

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE
DEPARTAMENTO DE ADMINISTRAÇÃO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO

**DECISÕES DE FINANCIAMENTO E DE INVESTIMENTO DAS EMPRESAS SOB A
ÓTICA DE GESTORES OTIMISTAS E EXCESSIVAMENTE CONFIANTES**

Lucas Ayres Barreira de Campos Barros

Orientador: Prof. Dr. Rubens Famá

SÃO PAULO

2005

Prof. Dr. Adolpho José Melfi
Reitor da Universidade de São Paulo

Profa. Dra. Maria Tereza Leme Fleury
Diretora da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade

Prof. Dr. Eduardo Pinheiro Gondim de Vasconcellos
Chefe do Departamento de Administração

Prof. Dr. Isak Kruglianskas
Coordenador do Programa de Pós-Graduação em Administração

LUCAS AYRES BARREIRA DE CAMPOS BARROS

**DECISÕES DE FINANCIAMENTO E DE INVESTIMENTO DAS EMPRESAS SOB A
ÓTICA DE GESTORES OTIMISTAS E EXCESSIVAMENTE CONFIANTES**

Tese apresentada ao Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo como requisito parcial para a obtenção do título de Doutor em Administração.

Orientador: Prof. Dr. Rubens Famá

SÃO PAULO

2005

Barros, Lucas Ayres Barreira de Campos
Decisões de financiamento e de investimento das empresas sob a ótica
de gestores otimistas e excessivamente confiantes / Lucas Ayres Barreira
de Campos Barros. -- São Paulo, 2005.
261 p.

Tese (Doutorado) – Universidade de São Paulo, 2005
Bibliografia.

1. Finanças das empresas 2. Otimismo I. Universidade de São Paulo.
Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade II. Título.

CDD – 658.15

A Adélio de Sousa e Castro
(in memoriam)

Agradeço à CAPES, Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior, pelo suporte financeiro e ao Laboratório de Finanças da FEA-USP, coordenado pelo professor José Roberto Securato, pelo acesso às bases de dados e softwares utilizados neste trabalho. Agradeço aos professores Rubens Famá, José de Oliveira Siqueira, Ricardo Pereira Câmara Leal e Richard Saito pelos comentários, críticas e sugestões que influenciaram o desenvolvimento da pesquisa. Agradeço aos amigos Alexandre Di Miceli da Silveira e Héber Pessoa da Silveira pelo auxílio na coleta dos dados. Por fim, agradeço aos meus familiares e entes queridos, em particular aos meus pais, pelo apoio incondicional mesmo à distância e a Gabriela Régis Maranhão, pela paciência e compreensão.

RESUMO

Esta pesquisa investiga empiricamente as possíveis influências de gestores cognitivamente viesados sobre as decisões de financiamento e de investimento das empresas. Especificamente, dois vieses cognitivos amplamente documentados na literatura comportamental e psicológica são enfocados: o otimismo e o excesso de confiança. As hipóteses de pesquisa são derivadas de um crescente corpo de teorias dedicadas à exploração das implicações para a empresa da presença destes traços psicológicos nos seus gestores. Embora o otimismo e o excesso de confiança tendam a se manifestar conjuntamente, é possível tratá-los separadamente para fins analíticos. Genericamente, o otimismo costuma ser modelado como uma superestimação da probabilidade de ocorrência de eventos favoráveis, ao passo que o excesso de confiança reflete-se na subestimação da volatilidade ou do ruído de processos que envolvem incerteza. Argumenta-se que uma predição central emerge do conjunto dos modelos considerados, qual seja, empresas geridas por indivíduos otimistas e/ou excessivamente confiantes são mais propensas ao endividamento, *ceteris paribus*. Alguns modelos que enfocam apenas o viés do otimismo também sugerem que estas empresas são mais propensas a adotar uma hierarquização de preferências por fontes de financiamento conhecida como *pecking order*. Quanto ao impacto destes vieses sobre o valor de mercado e sobre as decisões de investimento das empresas os resultados teóricos são ambíguos.

O estudo oferece duas contribuições principais. A primeira é o teste pioneiro das predições referidas acima e a segunda é a proposição de uma estratégia inovadora de identificação destes vieses entre os gestores. Especificamente, sólidas evidências empíricas apoiadas por argumentos teóricos diversos sugerem que os indivíduos que gerenciam o seu próprio negócio (empreendedores) são particularmente propensos a exibir excesso de confiança e otimismo exacerbado em seus julgamentos. Alternativamente, estes vieses são identificados com base no padrão de posse de ações da própria empresa por parte dos seus gestores.

Utiliza-se uma amostra de 153 empresas brasileiras observadas entre os anos de 1998 e 2003. Diferentes métodos foram empregados para estimar os parâmetros dos modelos empíricos, com destaque para o procedimento baseado no Método dos Momentos Generalizado conhecido como GMM Sistêmico, sempre com o objetivo de controlar os problemas de endogeneidade relacionados, em particular, com variáveis omitidas, erros de mensuração e com a provável determinação simultânea de algumas variáveis.

Os dados não mostram evidências favoráveis à hipótese da hierarquização de fontes de financiamento. Tampouco é possível divisar qualquer impacto sistemático das variáveis substitutas do otimismo/excesso de confiança dos gestores sobre medidas do valor de mercado e do volume geral de investimentos das empresas. Um resultado bastante significativo emerge, não obstante, da análise empírica: empresas geridas por indivíduos classificados como otimistas/excessivamente confiantes revelam-se, depois de isolados diversos fatores intervenientes, substancialmente mais alavancadas financeiramente do que as demais. Esta evidência, compatível com a predição central do conjunto de teorias comportamentais consideradas, é robusta a variações do método de estimação, da especificação do modelo empírico e da definição operacional escolhida para os vieses de interesse. A significância econômica aliada à significância estatística da influência observada sugere que otimismo e o excesso de confiança dos gestores podem exercer impacto significativo sobre decisões corporativas e, em especial, podem ser importantes determinantes da estrutura de capital das empresas.

ABSTRACT

This research empirically investigates the possible impacts of cognitively biased managers on firms' financing and investment decisions. Specifically, two cognitive biases that are widely recorded in the behavioral and psychological literature are considered: optimism and overconfidence. The testable hypotheses are derived from a growing body of theories that focus on the implications of biased managers for firms. Although optimism and overconfidence tend to appear together, it's possible to treat them separately for analytical purposes. Generically, optimism is usually modeled as an overstatement of the probability of occurrence of favorable events and overconfidence is reflected in the understatement of the volatility or of the noise of processes that involve uncertainty. It is argued that one central prediction emerges from the set of models considered, namely, that companies managed by optimistic and/or overconfident individuals are more inclined towards debt financing, *ceteris paribus*. Some models that focus on the bias of optimism alone suggest, in addition, that these companies are more prone to establishing an ordering of preferences for alternative sources of financing known as pecking order. When it comes to the impact of these biases on firm's market value and on its investment decisions the theoretical results are more ambiguous.

The study offers two main contributions. Firstly, it pioneers in testing the above mentioned predictions. Secondly, it proposes a novel strategy for identifying these biases among managers. Specifically, solid empirical evidence supported by diverse theoretical arguments suggests that people who run their own business (entrepreneurs) are particularly prone to showing overconfidence and optimism in their judgments. Alternatively, these biases were identified based on the amount of firm's stock owned by its manager.

The available sample comprises 153 Brazilian firms observed from years 1998 to 2003. Different methods were applied for estimating the parameters of the empirical models, emphasizing a procedure based on the Generalized Method of Moments and known as System GMM, aiming at controlling endogeneity problems related to omitted variables, measurement errors and the likely simultaneous determination of some variables.

The empirical evidence obtained does not favor the pecking order hypothesis. It is also not possible to distinguish any systematic impact of the proxies for managerial optimism/overconfidence on indicators of firm's market value or of its general level of investments. A quite significant result emerges from the empirical analysis, nevertheless: firms managed by individuals that were classified as optimists/overconfident reveal themselves, after intervening factors have been isolated, to be substantially more financially leveraged. This evidence is compatible with the central prediction of the set of theories considered and is robust to variations of the estimation method, specification of the empirical model and to differing operational definitions for the cognitive biases of interest. The economic significance allied to the statistical significance of the observed impact suggests that managerial optimism and overconfidence can indeed play a role in corporate decision making and, specifically, they may be important determinants of firms' capital structure.

SUMÁRIO

LISTA DE ABREVIATURAS, SIGLAS E NOTAÇÕES.....	4
LISTA DE TABELAS	6
1 O PROBLEMA DE PESQUISA	8
1.1 Introdução e formulação da situação problema	8
1.2 Objetivos	10
1.3 Justificativa do trabalho	10
1.4 Delimitação	13
1.5 Hipóteses de pesquisa	14
1.5.1 Decisões de financiamento e a predição central da teoria.....	15
1.5.2 Investimento e valor da empresa	16
1.6 Contribuições da pesquisa.....	18
2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA.....	20
2.1 Finanças e Psicologia	20
2.2 Evidências e argumentos da literatura comportamental e psicológica	25
2.2.1 Efeito da dotação, viés do <i>status quo</i> e contabilização mental	26
2.2.2 Interpretação de fenômenos estatísticos	26
2.2.3 Efeitos da disponibilidade	27
2.2.4 Ancoragem	27
2.2.5 Viés da confirmação	28
2.2.6 Viés da previsão retrospectiva.....	28
2.2.7 Força de vontade limitada e egoísmo limitado.....	29
2.3 Finanças Comportamentais	30
2.3.1 Mercados eficientes	31
2.3.2 Limites à arbitragem e suas implicações para os mercados financeiros	32
2.3.3 Finanças Corporativas Comportamentais.....	35
2.3.3.1 Abordagem dos investidores irracionais.....	35
2.3.3.2 Abordagem dos gestores irracionais.....	39
2.4 Otimismo e excesso de confiança	41
2.4.1 Otimismo e excesso de confiança entre gestores e empreendedores	43
2.4.1.1 Otimismo e excesso de confiança gerenciais e decisões corporativas	45
3 MÉTODO DA PESQUISA EMPÍRICA	48
3.1 Modelos comportamentais e as predições investigadas na pesquisa	48
3.1.1 Hierarquia das fontes de financiamento	48
3.1.2 Benefícios e custos do endividamento	52
3.1.3 Investimento e valor da empresa	54
3.2 Definição operacional de otimismo e de excesso de confiança – discussão teórica..	57
3.2.1 O otimismo/excesso de confiança do empreendedor	59
3.2.2 Excesso de ações da própria empresa.....	64
3.2.3 Outras possibilidades.....	66
3.2.4 Definições operacionais em trabalhos anteriores	67
3.3 Descrição dos dados.....	68
3.4 Definição operacional das variáveis disponíveis	71
3.4.1 Excesso de confiança/otimismo	71
3.4.2 Alavancagem	73
3.4.3 Valor de mercado e oportunidades de crescimento.....	73
3.4.4 Lucratividade.....	74
3.4.5 Tangibilidade e valor de garantia dos ativos	75
3.4.6 Tamanho	75

3.4.7	Singularidade.....	75
3.4.8	Volatilidade.....	76
3.4.9	Benefícios fiscais extra-dívida.....	76
3.4.10	Distribuição de dividendos.....	76
3.4.11	Governança e estrutura de propriedade.....	77
3.4.12	Setor de atividade.....	78
3.4.13	<i>Dummies</i> de ano.....	78
3.4.14	Emissão de debêntures de longo prazo.....	79
3.4.15	Liquidez das ações.....	79
3.4.16	Necessidade de financiamento externo e variação do endividamento.....	79
3.5	Estratégias de investigação empírica e discussão metodológica.....	80
3.5.1	Dados em painel e Modelo Linear Geral.....	80
3.5.2	A heterogeneidade não-observada.....	81
3.5.3	Problemas de endogeneidade e soluções propostas.....	82
3.5.3.1	Variáveis omitidas.....	83
3.5.3.2	A suposição de exogeneidade estrita.....	85
3.5.3.3	Simultaneidade.....	87
3.5.3.4	Erros de mensuração dos regressores.....	89
3.5.4	Abordagem robusta utilizando o Método dos Momentos Generalizado.....	92
3.5.5	Análises de robustez e métodos de estimação alternativos.....	99
3.5.5.1	Diferentes especificações e definições operacionais.....	99
3.5.5.2	Regressão com erros nas variáveis.....	99
3.5.5.3	Métodos robustos a <i>outliers</i>	102
3.5.5.4	Variáveis Latentes e Análise de Fatores Comuns Ortogonais.....	103
3.5.6	Diagnósticos dos modelos.....	105
3.5.7	Estimação correta dos erros-padrão.....	106
3.5.7.1	Método de Fama-MacBeth.....	106
3.5.7.2	Estimadores robustos dos erros-padrão.....	108
3.6	Limitações do método empírico.....	109
4	MODELAGEM EMPÍRICA E RESULTADOS DA PESQUISA.....	111
4.1	Algumas estatísticas descritivas.....	111
4.2	A importância do gestor para as políticas corporativas.....	112
4.2.1	Análises de robustez.....	120
4.3	Otimismo/excesso de confiança e estrutura de capital.....	121
4.3.1	Modelo Linear Geral.....	121
4.3.1.1	Determinantes da estrutura de capital.....	122
4.3.2	Alavancagem contábil e de mercado.....	128
4.3.3	Resultados das regressões com o Modelo Linear Geral.....	129
4.3.4	Incorporando a heterogeneidade não-observada.....	133
4.3.5	GMM Sistêmico.....	136
4.3.5.1	Modelos dinâmicos.....	145
4.3.6	Análises de robustez dos resultados.....	152
4.3.6.1	Especificações alternativas e controles adicionais.....	152
4.3.6.2	Regressões com erros nas variáveis.....	158
4.3.6.3	Métodos robustos a <i>outliers</i>	160
4.3.6.4	Variáveis Latentes e Análise de Fatores Comuns Ortogonais.....	162
4.3.6.5	Seleção da amostra e valores faltantes.....	165
4.3.7	Resumo dos resultados e comentários.....	166
4.4	A hierarquização das fontes de financiamento.....	172
4.4.1	Características das empresas e a <i>pecking order</i>	173

Gracias por visitar este Libro Electrónico

Puedes leer la versión completa de este libro electrónico en diferentes formatos:

- HTML(Gratis / Disponible a todos los usuarios)
- PDF / TXT(Disponible a miembros V.I.P. Los miembros con una membresía básica pueden acceder hasta 5 libros electrónicos en formato PDF/TXT durante el mes.)
- Epub y Mobipocket (Exclusivos para miembros V.I.P.)

Para descargar este libro completo, tan solo seleccione el formato deseado, abajo:

