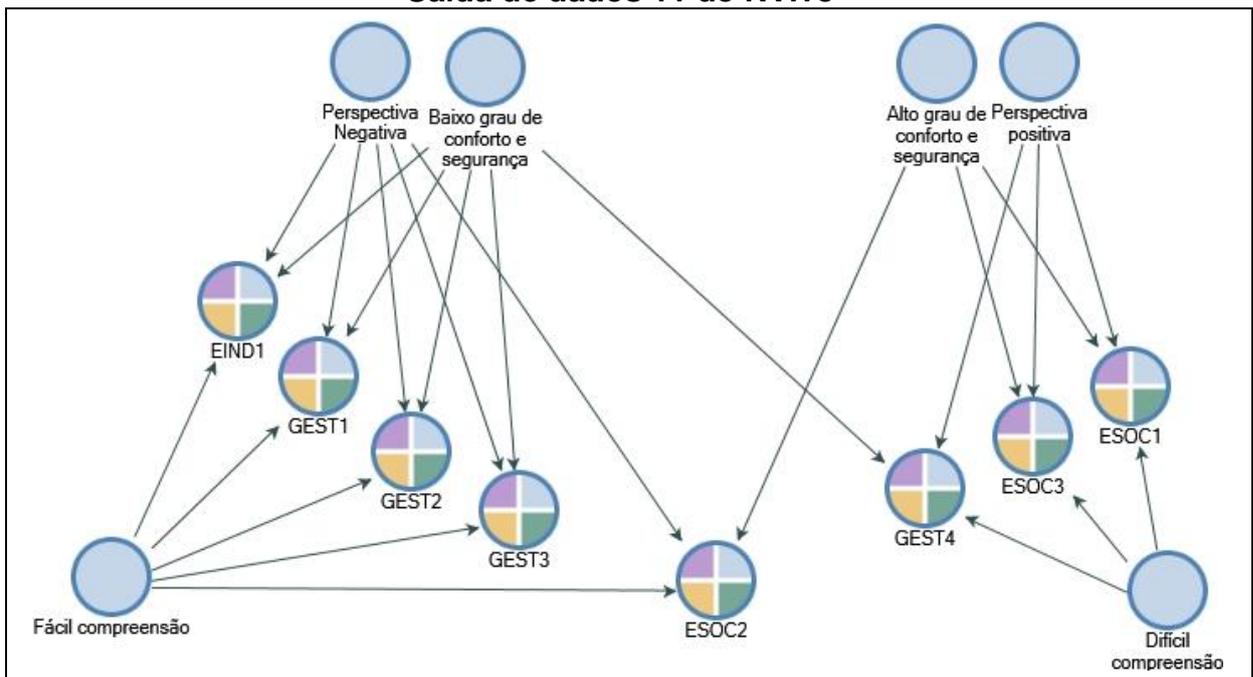
Saída de dados 9 do NVivo®



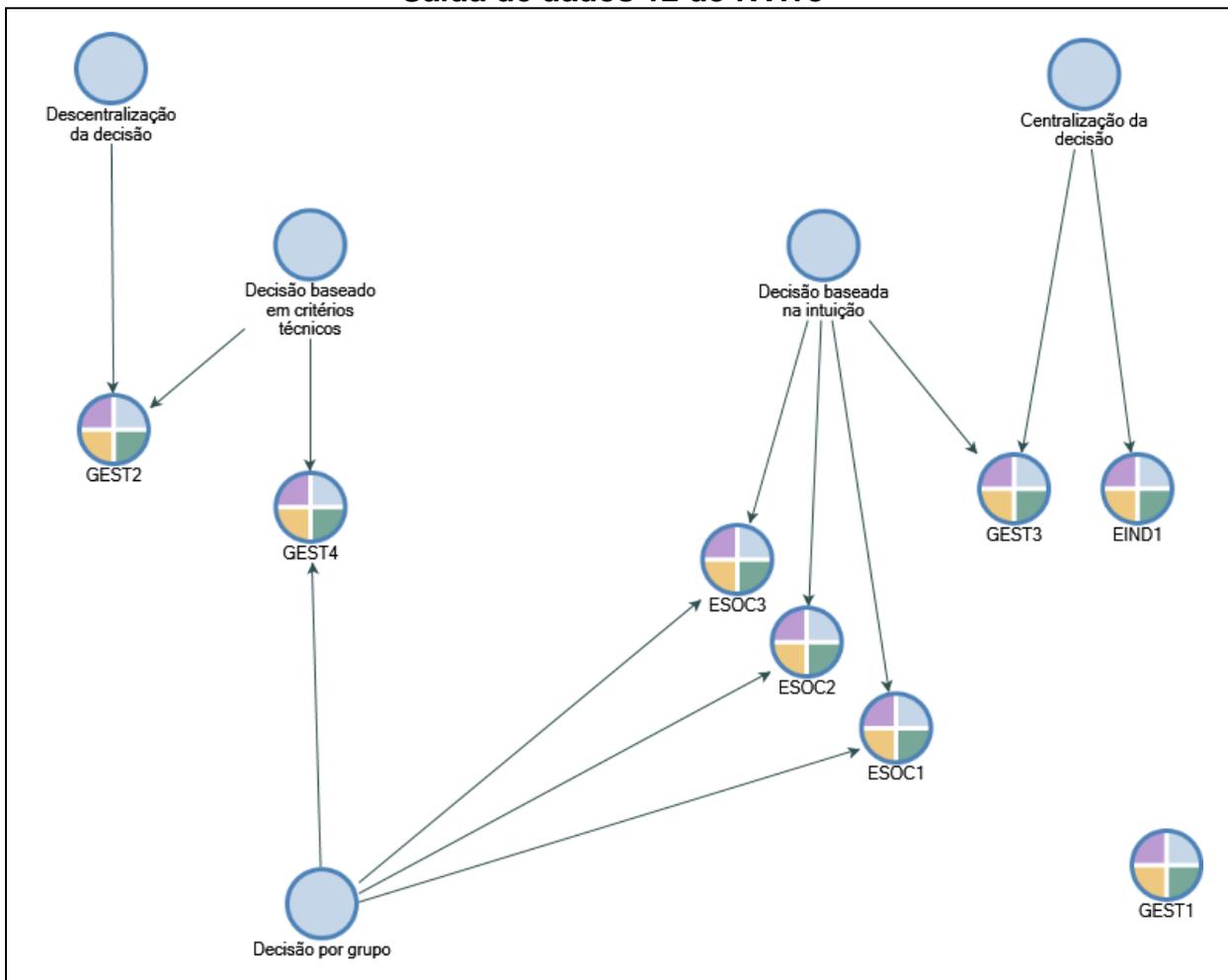
Saída de dados 10 do NVivo®



Saída de dados 11 do NVivo®



Saída de dados 12 do NVivo®



Saída de dados 13 do NVivo®

