



Revista de Finanças Aplicadas

ISSN 2176-8854

WWW.FINANCASAPLICADAS.NET

INDICADORES DE CONFIANÇA E ESTRUTURA DE CAPITAL - UMA ABORDAGEM SETORIZADA NO BRASIL.

Marcos Roberto Alves da Silva, UFU

Docente pela Universidade Federal de Uberlândia

Doutorando em Administração de Empresas pela Mackenzie.

mroberto@fagen.ufu.br

Wilson Toshiro Nakamura, Mackenzie

Docente pela Universidade Presbiteriana Mackenzie

Doutor em Administração de Empresas pela USP.

wtnakamura@uol.com.br

INDICADORES DE CONFIANÇA E ESTRUTURA DE CAPITAL - UMA ABORDAGEM SETORIZADA NO BRASIL.

OBJETIVO

O objetivo deste trabalho é estudar o impacto da confiança gerencial sobre a estrutura de capital utilizando uma amostra setorializada de empresas brasileiras. Justificando a relevância deste objetivo, a literatura de finanças tem abordado como a confiança excessiva impacta as decisões de investimentos e financiamentos, mas sem uma abordagem setorial. Gerentes que apresentam confiança em excesso no futuro da empresa são propensos a preferir dívida para financiamento. Isso pode levar a um aumento da probabilidade de dificuldades financeiras e aumento dos custos de capital.

METODOLOGIA

Adotam-se os indicadores de duas bases de dados, ou seja, o indicador de confiança setorial do IBRE – Instituto Brasileiro de Economia da Fundação Getúlio Vargas e a base de dados setorial da Macrodados Sistemas Gerenciais. Utiliza-se dados em painel com a variável alavancagem setorial como dependente e quatro variáveis (Confiança gerencial, Tangibilidade, Lucratividade e Liquidez) como independentes, bem como o software stata12 para a abordagem econométrica.

RESULTADOS E CONCLUSÕES

Constata-se que 74% das variações conseguem serem explicadas pelas variáveis inclusas no modelo. Com o modelo de efeito fixo e a correção robusta de White, constata-se que as diversas observações são estatisticamente diferentes nos diversos setores.

IMPLICAÇÕES PRÁTICAS

Esta conclusão reforça a ideia da importância da abordagem do setor de atividade para o estudo de Estrutura de Capital. Cada setor possui especificidades que o leva à composição de fontes de financiamento diferenciadas.

PALAVRAS-CHAVE

Estrutura de capital; níveis de confiança; setor de atividade; finanças comportamentais.

INDICATORS OF CONFIDENCE AND CAPITAL STRUCTURE - A SECTORIZED APPROACH IN BRAZIL

OBJECTIVE

The objective of this work is to study the impact of confidence management on capital structure using a sample of Brazilian companies sectorized. Justifying the relevance of this objective, the finance literature has addressed such as excessive confidence impacts investment and financing decisions, but without a sectoral approach. Managers who have excessive confidence in the future of the company are likely to prefer debt financing. This can lead to an increase in financial difficulties and increase in capital costs.

METHODOLOGY

It adopts two indicators database, or are, the sectoral confidence indicator of IBRE – Instituto Brasileiro de Economia of the Fundação Getulio Vargas and the sectoral database of Macrodados Sistema Gerenciais. It is used panel data with sectorial leverage as the dependent variable and four variables (managerial confidence, tangibility, profitability and liquidity) as independents, as well as the software stata12 for econometric approach.

RESULTS AND CONCLUSIONS

It was found that 74% of variations can be explained by the variables included in the model. With the fixed effect model and White's robust correction, it appears that the various observations are statistically different in the various sectors.

PRACTICAL IMPLICATIONS

This finding reinforces the idea of the importance of the business sector approach to the study of Capital Structure. Each sector has specific characteristics that lead to the composition of different funding sources.

KEYWORDS

Capital structure; confidence levels; activity sector; behavioral finance.

INTRODUÇÃO

O objetivo deste trabalho é estudar o impacto da confiança gerencial sobre a estrutura de capital utilizando uma amostra setorializada de empresas brasileiras. Justificando a relevância deste objetivo, a literatura de finanças tem abordado como a confiança excessiva impacta as decisões de investimentos e financiamentos, mas sem uma abordagem setorial. Gerentes que apresentam confiança em excesso no futuro da empresa são propensos a preferir dívida para financiamento. Isso pode levar a um aumento da probabilidade de dificuldades financeiras e aumento dos custos de capital.

Muitos modelos de finanças corporativas baseiam-se em pressupostos rigorosos, como a racionalidade ilimitada na tomada de decisão. No entanto, finanças comportamentais utilizam modelos em que as decisões são influenciadas por fatores psicológicos e/ou cognitivos. Esta é uma área de pesquisa que tem se desenvolvido a partir do trabalho de Kahneman e Tversky (1979). Dois psicólogos cognitivos, que publicaram o principal estudo em Finanças Comportamentais. Partindo do pressuposto da teoria da “Racionalidade Limitada” de Simon (1957), propuseram a “Teoria do Prospecto - perspectiva”, onde demonstram como as estruturas mentais, denominadas heurísticas, podem interferir nas decisões. Em seus testes encontraram várias situações onde as decisões contrariavam a teoria da utilidade esperada, ou seja, não maximizavam os retornos esperados. Essa teoria permite descrever como as pessoas tomam suas decisões em situações onde têm que decidir entre alternativas que envolvam risco, principalmente em decisões financeiras. Partindo de evidências empíricas, a teoria descreve como os indivíduos avaliam as potenciais perdas e ganhos.

Ben-David, Harvey e Graham (2007) abordam distorções de decisões como uma medida de excesso de confiança em psicologia e economia. Os autores testam e identificam que os altos executivos das empresas estão com decisões desequilibradas e que esta distorção afeta o comportamento do investimento.

Gervais, Heaton e Odean (2011) enfatizam que o excesso de confiança de um gerente avesso ao risco faz com que ele seja menos conservador. Como resultado prestigia projetos valiosos mais arriscados.

Quando os gestores tomam decisões de financiamento, uma escolha entre contratação de dívida e/ou capital próprio deve ser feita. As decisões estratégicas financeiras têm como foco a alocação de recursos monetários em ativos que proporcionem retornos maiores que o custo total de capital da empresa. Dessa maneira, as decisões de financiamento terão um importante papel ao decidir pela escolha das melhores ofertas de recursos e pela proporção adequada de capital de terceiros e capital próprio. O objetivo principal dessa decisão centra-se na escolha da composição de fontes a serem utilizadas, pois uma construção adequada da estrutura de capital será capaz de minimizar os custos de capital da empresa, sendo esse determinado a partir da ponderação entre o volume de recursos e o custo das fontes utilizadas, contribuindo assim para a maximização do valor da mesma.

Os fatores psicológicos sobre decisões de financiamento não necessariamente resultam em decisões por parte dos gestores que sejam consistentes com as preferências esperadas dos investidores. Um caso onde o viés psicológico faz com que os gestores prefiram dívidas em vez de capital próprio é quando existe confiança excessiva no futuro da empresa (Hackbarth, 2004). Isto pode resultar num aumento do risco de dificuldade financeira e custos de capital mais elevado.

Identificar os fatores determinantes da estrutura de capital pode ajudar os gestores a tomar decisões com maior patamar de informação. É de interesse acadêmico entender o que determina a estrutura de capital desde a pesquisa elaborada por Modigliani e Miller (1958). No entanto, não existe uma teoria universal de estrutura de capital. Só recentemente confiança gerencial tem sido considerada como uma variável importante na escolha da composição das fontes de financiamento.

Neste trabalho, pretende-se apresentar alguns pressupostos das finanças comportamentais e abordar, numa pesquisa empírica, o impacto da confiança do gestor como uma determinante da estrutura de capital em uma amostra setorializada de empresas brasileiras. Se os gerentes são controlados por acionistas, então seu viés psicológico não pode ser tão influente na sua tomada de decisão. Além disso, se o ambiente legal não está sincronizado com o ambiente empresarial, o viés psicológico do gestor também pode ser afetado. Os países cujos sistemas jurídicos são baseados no direito civil têm ambientes sistematicamente mais fracos para negócios do que aqueles cujos sistemas legais são baseados no direito comum anglo-americano (Lamoreaux e Rosenthal, 2006).

DETERMINANTES TRADICIONAIS DA ESTRUTURA DE CAPITAL

Desde o trabalho de Modigliani e Miller (1958) sobre a irrelevância da estrutura de capital para o valor da empresa, as análises teóricas e práticas têm sido desenvolvidas para discutir as determinantes das decisões de financiamento das empresas. Outras pesquisas tem geralmente seguido a teoria de finanças tradicionais e compreende a Teoria de Trade-Off (TOT), a Teoria de Pecking Order (POT) e mais recentemente a Market Timing (Teoria de Momento de Mercado - TMM). No entanto, não há nenhuma teoria universal sobre estrutura de capital e não há razão para esperar uma (Frank e Goyal, 2004).

A TOT argumenta que ótimos resultados de estrutura de capital de uma empresa são resultantes do relacionamento entre as vantagens fiscais da dívida e o custo de falência (Miller, 1977). Na POT, formalizada por Myers e Majluf

(1984) e Myers (1984), há é uma hierarquia na escolha de financiamento. Os custos de transação de financiamento externo, especialmente aqueles associados com a seleção adversa, resultam em gestores com preferência por financiamento interno (reservas), em seguida, uma nova dívida e, finalmente, lançamento de novas ações. Na TMM, os gestores vão emitir ações quando o valor de mercado da empresa em relação ao valor contábil é alto, ou seja, nas janelas de oportunidade e, quando necessário, vão emitir dívida quando as condições do mercado de dívida são percebidas relativamente mais favoráveis (Myers, 1984; Graham e Harvey, 2001; Hovakimian, Opler, & Titman, 2001).

Pesquisa empírica intensiva tem sido realizada para testar as predições destas teorias em diferentes graus (Rajan e Zingales, 1995; Shyam-Sunder e Myers, 1999; Fama e French, 2002; Frank e Goyal, 2003, 2004).

Frank e Goyal (2004) utilizam uma amostra de empresas norte-americanas no período 1950-2000 e avaliam a importância de 36 fatores de alavancagem. Eles argumentam que "um conjunto de sete fatores são responsáveis por mais de 32% da variação na alavancagem, enquanto os restantes 29 fatores só adicionam 4%". Os sete fatores são: a alavancagem média da indústria, a relação preço de mercado/valor escritural, pagamento de dividendos, Tangibilidade, lucratividade, o tamanho da empresa e as expectativas de inflação. Variáveis semelhantes têm sido documentadas como determinantes da estrutura de capital em muitos estudos em todo o mundo. Rajan e Zingales (1995) encontraram tangibilidade dos ativos, relação preço de mercado/valor escritural, tamanho da empresa e rentabilidade como importantes fatores determinantes da estrutura de capital. Este estudo

pretende incluir algumas dessas variáveis como controles, conforme descrito na seção metodológica.

FINANÇAS COMPORTAMENTAIS - UM PENSAMENTO COMPLEMENTAR.

Evidências empíricas têm apontado no sentido de que os novos pressupostos das finanças comportamentais enriqueceram as teorias tradicionais (Heaton, 2002; Baker e Wurgler, 2002; Hackbarth, 2008, 2009; Malmendier, Tate, & Yan, 2011). Isto sugere que os novos modelos venham dar uma melhor explicação sobre as finanças empresariais, tentando resolver questões anteriormente tratadas em outros contextos teóricos.

As modernas teorias de finanças assumem a racionalidade dos agentes tomadores de decisões. Esta racionalidade assume que os indivíduos são capazes de alterar rapidamente as suas expectativas e tomam as decisões corretas. Mas num contexto de utilidade subjetiva, estudiosos das finanças comportamentais apresentam uma nova abordagem.

Os limites à arbitragem e a psicologia constituem dois pilares fundamentais sobre os quais se tem construído a abordagem das finanças comportamentais. Os limites à arbitragem estão relacionados com as dificuldades que os investidores racionais podem enfrentar para anularem alterações, provocadas por agentes não racionais. A psicologia, por sua vez, descreve, com mais detalhe, os possíveis desvios de racionalidade que podem responder por essas alterações. Os desvios em relação aos comportamentos racionais são intrínsecos à natureza humana e devem ser incorporados na análise econômica.

Berberes e Tales (2003), estudiosos das finanças comportamentais, mostram que, numa economia onde os agentes racionais e não racionais interagem entre si, a não racionalidade dos agentes econômicos podem influenciar significativamente no preço dos ativos. No entanto, para que os modelos possam produzir melhores previsões, é necessário especificar a forma de não racionalidade dos agentes, ou seja, de que forma o seu comportamento diverge do dos pressupostos da teoria tradicional. A psicologia desempenha aqui um papel primordial ao fornecer um quadro conceitual que explica os desvios cognitivos que influenciam as preferências, o comportamento e as decisões dos indivíduos (Barberis e Thaler, 2003). Destes, destacam-se o otimismo e a confiança excessiva, para o estudo da estrutura de capitais (Baker, Ruback, & Wrugler, 2007).

Durante os últimos anos tem-se dado particular relevância ao processo de tomada de decisão quanto a determinação da estrutura de capitais, sendo este processo, influenciado por diversos fatores, principalmente relacionados à influência dos comportamentos dos gestores, os quais não são incorporados pelos estudos do paradigma tradicional. Especificamente, a racionalidade é questionada nos processos de decisão levados a cabo nas empresas. Assume-se que os mecanismos usados para eliminar as eventuais distorções provocadas pelos gestores não racionais são muito limitados. Por exemplo, a aquisição hostil é, quando possível, uma atividade sujeita a elevados riscos e significativos custos de transação (Baker et al., 2007). Segundo Baker et al. (2007), as finanças comportamentais assumem pressupostos mais realistas que os evidenciados pela teoria tradicional, desse modo explica melhor a estrutura de capitais das empresas.

O estudo das finanças comportamentais aplicado à estrutura de capitais pode subdividir-se em duas abordagens distintas: (1) não racionalidade dos investidores e, (2) não racionalidade dos gestores. Na primeira abordagem estuda-se a interação entre investidores não racionais com gestores racionais e, na segunda, a interação de investidores racionais com gestores não racionais, (Baker et al, 2007).

Os investidores não racionais influenciam na cotação dos títulos levando a formação de um preço diferente do seu valor fundamental. Os gestores racionais identificam esse preço como não sendo o verdadeiro preço, tirando partido disso. A identificação desse viés, por parte dos gestores, é de admitir, visto que é assumido que os gestores sabem mais sobre o valor fundamental dos seus títulos do que os investidores (Baker e Wrugler, 2002). São documentados na literatura estudos que apoiam este argumento (Jenter, 2005).

Os gestores das empresas, quando tomam as suas decisões tentam atingir três objetivos, muitas vezes conflitantes: (1) a maximização do valor fundamental da empresa para o acionista, significando, selecionar e financiar projetos de investimento que conduzam ao valor atual do fluxo de caixa líquido, positivo; (2) a maximização do valor atual do preço de mercado das ações da empresa. (3) explorar as distorções em favor dos acionistas atuais que pretendam ficar na empresa por longo prazo. Em mercados eficientes, os objetivos 1 e 2 deveriam conduzir aos mesmos resultados. No entanto, com a não racionalidade dos investidores, os objetivos são diferentes. Os gestores terão que efetuar certas atividades para estimular os investidores de curto prazo, por exemplo, via escolha de determinado tipo de projeto, para conseguirem influenciar as distorções nos preços. O objetivo 3 poderá ser conseguido através do Momento de Mercado, no qual os gestores emitem ações, que estão sobreavali-

adas, e compram as suas que estão subavaliadas. Isto beneficia os acionistas que permanecerem, visto que conduzirá os preços no longo prazo retornarem para o seu valor fundamental (Baker e Wrugler, 2002).

Depois do trabalho de Baker e Wrugler (2002), outros têm demonstrando alguns resultados a favor do Momento de Mercado, nomeadamente Vasiliou e Daskalakis (2009), Huang e Ritter (2009), bem como outros resultados que não confirmam os argumentos do Momento de Mercado, nomeadamente, Hovakimian (2006), Kayan e Titman (2007). Estes autores argumentam que a emissão de ações, nas janelas de oportunidades, não tem efeitos duradouros na estrutura de capitais. Também o poder explicativo da variável proposta por Baker e Wrugler (2002) também é limitado e advém do fato dessa variável incluir informações acerca de oportunidades de crescimento, sendo este um determinante da relação de endividamento, que não é incorporada pela atual relação do valor de mercado.

A segunda abordagem considera o oposto, ou seja, gestores não racionais atuando num mercado de capitais perfeito. Para que os gestores não racionais tenham impacto nos diversos resultados, advindos das suas decisões, é necessário assumir que os sistemas de mercado se mostrem imperfeitos, no sentido de não restringir o gestor a tomar decisões racionais. Esta hipótese é perfeitamente razoável de admitir, visto que, por exemplo, muitas vezes os sistemas de remuneração dos gestores, definidos pela administração, apresentam distorções, constituindo muitas vezes um problema e não solução.

A psicologia apresenta, nesta abordagem, um papel determinante. Dentre as “distorções” cognitivas referidas na literatura, o otimismo e a confiança excessiva são os mais rele-

vantes (Baker et al., 2007). Esta distorção será abordada no tópico seguinte.

CONFIANÇA COMO DETERMINANTE DA ESTRUTURA DE CAPITAL.

A literatura nascente reconhece que o viés de confiança excessiva é um determinante significativo das decisões de investimento e de financiamento por parte dos gerentes. Estudos psicológicos documentam que confiança leva as pessoas a subestimar os riscos, para ter mais certeza sobre as previsões e exagerar na sua capacidade de controlar os acontecimentos (Gilovich, Griffin, & Kahneman, 2002).

Schoar (2007) mostra que CEOs, que iniciam sua carreira em um período de recessão, escolhem estrutura de capital mais conservadora. Em geral, escolhem menor alavancagem e o crescimento com mais recursos internos do que externo.

Gervais, Heaton, & Odean (2002) fornecem várias razões pelas quais especialmente os gestores tendem a ser otimistas e confiantes e estudam essas características dentro do processo de orçamento de capital de uma empresa com financiamento totalmente por capital próprio.

Malmendier e Tate (2008) sugerem que os CEOs com confiança excessiva tendem a envolver-se em aquisições que destroem o valor da empresa. Malmendier, Tate, & Yan (2007) indicaram que os gestores confiantes veem o valor de suas empresas como subestimado e não preferem captação de recursos através de fontes externas, o que ecoa com a POT.

Schrand e Zechman (2010) destacam que a confiança excessiva está positivamente associada com a

superestimação da probabilidade de sucesso e a presença de decisões financeiras viesadas. O gerente com confiança excessiva superestima suas habilidades pessoais e tende a escolher decisões financeiras inconsistentes com as características da empresa. Ele subestima o risco de falência de sua empresa e acredita que o controla. Essas crenças levam a um aumento do nível de endividamento da empresa.

Heaton (2002) argumenta que os gestores confiantes superestimam os fluxos de caixa futuros e como resultado o Valor Presente Líquido (VPL) dos novos projetos de investimento. Isto os leva a investir também em projetos com VPL negativo.

Hackbarth (2004) desenvolve um modelo teórico para estudar as implicações da gestão da confiança para as decisões de financiamento. O modelo mostra que gestores otimistas e confiantes tendem a escolher os níveis de endividamento mais elevados e emitir nova dívida com mais frequência em comparação com gerentes idênticos menos confiantes. Malmendier, Tate, & Yan (2005) testam estas previsões. Eles encontraram que a confiança empresarial leva a uma preferência por financiamento interno sobre financiamento externo e, condicionada ao acesso ao mercado de capital, dívida sobre capital próprio. O principal argumento para o viés gerencial na direção do financiamento através de dívidas é que gestores confiantes subestimam a probabilidade de dificuldades financeiras e, portanto, assumem maiores níveis de endividamento do que o ideal. Isto pode levar a uma maior probabilidade de falência e altos custos de capital.

Baker et al. (2007) define otimismo como sendo uma superestimação da média e confiança excessiva uma subestima-

ção do intervalo de confiança, levando a uma atitude mais propensa ao risco. Mesmo que, em termos médios e na população dos gestores, não se manifeste confiança excessiva, aqueles que a apresentam, tem resultados extremos, isto é, resultados muito bons ou muito maus. Mesmo que os gestores não manifestem esse comportamento, o chamado viés na atribuição, ou seja, atribuem-se cargos de responsabilidade a indivíduos que apresentam mais sucessos do que falhas (Langer e Roth, 1975), podendo levar os gestores a exibirem confiança excessiva, (Gervais e Odean, 2001). Os estudos mostram que os gestores confiantes subestimam a probabilidade de dificuldades financeiras e, portanto, assumem maiores níveis de dívida do que o ideal. Isto pode levar a uma maior probabilidade de falência e custos mais elevados de capital. Na presença de baixa capacidade de financiamento CEOs confiantes preferem dívida do que financiamento com novas ações.

Também Ho e Chang (2009) postulam a existência de uma relação positiva entre a dificuldade financeira da empresa e a confiança excessiva do CEO. Assim, a confiança excessiva leva o gestor a subestimar a probabilidade de falência da empresa e, portanto, uma dívida crescente.

Heaton (2002) desenvolve um modelo baseado neste viés empresarial. O modelo analisa, segundo uma nova visão, os custos e benefícios que podem resultar da existência de fluxos de caixa líquidos. Esta abordagem consegue acomodar as vantagens e desvantagens desse fluxo de caixa implicando numa relação entre subinvestimento e sobreinvestimento, sem invocar a questão da existência de informação assimétrica (POT) ou dos conflitos de interesses (teoria da agência). Os gestores quando buscam financiamento externo, preferem endividamento em vez de capital próprio. Sendo assim, assumem um comportamento do tipo “POT”, (Hea-

ton, 2002). Por outro lado, o viés empresarial distorce sistematicamente para valores superiores e a previsão dos fluxos de caixa futuros da empresa leva a uma sobreavaliação das oportunidades de investimento por parte do gestor.

Uma consequência prática do modelo de Heaton (2002), é que os acionistas preferirão a retenção dos fluxos de caixa líquidos se os gestores forem confiantes e a empresa tiver boas oportunidades de investimento. Inversamente, os acionistas preferirão a distribuição, via dividendos, se os gestores forem confiantes, mas sem grandes oportunidades de investimentos.

Hackbarth (2009) desenvolve um modelo baseado na teoria das opções reais onde analisa o efeito da confiança excessiva, na interação entre a política de investimento e a estrutura de capitais. O modelo prediz uma relação inversa entre o endividamento e o valor de mercado das oportunidades de investimento. As oportunidades de investimento desapareceriam totalmente no caso de dificuldades financeiras, por exemplo, devido a insuficiente proteção legal para a propriedade intelectual. Então, as empresas com grandes oportunidades de investimento irão reduzir o endividamento renunciando a alguns benefícios fiscais proporcionados pelo mesmo para: (1) reduzir o risco de descumprimento; (2) para terem uma folga financeira. A folga financeira é necessária para poderem efetuar os investimentos futuros. Dependendo dos custos de perder as oportunidades de investimento futuras, o risco de descumprimento é uma variável importante na política de financiamento. As empresas agora avaliam os benefícios fiscais do endividamento com os custos de falência e perda de oportunidades de investimento futuros. Consequentemente, quanto maiores as oportunidades de investimento, maior será o risco de perda das mesmas se aumentar o endividamento, decorrendo daqui

uma relação inversa, entre oportunidades de crescimento e nível de endividamento.

Adicionalmente, tanto os gestores otimistas, quanto os gestores com confiança excessiva, adotarão níveis maiores de endividamento visto acreditarem que o risco de insolvência é menor. No entanto, a confiança em relação às oportunidades de investimento poderá reverter esse efeito, podendo ajudar a explicar o conservadorismo na emissão de dívida.

O otimismo empresarial em excesso poderá mitigar os conflitos de interesses entre gestores e credores (subinvestimento), porque, segundo Hackbarth (2009), um gestor com confiança excessiva assumirá o compromisso de executar as melhores opções estratégicas, isto é, para valores moderados de confiança excessiva, o gestor vai mais de encontro à estratégia de maximização do valor da empresa.

Hackbarth (2008) desenvolve um modelo, onde analisa o efeito combinado do otimismo e confiança excessiva na estrutura de capitais. Os gestores otimistas são aqueles que superestimam a taxa de crescimento dos fluxos de caixa livres, enquanto os gestores com confiança excessiva subestimam o risco dos mesmos. Como consequência, ambos consideram uma menor probabilidade de risco de falência, logo adotam maiores níveis de endividamento.

Os gestores otimistas consideram que as ações estão subavaliadas pelo mercado. Contrariamente, os gestores com confiança excessiva percebem o contrário. Ou seja, uma maior percepção da taxa de crescimento dos fluxos de caixa líquido está associada a maior valor das ações e, uma percepção de menor risco está associada a um menor valor. Sendo assim, os gestores otimistas, adotam um comportamento do tipo de “POT”, enquanto os gestores com confian-

ça excessiva não o fazem. O efeito combinado do otimismo e da confiança excessiva poderá ajudar a explicar o comportamento financeiro na prática. Isto significa, que nem sempre se adotará um comportamento do tipo “POT”. Sendo assim, poderá ajudar a explicar alguns resultados não conclusivos obtidos em estudos empíricos sobre a “POT” (Hackbarth, 2008).

O efeito combinado do otimismo e confiança excessiva levará os gestores a perceberem que as ações estão subavaliadas ou superavaliadas, dependendo do nível que cada um dos vieses apresentam, podendo, esta combinação, ajudar a explicar também a “TMM” (Hackbarth, 2008).

Tanto os gestores otimistas, quanto os gestores com confiança excessiva, acreditam que o valor do endividamento está subavaliado pelo mercado, o que conduzirá a que as empresas mais rentáveis e com menor risco, considerem o endividamento mais valioso. Os gestores que apresentam níveis moderados de otimismo e de confiança, contribuem para um aumento do valor da empresa visto que, optando por mais endividamento, conseguem reduzir o problema de sobreinvestimento.

Conseqüentemente, existirá algum nível de endividamento superior ao evidenciado pelo gestor racional, que maximizará o valor da empresa uma vez que reduz a possibilidade do gestor agir em interesse próprio. Gestores que apresentam valores elevados dessas distorções contribuem para uma redução do valor da empresa (Hackbarth, 2008).

Os modelos que incorporam a confiança excessiva empresarial poderão ajudar a explicar certas inconsistências verificadas nos diversos estudos empíricos baseados nos modelos tradicionais. A hipótese da confiança excessiva não con-

tradiz, mas também não confirma nenhuma das teorias tradicionais sobre as determinantes da estrutura de capitais. A confiança excessiva induz o gestor a considerar que os seus títulos estão subavaliados pelo mercado, sendo relutantes em procurar financiamento externo. Como o preço das ações é mais sensível a alterações das expectativas dos investidores sobre os fluxos de caixa líquidos futuros, optando por financiamento externo, preferirão dívida em vez de emissão de ações.

A confiança excessiva, introduzida nos modelos sobre a estrutura de capitais, poderá explicar as diferenças encontradas em estudos empíricos efetuados, bem como o tipo de financiamento escolhido quando muda a liderança numa empresa. A confiança excessiva poderá ser uma alternativa e/ou uma forma adicional de explicação, da evidência da “POT”. No entanto, também evidencia que é contrária aos pressupostos da informação assimétrica da “POT”. Os gestores com confiança excessiva não tem informação privilegiada relativa à sua empresa, eles simplesmente acreditam que a tem (Malmendier et al., 2011).

Segundo Malmendier et al. (2011), analisando o seu modelo na perspectiva da “TOT”, os gestores ao distorcerem sistematicamente para cima os valores dos fluxos de caixa líquidos futuros, superestimarão os benefícios do endividamento e subestimarão os custos de falência. Isso conduzirá os gestores com confiança excessiva a utilizarem níveis de endividamento mais elevados. Se analisado na perspectiva da “POT”, o gestor com confiança excessiva achará que terá mais dinheiro no futuro, resultando em maior capacidade de financiamento via recursos internos e depois por dívida isenta de risco. Além disso, o financiamento por emissão de ações é percebido como muito caro. Daqui resulta que, o gestor com confiança excessiva, não está preocupado em ter

menos recursos internos no futuro, ou ter menor capacidade de usar dívida isenta de risco, mas sim nos elevados custos de financiamento via emissão de ações.

Pelos motivos elencados, segundo (Malmendier et al., 2011; Hackbarth, 2008 e 2009; Heaton, 2002) existe uma relação positiva entre confiança excessiva e o nível de endividamento.

No entanto, Fairchild (2007) desenvolve um modelo sobre a influência da confiança excessiva dos gestores, na estrutura de capitais, baseado na teoria da agência, combinando o fluxo de caixa líquido com o ciclo de vida da empresa, tendo concluído que, na presença de elevadas oportunidades de crescimento, um gestor com confiança excessiva, poderá adotar menores níveis de endividamento, de forma a ter folga financeira necessária à realização dos investimentos necessários, quando essas oportunidades se concretizarem.

Outra abordagem diferente refere-se ao nível de otimismo na economia em geral, podendo conduzir em que períodos de otimismo na economia, há um maior número de gestores com otimismo/confiança. Deste modo, as empresas poderão apresentar maiores níveis de endividamento. Ao nível de investimento podemos ter fases de superinvestimentos em períodos de elevado otimismo (Nofsinger, 2005).

Hackbarth, Miao, & Morelec (2006) desenvolveram um modelo, sobre a estrutura ótima de capitais, concluindo que os valores ótimos de endividamento são contra cíclicos, isto é, o nível de endividamento ótimo deverá ser inferior nas fases de crescimento econômico e superior nas fases de recessão. Levy e Hennessy (2007) chegam a resultados semelhantes, entretanto, refere-se que a situação é válida, para empresas que não tenham dificuldades financeiras.

Adotam-se os indicadores de duas bases de dados, ou seja, o indicador de confiança setorial do IBRE e a base de dados setorial da Macrodados Sistemas Gerenciais. Utiliza-se dados em painel com a variável alavancagem setorial como dependente e quatro variáveis (Confiança gerencial, Tangibilidade, Lucratividade e Liquidez) como independentes.

Portanto, em sintonia com os trabalhos que abordam viés de confiança excessiva, este estudo espera uma relação positiva entre nível de confiança e alavancagem, pretendendo testar o efeito do viés de confiança no mercado brasileiro, considerando a confiança dos gestores como uma determinante da estrutura de capital.

METODOLOGIA - VARIÁVEIS, DADOS E TESTES.

Nesta seção, será apresentado o modelo e a definição das variáveis consideradas relevantes para estudar a escolha da estrutura de capital por empresas brasileiras, bem como a abordagem empírica.

O modelo

Tradicionalmente, as decisões de financiamento dos gestores são consideradas como o resultado de uma vasta gama de determinantes associadas às características do mercado, da indústria e da empresa.

Neste trabalho, pretende-se verificar se a estrutura de capital de empresas de setores específicos pode ser explicada por algumas determinantes tradicionais, bem como testar a teoria que prevê que a confiança excessiva está positivamente relacionada com os níveis de dívida ou alavancagem. Serão utilizadas as variáveis consolidadas por setor de atividade, utilizando o índice de alavancagem (Participação de Capital de Terceiros) como variável dependente e como independentes as variáveis Indicador de confiança, Indicador de Tangibilidade (Imobilização do Ativo); Indicador de Lucratividade (Rentabilidade do ativo) e Indicador de liquidez (Liquidez Corrente).

Baker e Wurgler (2002), dentre outros, usam um modelo que relaciona grau de alavancagem, como uma *proxy* da escolha da estrutura de capital da empresa, em uma gama de variáveis independentes relacionadas com as especificações do mercado, da indústria e da empresa. Considera-se confiança de gestão como um variável extra neste modelo.

Adaptando esse modelo, este trabalho utiliza-se de duas bases de dados setoriais para o mercado brasileiro: (1) Indicadores de Desempenho Setorial da Macrodados Sistemas Gerenciais e, (2) Indicadores de Confiança do Instituto Brasileiro de Economia (IBRE) da Fundação Getúlio Vargas (FGV).

Para verificar a relevância das determinantes para alavancagem setorial será adotado o modelo de regressão com dados em painel conforme disposto no modelo:

$$ALSET_{it} = \alpha_{[...]} + [Dummys] + \beta_1 CONF_{i,t-1} + \beta_2 TANG_{i,t-1} + \beta_3 LUCR_{i,t-1} + \beta_4 LIQ_{i,t-1} + u_{i,t}$$

- Cada variável de estudo é representada pelas respectivas siglas:
- ALSET – Alavancagem setorial;
- *Dummys* – Variáveis *Dummys* por setor;
- CONF – Confiança gerencial setorial;
- TANG – Tangibilidade setorial;
- LUCR – Lucratividade setorial;
- LIQ – Liquidez setorial.

Variável dependente - alavancagem setorial (ALSET)

Normalmente tem-se utilizado alavancagem média do setor como uma variável explicativa. MacKay e Phillips (2005) mostram que os fatores do setor são importantes para a estrutura financeira da empresa. Frank e Goyal (2004) constataram que a alavancagem média do setor é uma importante determinante da alavancagem: "É o principal ou o segundo fator para explicar alavancagem". No entanto, neste trabalho, opta-se por transformá-la em variável dependente e verificar se outras variáveis determinantes, também setorializadas, impactam na alavancagem do setor. Esta alternativa sugere que as empresas do mesmo segmento pode ter uma estrutura de capital semelhante uma vez que estão expostas às mesmas restrições (investimento, tecnologia etc.).

As variáveis independentes (explicativas)

Nesta seção será explicada porque as variáveis explicativas, Confiança gerencial, Tangibilidade, Lucratividade e Liquidez, neste estudo, são consideradas determinantes da estrutura de capital e como elas serão medidas.

Confiança gerencial setorial (CONF)

Como mencionado, há crescente evidências que apoiam que a confiança seja uma das determinantes da estrutura de capital. Espera-se que a alavancagem e a confiança estejam positivamente correlacionadas. Quanto mais confiante o gestor for, menos ele acredita que a empresa possa entrar em falência e irão utilizar mais financiamento por dívida.

O maior desafio para a análise da confiança é construir uma medida plausível. Crenças viesadas naturalmente

desafiam a medição direta e precisa (Malmendier e Tate, 2005a). Malmendier e Tate (2005a e 2005b) adotam dois métodos como *proxy* de confiança dos gestores. O primeiro é um argumento de “crença revelada” por acreditar na inferência dos gestores sobre o desempenho futuro da empresa a partir de sua carteira de operações pessoais. O segundo identifica as percepções externas dos gestores. Eles classificam os gestores com base na confiança excessiva sobre sua representação. Tais dados para estes dois modelos (*proxies*) não estão prontamente disponíveis no mercado.

Este trabalho usará, como *proxy* de confiança do gestor, os resultados de pesquisas de opinião por setores de atividades. As pesquisas são realizadas e publicadas mensalmente pelo Instituto Brasileiro de Economia - IBRE da FGV e constam do Índice de Confiança do setor de serviços (ICS); Índice de Confiança do setor industrial (ICI); Índice de Confiança do Setor de Comércio (ICOM); Índice de Confiança do Setor de Construção (ICST). Os indicadores representam a combinação de sentimento gerencial sobre a empresa, o setor e para a economia como um todo. Se os gestores estão agindo de acordo com a teoria psicológica do viés gerencial então espera-se que o coeficiente da variável (CONF) seja positivo. Em outras palavras, quando os gestores estão confiantes, uma relação positiva e significativa com a alavancagem é esperada.

Tangibilidade setorial - ativos garantidores (TANG)

A teoria da informação assimétrica explica que problemas de risco moral e seleção adversa podem aparecer quando os bancos ou credores possuem informações limitadas sobre o retorno do investimento do projeto.

Colaterais (Ativos tangíveis) podem ser considerados como um sinal da capacidade de solvência da empresa e pode diminuir o problema do risco moral. Portanto, os ativos tangíveis são susceptíveis de ter um impacto sobre as decisões de financiamento das empresas. Os estudos empíricos (Rajan e Zingales, 1995; Frank e Goyal, 2004) mostram que a relação entre garantias e alavancagem é significativa e positiva. Este trabalho utiliza como *proxy* para o valor de garantia da empresa (TANG) o indicador de Imobilização do Patrimônio Líquido que é a soma de imóveis, instalações e equipamentos dividido pelo PL. Espera-se uma relação positiva entre o nível de garantia e alavancagem.

Liquidez setorial (LIQ)

O volume de ativo circulante sobre passivo circulante (índice de liquidez corrente) é utilizado como medida de liquidez e foi adotado nos estudos de (Rajan e Zingales, 1995; Deesomsak, Paudyal, & Pescetto, 2004). A Liquidez é uma determinante da estrutura de capital e tem sido descrita em muitas literaturas. Com base na “POT” a liquidez tem impacto na alavancagem reversa. A explicação para esta relação é que a liquidez reduz a necessidade de financiamento com dívida. Empresas mais líquidas têm mais dinheiro para usar e vice-versa.

Também a “POT” prevê relação negativa entre liquidez e alavancagem. Os acionistas da empresa com ativos mais líquidos podem mais facilmente utilizá-los em detrimento de obrigacionistas, o que cria conflito de interesse entre as partes. Segundo Myers e Rajan (1998), quando os credores enfrentam custos de agência decorrentes da alta liquidez, eles limitam montante da dívida à disposição da empresa.

Lucratividade setorial (LUCR)

De uma perspectiva da “POT”, para as empresas com grandes investimentos esperados, é provável que o financiamento seja a partir de fontes internas e dívida de baixo risco (Myers, 1984). Com efeito, para gerenciar o risco de investimentos futuros por causa da falta de recursos financeiros, empresas lucrativas vão optar por ter menos alavancagem atual. Frank e Goyal (2004) mostram que nos EUA, as empresas mais lucrativas têm menos dívida, apoiando a “POT”. Neste trabalho será utilizada a rentabilidade dos ativos como *proxy*. Espera-se uma relação negativa entre alavancagem e rentabilidade, em consonância com a “POT”.

Em síntese, respaldada pela base teórica, utiliza-se as seguintes hipóteses nesta abordagem setorial:

- H1: Relação positiva entre (ALSET) e (CONF)
- H3: Relação negativa entre (ALSET) e (LUCR)
- H2: Relação positiva entre (ALSET) e (TANG)
- H4: Relação negativa entre (ALSET) e (LIQ)

Abordagem empírica

Os dados dos indicadores de Confiança do IBRE são mensais, para os setores de comércio, serviço, indústria e construção e são identificados neste trabalho como setores 1, 2, 3 e 4, respectivamente. Foram efetuadas adaptações para transformar as informações dos indicadores de confiança em trimestrais, adotando a média dos meses que compõem o trimestre. Os dados da Macrodados são trimestrais divididos em 21 segmentos específicos. Foram definidos aleatoriamente 4 segmentos representativos dos

quatro setores utilizados pelo IBRE. Para o setor industrial, foi utilizado o segmento de autopeças, para o de serviço foi utilizado o segmento de Serviços de utilidade pública e para os setores de comércio e construção civil, estes possuem indicadores específicos. O período para a coleta de informações refere-se ao período atualmente disponível de 2009 a 2013.

Participam atualmente dos indicadores de confiança em torno de 700 empresas do setor de construção, 800 indústrias de transformação, 2500 empresas de serviços e 1200 empresas comerciais.

Preferiu-se trabalhar com dados em painel balanceado, passando a utilizar os dados apenas a partir do 3º trimestre de 2010, quando os quatro setores já possuíam seus respectivos levantamentos. Desta forma, foi possível apurar apenas 11 trimestres para cada variável em cada setor, resultando em 44 observações. No entanto tendo em vista, após simulação, constatar que utilizando variáveis independentes defasadas em um período, houve uma pequena melhora na correlação entre as variáveis, optou-se, portanto por utilizar variáveis defasadas. Também tendo em vista a variável confiança não possuir indicador anterior ao primeiro período utilizado, com a defasagem a amostra ficou reduzida a 40 observações.

Alguns pecados são assumidos neste trabalho, mas de forma consciente em relação aos riscos resultantes da simplificação. Mas para a construção do conhecimento, muitas vezes se tem que cometer pecados e assumir a responsabilidade, mas, principalmente, sempre se deve provocar alguma reflexão em cima do que é disponível. Em certas circunstâncias o ótimo não é possível, então se busca o que é razoável. Neste sentido, não aproveitar duas bases

de dados tão valiosas parece ser um pecado ainda maior. Portanto os resultados a serem apresentados ficam como uma contribuição na busca de alguma sinalização (análise aparente) de correspondência, ou não, entre as variáveis, numa abordagem setorial.

Constata-se que a coleta de dados do patamar de confiança ainda é bem recente no Brasil. Portanto temos aqui uma primeira limitação. Ao trabalhar duas bases de dados setoriais distintas, algumas concessões/adaptações são necessárias, no sentido de tentar buscar interagí-las. Portanto aparece aqui uma segunda missão ao ter que definir para cada setor de atividade, quais subsegmentos farão parte da amostra para representar cada setor.

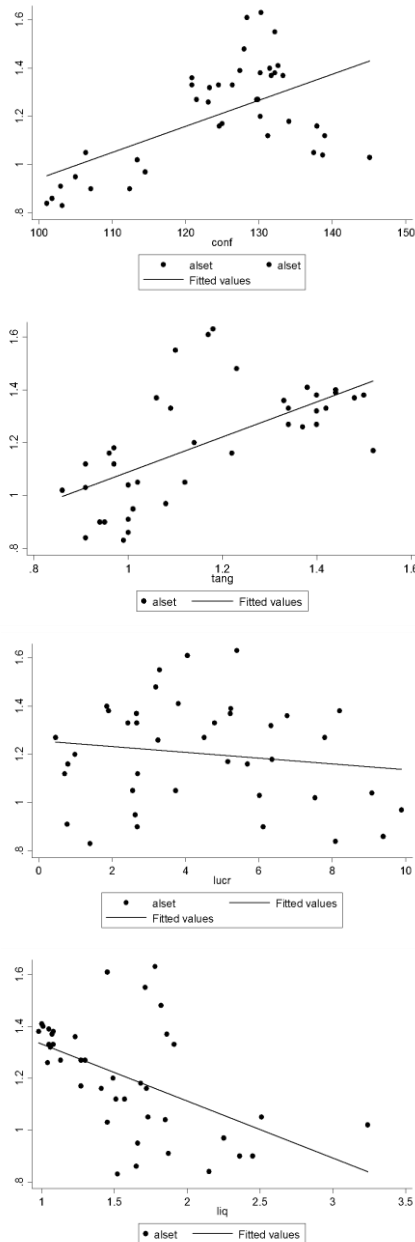
Outro aspecto relevante é que a base de dados com indicadores fechados muitas vezes, e neste caso é um exemplo, não permite ampliar as variáveis de controle, podendo o modelo ficar bastante enxuto. Uma visualização de alguns dados da estatística descritiva, apresentados no Objeto 1, permite conhecer a média, o desvio padrão, o valor máximo e mínimo de cada variável que compõe o modelo. Para a abordagem econométrica dos dados foi utilizado o STATA12. Também se optou por apresentar aqui as tabelas originais da forma disponibilizada pelo software.

Objeto 1: Média, desvio padrão, valores máximos e mínimos das variáveis do modelo.

Variable	Observações	Mean	Std. Dev.	Min	Max
alset	40	1.20425	0.215774	0.83	1.63
conf	40	124.23	11.62813	101.1	145.1
tang	40	1.17375	0.205497	0.86	1.52
lucr	40	4.4025	2.610758	0.46	9.89
liq	40	1.5805	0.502863	0.98	3.24

Uma visualização gráfica preliminar (Objeto 2) ajuda a ter uma primeira idéia dos dados coletados, relacionando cada variável independente (CONF, TANG, LUCR, LIQ) com a variável dependente (ALSET).

Objeto 2: Gráficos de dispersão dos dados de cada variável independente em relação à dependente (ALSET).



A correlação entre as variáveis do modelo, pelo método do mínimos quadrados ordinários – MQO, apresenta os indicadores constantes no Objeto 3.

Objeto 3 – Correlação entre as variáveis ALSET, CONF, TANG, LUCR E LIQ pelo método do MQO. (Observações = 40)

	alset	conf	tang	lucr	liq
alset	1.000				
conf	0.5818	1.000			
tang	0.6306	0.2784	1.000		
lucr	-0.1451	-0.1007	-0.0524	1.000	
liq	-0.5128	-0.3447	-0.7352	0.1362	1.000

Pelos resultados, parece existir, em relação à variável dependente (ALSET), correlação positiva com a (CONF), positiva com a (TANG), negativa com a (LUCR) e negativa com a (LIQ). Aparentemente os dados coletados parecem respaldar a base teórica, mas torna-se necessário verificar se é possível confirmar tal constatação através do rigor das ferramentas econométricas. Efetuando a regressão pelo MQO tradicional (Pooled), se obteve os dados do Objeto 4.

Em síntese, pelo teste F, rejeita-se a hipótese que todos os coeficientes são iguais a zero, portanto o modelo existe. 53,54% das variações podem ser explicadas pelas variáveis atribuídas ao modelo. Somente as variáveis (CONF) e (TANG) são significativas a 5% (tanto pelo p-valor, quanto pelo teste t). Se houver um aumento de 1 ponto no índice de confiança haverá um aumento no indicador de estrutura de capital de 0.08. Se houver um aumento de 1 ponto percentual no índice de tangibilidade haverá um aumento no indicador de estrutura de capital de 0.56.

Objeto 4: Regressão pelo método Pooled – Dados agrupados

Alset	Coef.	Std. Err.	t	P> t	95% Intervalo de Confiança	
Conf	0.0081593	0.0021634	3.77	0.001	0.0037674	0.0125512
Tang	0.5631555	0.1696686	3.32	0.002	0.2187099	0.907601
Lucr	-0.0065037	0.0091460	-0.71	0.482	-0.0250710	0.0120636
liq	0.0188112	0.0713425	0.26	0.794	-0.1260219	0.1636443
cons	-0.4714805	0.4067313	-1.16	0.254	-1.2971890	0.354228

Number of obs = 40; F(4, 35) = 12.23; Prob > F = 0.0000; R-squared = 0.5830; Adj R-squared = 0.5354; Root MSE = 0.14708

Source	SS	df	MS
Model	1.05861071	4	0.26465268
Residual	0.75716688	35	0.02163334
Total	1.81577759	39	0.04655840

O teste VIF (Fator de inflação da variância) apresenta valor de 1,67, portanto menor que 10, indicando não haver problema de multicolinearidade.

O teste de Breusch-Pagan/Cook-Weisberg para heterocedasticidade apresenta resultado de existência de heterocedasticidade, ou seja, os erros não possuem a mesma variância em todas as observações. Utilizando a correção robusta de White mantêm-se significativas, a 5%, as variáveis (CONF) e (TANG). A respeito das variáveis (LUCR) e (LIQ) a amostra não permite nenhuma inferência estatística. Através do teste de Prais-Winsten AR e do teste Durbin-Watson a amostra parece não apresentar autocorrelação dos erros, com Durbin-Watson *statistic (transformed)* de 1.880364.

Também pelo modelo de efeito aleatório, constata-se conclusão semelhante, sendo as variáveis (CONF) e (TANG) estatisticamente significativas e positivamente correlacionadas (Objeto 5).

No entanto, ao realizar os testes para apurar o melhor Modelo a ser utilizado para a amostra, constata-se que o Modelo de efeito fixo com variáveis *dummies* é o melhor.

Pelo teste de Chow, teste F, nega-se a H_0 de que o modelo restrito (*Pooled*) seja o melhor, devendo optar pelo Modelo Irrestrito (efeito fixo), ou seja, F test that all $u_i=0$: $F(3, 32) = 6.59$ Prob > F = 0.0014.

Objeto 5: Regressão utilizando o modelo de efeito aleatório.

Alset	Coef.	Std. Err.	z	P> z	95% Intervalo de Confiança	
Conf	0.0081593	0.0021634	3.77	0.000	0.0039192	0.0123994
Tang	0.5631555	0.1696686	3.32	0.001	0.2306111	0.8956998
Lucr	-0.0065037	0.0091460	-0.71	0.477	-0.0244294	0.0114220
liq	0.0188112	0.0713425	0.26	0.792	-1.1210176	0.1586400
_cons	-0.4714805	0.4067313	-1.16	0.246	-1.2686590	0.3256983

Random-effects GLS regression; Number of obs = 40; Group variable: id
 Number of groups = 4; R-sq: within = 0.1552; Obs per group: min = 10; Between = 0.8065; avg = 10.0; overall = 0.5830; max = 10; Wald chi2(4) = 48.93; corr(u_i, X) = 0 (assumed) Prob > chi2 = 0.0000

Pelo teste de Hausman, nega-se a H_0 de que o Modelo de efeito aleatório seja o melhor, devendo-se optar pelo Modelo de efeito fixo, ou seja, $\chi^2(4) = 20.96$; Prob> $\chi^2 = 0.0003$.

O modelo de mínimos quadrados com variáveis *dummys* para efeito fixo, conta com a heterogeneidade entre os indivíduos (setores), permitindo que cada um tenha seu próprio intercepto (GUJARATI e PORTER, 2011).

Portanto, adotando o Modelo de efeito fixo, com variáveis *dummys* para cada um dos quatro segmentos, obtêm-se os seguintes dados da correlação e da regressão, mostrados no Objeto 6 e no Objeto 7 respectivamente.

Objeto 6: Correlação entre variáveis pelo método de efeito fixo com variáveis *dummys*. (Observação = 40)

	alset	Conf	tang	lucr	liq	d1	d2	d3	d4
alset	1.000								
conf	0.5818	1.000							
tang	0.6306	0.2784	1.000						
lucr	-0.1451	-0.1007	-0.0524	1.000					
liq	-0.5128	-0.3447	-0.7352	0.1362	1.000				
d1	0.3733	0.3067	-0.2184	-0.2046	0.0785	1.000			
d2	0.3977	0.2107	0.6864	0.0978	-0.6203	-0.3333	1.000		
d3	-0.7621	-0.8769	-0.5627	0.01838	0.5901	-0.3333	-0.3333	1.000	
d4	-0.0088	0.3595	0.0946	-0.0769	-0.0483	-0.3333	-0.3333	-0.3333	1.000

Constata-se que 74% das variações conseguem serem explicadas pelas variáveis inclusas no modelo. Com o modelo de efeito fixo com variáveis *dummys* e a correção robusta de White apenas a variável (TANG) possui significância estatística a 5%. A variável (CONF) agora não apresenta mais significância. Ou seja, as diversas observações são estatisticamente diferentes nos diversos setores. A *dummy* para o setor 1 (comércio), possui significância estatística, sugerindo uma heterogeneidade dos dados. Também constata-se que os coeficientes angulares apresentados pelos modelos *pooled* e efeito fixo são bastante diferentes, mas uma vez reforçando a ideia da relevância da inclusão de variáveis *dummys* para cada setor de atividade (heterogeneidade).

Objeto 7: Regressão robusta pelo método de efeito fixo com variáveis *dummys*.

Alset	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
conf	0.000642	0.003085	0.21	0.837	-0.00564	0.006927
tang	0.55277	0.19476	2.84	0.008	0.156057	0.949482
lucr	-0.0002	0.006346	-0.03	0.975	-0.01313	0.012725
liq	0.059986	0.068125	0.88	0.385	-0.07878	0.198752
d1	0.195826	0.08208	2.39	0.023	0.028634	0.363018
d2	0.066593	0.057604	1.16	0.256	-0.05074	0.183928
d3	-0.16723	0.13684	-1.22	0.231	-0.44596	0.111507
_cons	0.357982	0.559366	0.64	0.527	-0.78141	1.497373

Regressão Linear (Número de observações = 40). F (7, 32) = 39.49. Prob > F = 0.0000.

R-squared = 0.7422. Root MSE = 0.12095

Esta conclusão reforça a ideia da importância da abordagem do setor de atividade para o estudo de Estrutura de Capital. Cada setor possui especificidades que o leva à composição de fontes de financiamento diferenciadas.

Esta constatação pode ser verificada no banco de dados da Macrodados, onde se percebe indicadores de endividamento bastante distintos não só entre os setores (industrial, comercial, serviços, construção), mas também entre os diversos segmentos de atividades dentro dos setores.

Embora não tenha sido encontrada significância estatística percebe-se, nesta amostra específica, que existem evidências de correlação positiva entre os indicadores (CONF) e a (ALSET), H1. Ou seja, gestores de segmentos mais confiantes tendem a escolher os níveis de endividamento mais elevados, de acordo com os trabalhos de Hackbarth (2004); Malmendier et al. (2005); Ho e Chang (2009).

Com relação à variável (TANG), a mesma apresenta correlação positiva e significância estatística em consonância com os estudos de Rajan e Zingales (1995); Frank e Goyal (2004), contemplando a H2. Ou seja, os Colaterais (Ativos tangíveis) podem ser considerados como

um sinal da capacidade de solvência da empresa e pode diminuir o problema do risco moral.

As variáveis (LUCR) e (LIQ) apresentam correlação negativa com ALSET, H3 e H4 respectivamente, em consonância com a base teórica da POT, mas sem significância estatística, o que impede de considerações mais consistentes.

CONCLUSÃO

Neste trabalho buscou-se estudar as implicações do patamar de confiança para a decisão das fontes de financiamento, numa abordagem setorizada. O modelo utilizado correlaciona e assume como hipótese de pesquisa a de que gestores de setores mais confiantes tendem a escolher níveis de endividamento mais elevados.

Como resultado, as diversas variáveis independentes inseridas no modelo conseguem explicar 74% das variações da variável dependente. As variáveis explicativas encontram-se correlacionadas com a variável dependente (ALSET), tendo correlação positiva com a (CONF), positiva com a (TANG), negativa com a (LUCR) e negativa com a (LIQ). As respectivas correlações respaldam a base teórica da POT, mas, pelo rigor econométrico e utilizando o modelo de efeito fixo com variáveis *dummys*, neste trabalho apenas a variável (TANG) apresenta significância estatística.

A correlação positiva entre (CONF) e (ALSET) significa que gestores de setores mais confiantes subestimam a probabilidade de dificuldades financeiras e, portanto, assumem maiores níveis de endividamento do que o ideal. Isto pode levar a uma maior probabilidade de falência e altos custos de capital (Malmendier et al., 2005). Embora

Constata-se que 74% das variações conseguem serem explicadas pelas variáveis inclusas no modelo. Com o modelo de efeito fixo e a correção robusta de White, constata-se que as diversas observações são estatisticamente diferentes nos diversos setores. Esta conclusão reforça a ideia da importância da abordagem do setor de atividade para o estudo de Estrutura de Capital. Cada setor possui especificidades que o leva à composição de fontes de financiamento diferenciadas.

neste trabalho não tenha sido encontrada significância estatística.

Uma limitação importante neste trabalho é quanto ao número de observações, tendo em vista que a apuração dos indicadores de confiança no Brasil ainda ser bastante incipiente, sendo possível a utilização de apenas 11 trimestres para a variável (CONF) em cada setor.

Outra limitação é que base de dados com indicadores fechados, como foi o caso neste trabalho, não permitindo ampliar as variáveis de controle, ficando o modelo bastante enxuto.

Uma contribuição importante e também desafiante neste trabalho foi mesclar duas bases de dados independentes (IBRE e Macrodados), por setor de atividade. Portanto, a interação e a equivalência das bases de dados podem ser legitimamente questionadas. Mas é preferível correr o risco e fazer, do que ver duas bases de dados relevantes sem a utilização do ponto de vista acadêmico.

Portanto os resultados apresentados se limitam a uma contribuição na busca de alguma sinalização (análise aparente) de correspondência, entre as variáveis, nesta abordagem setorial. Mesmo porque as ciências sociais aplicadas não é uma ciência de laboratório, onde todas as variáveis são totalmente controladas. E, principalmente, quando sofisticamos em excesso o rigor dos instrumentos metodológicos para a abordagem de variáveis comportamentais, pode-se estar utilizando “armaduras de aço” para prender “gelatina”.

De modo geral, os resultados evidenciam a relevância da incorporação do contexto setorial nas abordagens relacionadas à estrutura de capital, tendo em vista cada

setor apresentar especificidades nas variáveis determinantes das fontes de financiamento. Novos trabalhos podem ser elaborados a partir do processo de ampliação temporal da base de dados setorial.

REFERÊNCIAS

- Baker, M., & Wurgler, J. (2002). Market timing and capital structure. *The journal of finance*, 57(1), 1-32.
- Baker, M.; Ruback, R. S., & Wurgler, J. (2007): “Behavioral Corporate Finance”. In B. Espen Eckbo (Ed). *Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance* (Handbooks in Finance Series, Elsevier/North-Holland), Chapter 4.
- Barberis, N., Thaler, R.H. (2003): “A Survey of Behavioral Finance”. In *Handbook of the Economics of Finance*, Edited by Constantinides, G; M; Harris; Stulz, R; Chapter 18.
- Ben-David, I., Harvey, C. R., & Graham, J. R. (2007). Managerial overconfidence and corporate policies. *AFA - Chicago Meetings Paper*.
- Deesomsak, R., Paudyal, K., & Pescetto, G. (2004). The determinants of capital structure: evidence from the Asia Pacific region. *Journal of Multinational Financial Management*. Vol. 14(4-5), pp. 387-405.
- Fairchild, R. (2007). *Managerial Overconfidence, Agency Problems, Financing Decisions and Firm Performance*. University of Bath, Scholl of Management Working Paper Series.

- Fama, E. & French, K. (2002). Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt. *Review of Financial Studies*. Vol. 15, 1-33.
- Frank, M. & Goyal, V. (2003). Testing the pecking order theory of capital structure. *Journal of Financial Economics*. Vol. 67, pp. 217-248.
- Frank, M. & Goyal, V. (2004). Capital structure decisions: which factors are reliably important. Sauder School of Business, University of British Columbia, Canada.
- Gervais, S & Odean, T. (2001): "Learning to be overconfident". *Review of Financial Studies*, Vol. 14, pp. 1-27.
- Gervais, S., Heaton, J. B., & Odean, T. (2002). The Positive Role of Overconfidence and Optimism in Investment Policy. University Of California, Berkeley.
- Gervais, S., Heaton, J. B., & Odean, T. (2011). Overconfidence, Compensation Contracts and Capital Budgeting. *The Journal of Finance*, Vol. LXVI, N° 5.
- Gilovich, T., Griffin, D., & Kahneman, D. (2002). *Heuristics and biases: The psychology of intuitive judgement*. Cambridge University Press, New York, USA.
- Graham, J. & Harvey, C. (2001). The theory and practice of corporate finance: evidence from the field. *Journal of Financial Economics*. Vol. 60, pp.187-243.
- Gujarati, D. N. & Porter, D. C. (2011). *Econometria básica*. Tradução Denise Durante, Mônica rosemberg, Maria Lúcia G L Rosa; Revisão técnica Claudio D Shikida, Ari Francisco A Júnior, Márcio Antônio Salvato. AMGH editora, Porto Alegre, 5ª ed.

- Hackbarth, D. (2004). Managerial Traits and Capital Structure Decisions. Finance Department, Kelley School of Business, Indiana University, USA.
- Hackbarth, D., Miao, J., & Morelec, E. (2006). Capital structure, credit risk, and macroeconomic conditions. *Journal of Financial Economics*, vol 82, 519-550, 2006.
- Hackbarth, D. (2008). Managerial Traits and Capital Structure. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol 43, n° 4, 843-881.
- Hackbarth, D. (2009). Determinants of Corporate Borrowing: a Behavioral Perspective. *Journal of Corporate Finance*, vol 15, n° 4, 389-411, 2009.
- Heaton, J. (2002). Managerial Optimism and Corporate Finance. *Financial Management* 31(2), 33-45.
- Ho, C. R., & Chang, Y. (2009). CEO Overconfidence and Corporate Financial Distress. (August 15, 2009). Disponível em: <SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1659440> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1659440>> acesso em 11/06/2013, 2009.
- Hovakimian, A. (2006). Are observed capital structures determined by equity market timing?. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 41(1), pp. 221-248.
- Hovakimian, A., Opler, T., & Titman, S. (2001). The debt-equity choice. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 36, pp. 1-24.
- Huang, R. & Ritter, J.R. (2009). Testing Theories of Capital Structure and Estimating the Speed of Adjustment.

Journal of Financial and Quantitative Analysis, vol 44, n° 2, April, pp. 237-271.

Jenter, D. (2005). Market Timing and Managerial Portfolio Decisions. *Journal of Finance*, Vol. 60 n°4, August, 2005, pp. 1903-1949.

Kahneman, D. & Tversky, A. (1979). Prospect theory: An analysis of decisions under risk. *Econometrica*, vol.46, pp. 171-185.

Kayhan, A & Titman, S. (2007). Firm's Histories and their Capital Structures. *Journal of Financial Economics*, vol. 83 pg: 1-32.

Lamoreaux, N. & Rosenthal, J. (2006). Legal regime of business's organizational choice - A comparison of France and US. NBER working paper W10288.

Langer, E.J. & Roth, J. (1975). Heads I win tails it's chance: The illusion of control as a function of the sequence of outcomes in a purely chance task. *Journal of Personality and Social Psychology*, vol. 32, pp. 951-955.

Levy, A. & Hennessy, C. (2007). Why does capital structure choice vary with macroeconomics conditions? *Journal of Monetary Economics*, vol.54, pp. 1545-1564.

Mackay, P.; Phillips, G. (2005). How does industry affect firm financial structure? *Review of Financial Studies* , vol.18, pp.1433-1466.

Malmendier, U. & Tate, G. (2005a). Does overconfidence affect corporate investment? CEO overconfidence measures revisited. *European Financial Management*, vol. 11(5), pp. 649-659.

- Malmendier, U. & Tate, G. (2005b). CEO Overconfidence and corporate investment. *Journal of Finance* vol. 60, pp. 2660-2700.
- Malmendier, U. & Tate, G. (2008). Who Makes Acquisitions? CEO Overconfidence and the Market's Reaction. *Journal of Financial Economics*, vol. 89, pp. 20-43.
- Malmendier, U.; Tate, G.; Yan, J. (2005). Corporate financial policies with overconfident managers. 8th Annual Texas Finance Festival.
- Malmendier, U., Tate, G., & Yan, J. (2007). Corporate Financial Policies with Overconfident Managers. Working Paper, UC Berkeley.
- Malmendier, U., Tate, J. & Yan, J. (2011). Overconfidence and Early Experiences: The Impact of Managerial Traits on Corporate Financial Policies. *Journal of Finance*, vol 66, n°5, October 2011, pp. 1687-1733.
- Miller, M. (1977). Debt and taxes. *Journal of Finance*, vol. 32, pp. 261-275.
- Modigliani, F. & Miller, M. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *American Economic Review*, vol. 53, pp. 261-297.
- Myers, S. (1984). The capital structure puzzle. *Journal of Finance* , vol. 39, pp. 575-92.
- Myers, S. & Majluf, N. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics* , vol. 13, pp. 187-221.

- Myers, S. & Rajan, R. G. (1998). The Paradox of Liquidity. *Quarterly Journal of Economics*, vol. 113(3), pp. 733-771.
- Nofsinger, J. (2005). *The psychology of investing*. Pearson Education-Prentice Hall, New Jersey, USA.
- Rajan, R. & Zingales, L. (1995). What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *Journal of Finance* vol. 50, pp. 1421-1460.
- Schoar, A. (2007). CEO Careers and Style. Disponível em: <http://web.mit.edu/~aschoar/www/CEOCareersStyle_v2.pdf> acesso em 11/06/2013.
- Schrand, C. & Zechman, S. (2010). Executive Overconfidence and the Slippery Slope to Fraud. Working Paper, University of Chicago.
- Shyam-Sunder, L. & Myers, S. (1999). Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure. *Journal of Financial Economics* , vol51, pp. 219-244.
- Simon, H. A. (1957). A Behavioral Model of Rational Choice, in *Models of Man, Social and Rational: Mathematical Essays on Rational Human Behavior in a Social Setting*. Wiley, New York.
- Vasiliou, D. & Daskalakis, N. (2009). Behavioral Capital Structure: Is the Neoclassic Paradigm Threatened? Evidence from the Field. *Journal of Behavioral Finance*, vol. 10 n° 1, pp. 19-32.