

Universidade Presbiteriana Mackenzie
Centro de Ciências Sociais e Aplicadas
Programa de Pós-Graduação em Administração de Empresas

**O IMPACTO DAS DECISÕES DE INVESTIMENTOS
ESTRATÉGICOS SOBRE O VALOR DE MERCADO DAS
EMPRESAS QUANDO TOMADAS POR GESTORES
OTIMISTAS E EXCESSIVAMENTE CONFIANTES**

Luis Elesbão de Oliveira Neto

São Paulo

2011

LUIS ELESBÃO DE OLIVEIRA NETO

**O IMPACTO DAS DECISÕES DE INVESTIMENTOS
ESTRATÉGICOS SOBRE O VALOR DE MERCADO DAS
EMPRESAS QUANDO TOMADAS POR GESTORES
OTIMISTAS E EXCESSIVAMENTE CONFIANTES**

**Tese apresentada ao Programa de Pós-
graduação em Administração de Empresas da
Universidade Presbiteriana Mackenzie para a
obtenção do título de Doutor em
Administração de Empresas**

Orientador: Prof. Dr. Lucas Ayres Barreira de Campos Barros

São Paulo

2011

O48i Oliveira Neto, Luis Elesbão de.

O Impacto das decisões de investimentos estratégicos sobre o valor de mercado das empresas quando tomadas por gestores otimistas e excessivamente confiantes – 2011.

178 f. ; 30 cm

Tese (Doutorado em Administração de Empresas) – Universidade Presbiteriana Mackenzie, São Paulo, 2011.

Bibliografia: f. 128-143.

1. Finanças comportamentais. 2. Otimismo e excesso de confiança. 3. Criação de valor. 4. Investimentos estratégicos. 5. Estudo de evento. I. Título.

CDD 332.678

Reitor da Universidade Presbiteriana Mackenzie

Professor Dr. Manassés Claudino Fonteles

Decano de Pesquisa e Pós-Graduação

Professora Dra. Sandra Maria Dotto Stump

Diretor do Centro de Ciências Sociais e Aplicadas

Professor Dr. Moisés Ari Zilber

**Coordenadora do Programa de Pós-Graduação em Administração de
Empresas**

Professora Dra. Darcy Mitiko Mori Hanashiro

LUIS ELESBÃO DE OLIVEIRA NETO

**O IMPACTO DAS DECISÕES DE INVESTIMENTOS
ESTRATÉGICOS SOBRE O VALOR DE MERCADO DAS
EMPRESAS QUANDO TOMADAS POR GESTORES
OTIMISTAS E EXCESSIVAMENTE CONFIANTES**

**Tese apresentada ao Programa de Pós-
graduação em Administração de Empresas da
Universidade Presbiteriana Mackenzie para a
obtenção do título de Doutor em
Administração de Empresas**

Aprovado em ___/___/___

BANCA EXAMINADORA

Prof. Dr. Lucas Ayres Barreira de Campos Barros
Universidade Presbiteriana Mackenzie

Prof. Dr. Eduardo Kazuo Kayo
Universidade de São Paulo

Prof. Dr. Herbert Kimura
Universidade Presbiteriana Mackenzie

Prof. Dr. Wilson Toshiro Nakamura
Universidade Presbiteriana Mackenzie

Prof. Dr. Alexandre Di Miceli da Silveira
Universidade de São Paulo

À minha esposa Tatiana, e aos meus filhos Helena,
Eduardo e Marília.
Pelo apoio, paciência e compreensão.

AGRADECIMENTOS

A condução desta pesquisa não seria possível sem o inestimável apoio de muitos que me cercam. Assim, agradeço a todos que, de alguma forma, contribuíram para o êxito deste trabalho. Entretanto, sinto-me no dever de citar nominalmente alguns destes, que me acompanharam mais de perto ao longo desta jornada.

Ao meu orientador, Prof. Dr. Lucas Ayres Barreira de Campos Barros, pela sugestão do tema de pesquisa, por me apontar caminhos quando eu mais precisava, pela amizade e confiança e, principalmente, por me ter concedido o privilégio de ter sido o meu orientador nesta pesquisa.

Aos Prof. Dr. Eduardo Kazuo Kayo e Prof. Dr. Herbert Kimura, membros da banca de qualificação, pelos valiosos comentários e sugestões que muito contribuíram para o aprimoramento deste trabalho.

Aos amigos Magali Rondón e Rodrigo Brunini Siviero, pelo desenvolvimento de softwares e planilhas de computador que agilizaram significativamente a extração e tratamento dos dados econômicos e financeiros utilizados na investigação empírica.

A todos os Professores do Programa de Pós-Graduação em Administração de Empresas da Universidade Presbiteriana Mackenzie, pelos conhecimentos transmitidos e pelo prazer intelectual proporcionado.

A todos os meus queridos amigos de doutorado, pelos excelentes anos de convívio e pelo imenso prazer em tê-los conhecido.

Finalmente, à minha querida esposa Tatiana, pelo apoio e compreensão incondicional, e aos meus filhos Helena, Eduardo e Marília, pela ausência e paciência.

RESUMO

Esta pesquisa, de natureza quantitativa, buscou investigar o impacto das decisões de investimentos estratégicos na criação de valor para as empresas, quando tomadas por gestores otimistas e excessivamente confiantes. A pesquisa, conduzida dentro da abordagem dos gestores irracionais (BAKER *et al.*, 2005), utilizou uma amostra formada por 502 anúncios de investimentos estratégicos, realizados por 131 gestores de 116 diferentes empresas brasileiras de capital aberto, no período compreendido entre janeiro/2005 e dezembro/2009. São considerados investimentos estratégicos todos aqueles dispêndios de capital que criam oportunidade de crescimento para as empresas (KESTER, 1984). Os resultados da pesquisa empírica sugerem que os investidores reagem negativamente aos anúncios de investimentos estratégicos quando realizados por gestores otimistas e excessivamente confiantes, indicando que as diferenças de estilo, opinião e de percepção da realidade motivadas por características pessoais dos gestores são consideradas pelo mercado e descontadas do preço das ações das empresas. Ao contrário dos modelos prescritos por Gervais *et al.* (2003) e Hackbarth (2004), os quais predizem que a presença de um nível moderado desses vieses nos gestores é benéfica aos acionistas das empresas, encontrou-se suporte apenas parcial à hipótese de que a intensidade ou grau de enviesamento do gestor é relevante. Os resultados da pesquisa sugerem que os gestores que exibem grau moderado de otimismo e confiança excessiva são melhor percebidos pelos investidores do que outros considerados pronunciadamente enviesados. Entretanto, os resultados não confirmam a existência de um grau de intensidade para otimismo/confiança excessiva que seja benéfico à empresa e, ainda, superior aos demais. Gestores tidos como racionais e menos enviesados foram os que tiveram seus anúncios de investimentos estratégicos melhor percebidos pelo mercado.

Palavras-chave: Finanças comportamentais. Otimismo e excesso de confiança. Criação de valor. Investimentos estratégicos. Estudo de evento.

ABSTRACT

This quantitative research aims to investigate the impact of strategic investment decisions on firm value creation, when taken by optimistic and overconfident managers. The research was conducted under the irrational managers approach (BAKER *et al.*, 2005) and used a sample consisting of 502 strategic investment announcements made by 131 managers from 116 different Brazilian publicly traded companies, from January/2005 to December/2009. Strategic investments are considered as being all capital expenditures which create growth opportunities for companies (KESTER, 1984). The empirical results suggest that investors react negatively to announcements of strategic investments when made by optimistic and overconfident managers, pointing that differences in style, opinion and perception of reality motivated by personal managers' characteristics are perceived by the market and thus discounted from companies' stock price. Unlike the models prescribed by Gervais *et al.* (2003) and Hackbarth (2004), which predict that moderate levels of optimism and overconfidence exhibited by managers are beneficial for firm's shareholders, only partial support was found to the hypothesis that the magnitude or degree of manager's optimism/overconfidence is relevant. The results suggest that managers who exhibit a moderate degree of optimism and overconfidence are better perceived by investors than others considered markedly biased. However, the results do not confirm the existence of a degree or level for optimism/overconfidence that is beneficial to the firm and also superior to others. Managers regarded as rational and less biased were those who had their strategic investment announcements best assessed by the market.

Keywords: Behavioral finance. Optimism and overconfidence. Value creation. Strategic investment. Event study.

LISTA DE QUADROS

Quadro 1: Exemplo de classificação de gestores.....	74
Quadro 2: Exemplo de anúncios de investimentos.....	79
Quadro 3: Segmentos diferenciados de listagem para as companhias abertas.....	83
Quadro 4: Descrição das variáveis binárias de setor de atividade econômica	84
Quadro 5: Resumo das variáveis utilizadas na pesquisa empírica	86
Quadro 6: Estrutura proposta por Campbell, Lo e MacKinlay (1997, p. 150-152)	90
Quadro 7: Resumo dos resultados obtidos na pesquisa empírica.....	122

LISTA DE FIGURAS

Figura 1: Taxonomia para investimentos estratégicos	25
Figura 2: Graus de integração das formas de alianças com a empresa mãe	34
Figura 3: Etapas realizadas para condução da pesquisa empírica	61
Figura 4: Construto adotado por Shrand e Zechman (2008)	66
Figura 5: Distribuição de frequência pagamento de dividendos	77
Figura 6: Distribuição de frequência da remuneração de administradores	77

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1: Ajuste de preços em um mercado eficiente.....	46
Gráfico 2: Um mercado que aprende devagar	47
Gráfico 3: Um mercado reagindo exageradamente	47
Gráfico 4: Distribuição assimétrica dos retornos discretos	93
Gráfico 5: Distribuição dos retornos pela capitalização contínua	94

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Setores de atividades das empresas da amostra.....	102
Tabela 2: Tipo de anúncios de investimentos.....	103
Tabela 3: Retornos anormais médios acumulados	103
Tabela 4: CAR10, gestores Fundador CEO e gestores Não-Fundador CEO	104
Tabela 5: CAR10 ⁺ , gestores Fundador CEO e gestores Não-Fundador CEO.....	104
Tabela 6: Teste de média para gestores enviesados e racionais	105
Tabela 7: CAR10 para subamostra contendo valor dos investimentos anunciados	106
Tabela 8: Regressão CAR10, Fundador_CEO e variáveis de controle	108
Tabela 9: Teste de média para gestores pronunciadamente e moderadamente enviesados....	109
Tabela 10: Regressão CAR10, Extremo_CEO e variáveis de controle.....	111
Tabela 11: Teste de média para Fundador_CEO e FA, Fundador_CEO e JV	112
Tabela 12: Regressão CAR10, Fundador_CEO, FA, JV e variáveis de controle.....	114
Tabela 13: Teste de média para Fundador_CEO, Não-Fundador_CEO e FA.....	115
Tabela 14: Teste de média para Fundador_CEO, Não-Fundador_CEO e JV	116
Tabela 15: Teste de média para anúncios de FA, JV e Fundador_CEO	118
Tabela 16: Teste de média para anúncios de FA, JV e Fundador_CEO (sem <i>outliers</i>).....	118
Tabela 17: Teste de média para o número de anúncios de investimentos e Fundador_CEO. 119	
Tabela 18: CAR10 e gestores enviesados segundo Shrand e Zechman (2008).....	120
Tabela 19: Empresas participantes da amostra da pesquisa	144
Tabela 20: Classificação setorial Bovespa	147
Tabela 21: Relação dos Diretores-Presidentes anunciantes de investimentos estratégicos....	150
Tabela 22: Matriz de correlação das variáveis das regressões com Fundador_CEO	153
Tabela 23: Regressão CAR10, Fundador_CEO e variáveis de controle (modificada)	154
Tabela 24: Regressão CAR10, Extremo_CEO e variáveis de controle (modificada)	155
Tabela 25: Regressão CAR10, Moderado_CEO e variáveis de controle (modificada)	156
Tabela 26: Regressão CAR10, Fundador_CEO, FA e variáveis de controle	157
Tabela 27: Regressão CAR10, Fundador_CEO, JV e variáveis de controle.....	158
Tabela 28: Regressão CAR10, NFundador_CEO, FA, JV e variáveis de controle.....	159
Tabela 29: Regressão CAR10, Herdeiro_CEO e variáveis de controle	160
Tabela 30: Regressão CAR10, Profissional_CEO e variáveis de controle	161
Tabela 31: Regressão CAR10, ShrZec e variáveis de controle.....	162
Tabela 32: Regressão CAR10, Fundador_CEO e variáveis de controle (sem estatal).....	163
Tabela 33: Regressão CAR10, Fundador_CEO e variáveis de controle (sem <i>outliers</i>).....	164

SUMÁRIO

1	O PROBLEMA DE PESQUISA	1
1.1	Apresentação	1
1.2	Formulação do problema de pesquisa	6
1.3	Objetivos da pesquisa	7
1.4	Justificativa e contribuição do estudo.....	7
1.4.1	Justificativa de ineditismo	9
1.5	Hipóteses de pesquisa.....	10
1.6	Limitações da pesquisa.....	14
1.7	Estrutura da tese.....	15
2	FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA	17
2.1	Decisões de investimento nas empresas	17
2.1.1	Pesquisas anteriores sobre anúncios de investimentos	19
2.1.2	Taxonomias para decisões de investimentos	20
2.1.3	Taxonomia proposta para a pesquisa.....	23
2.1.3.1	Investimentos de capital	23
2.1.3.2	Investimentos em P&D.....	23
2.1.3.3	Investimentos em fusões e aquisições	24
2.1.3.4	Investimentos em <i>Joint Ventures</i>	24
2.2	Fusões e Aquisições	26
2.2.1	Motivações para operações de FA.....	27
2.2.2	<i>Timing</i> e folga financeira para aquisições	28
2.2.3	FA e a criação de valor para as empresas envolvidas.....	30
2.3	<i>Joint Ventures</i>	33
2.3.1	Pesquisas realizadas sobre <i>Joint Ventures</i>	35
2.3.2	<i>Joint Ventures</i> e a criação de valor para as empresas envolvidas	38
2.4	A Hipótese de Eficiência dos Mercados.....	40
2.4.1	Críticas à HEM	43
2.4.2	Outras medidas de eficiência dos mercados	45
2.5	Finanças Comportamentais.....	49
2.5.1	Vieses no processo cognitivo	51
2.5.1.1	Simplificações heurísticas ou regras de bolso	52
2.5.1.2	Dependência de contexto (<i>Framing</i>)	54
2.5.1.3	Dissonância cognitiva.....	54
2.5.1.4	Otimismo e excesso de confiança.....	55
3	METODOLOGIA DA PESQUISA.....	59
3.1	Abordagens metodológicas adotadas.....	59
3.2	Operacionalização de otimismo e/ou excesso de confiança.....	61
3.3	Exemplos de <i>proxies</i> utilizadas para otimismo e/ou excesso de confiança.....	63
3.4	O otimismo/excesso de confiança do empreendedor	68
3.5	Variável dependente ou explicada: CAR10.....	70
3.6	Variáveis independentes ou explicativas.....	71
3.6.1	Variável binária para otimismo e/ou excesso de confiança.....	72
3.6.2	Operacionalização do grau de enviesamento.....	74
3.6.3	Variáveis de controle	78
3.6.3.1	Tamanho da empresa (<i>AtivoTotal</i>)	78
3.6.3.2	Valor do investimento anunciado (<i>InvestAnunciado</i>)	78
3.6.3.3	Intangibilidade da empresa (<i>Intangibilidade</i>)	80

3.6.3.4	Q de Tobin (<i>Q_Tobin</i>).....	80
3.6.3.5	Lucro Operacional sobre Ativo Total (<i>EBIT_Ativo</i>).....	81
3.6.3.6	Dívida sobre Patrimônio Líquido (<i>Divida_PL</i>).....	81
3.6.3.7	Variável binária para Governança Corporativa (<i>Dummy_GC</i>).....	82
3.6.3.8	Variáveis binárias para FA e JV (<i>Dummy_FA e Dummy_JV</i>).....	83
3.6.3.9	Variáveis binárias para Setor de Atividade (<i>Dummy_Setor1-10</i>).....	83
3.7	Resumo das variáveis utilizadas.....	84
3.8	Modelos econométricos utilizados na investigação empírica.....	86
3.8.1	Escolha das variáveis de controle componentes dos modelos.....	87
3.9	O método de estudo de evento.....	88
3.9.1	Definição do evento.....	90
3.9.2	Critério de seleção da amostra.....	91
3.9.3	Cálculo dos retornos normal e anormal.....	92
3.9.4	Procedimentos de estimação.....	97
3.9.5	Procedimentos de testes.....	98
3.9.6	Resultados empíricos.....	99
3.9.7	Interpretação e conclusões.....	99
3.10	Limitações do método da pesquisa.....	100
4	RESULTADOS DA PESQUISA.....	102
4.1	Informações sobre a amostra da pesquisa.....	102
4.2	Resultados para a Hipótese $H_{1,1}$	104
4.3	Resultados para a Hipótese $H_{1,2}$	108
4.4	Resultados para as Hipóteses $H_{1,3}$, $H_{1,3A}$ e $H_{1,3B}$	112
4.4.1	Hipótese $H_{1,3}$	112
4.4.2	Hipótese $H_{1,3A}$	115
4.4.3	Hipótese $H_{1,3B}$	116
4.5	Resultados para a Hipótese $H_{1,4}$	117
4.6	Resultados para a Hipótese $H_{1,5}$	118
4.7	Resultados para teste de robustez.....	119
4.8	Outros resultados.....	120
4.9	Resumo dos resultados.....	121
5	CONCLUSÕES.....	123
6	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	128
7	APÊNDICES.....	144
7.1	Lista de empresas participantes da pesquisa.....	144
7.2	Classificação setorial Bovespa.....	147
7.3	Relação de gestores, empresas e total de anúncios.....	150
7.4	Matriz de correlação regressões com variável Fundador_CEO.....	153
7.5	Regressão CAR10, Fundador_CEO e variáveis controle.....	154
7.6	Regressão CAR10, Extremo_CEO e variáveis controle.....	155
7.7	Regressão CAR10, Moderado_CEO e variáveis controle.....	156
7.8	Regressão Fundador_CEO, FA e variáveis de controle.....	157
7.9	Regressão Fundador_CEO, JV e variáveis de controle.....	158
7.10	Regressão NFundador_CEO, FA, JV e variáveis de controle.....	159
7.11	Teste de robustez utilizando a variável Herdeiro_CEO.....	160
7.12	Teste de robustez utilizando a variável Profissional_CEO.....	161
7.13	Teste de robustez utilizando a variável ShrZec.....	162
7.14	Regressão excluindo empresas estatais.....	163
7.15	Regressão excluindo Vale e Petrobrás.....	164

1 O PROBLEMA DE PESQUISA

1.1 Apresentação

Segundo a teoria tradicional para valoração de ativos, o valor de mercado das empresas é obtido a partir da soma de duas parcelas. A primeira é representada pelo valor presente líquido da expectativa de fluxos de caixa futuros gerados pela empresa a partir das operações dos seus ativos atuais. A segunda, pelo valor presente líquido da expectativa de fluxos de caixa futuros gerados a partir das oportunidades de crescimento que se vislumbram disponíveis para serem capturadas pela empresa.

As oportunidades de crescimento, nesse caso, são os projetos selecionados pelos gestores das empresas ao longo do tempo. Fusões, aquisições, *joint ventures*, pesquisa e desenvolvimento, expansão de plantas fabris e demais investimentos de capital são, portanto, algumas das opções disponíveis que podem ser escolhidas pelos gestores como alternativas para viabilizar o crescimento das suas empresas.

De acordo com a Hipótese de Eficiência dos Mercados (HEM), o mercado é o principal direcionador de valor para a tomada de decisão de investimentos estratégicos por parte dos executivos das empresas. Assim, o verdadeiro teste para se mensurar o valor de longo prazo de uma decisão de investimento é a medida do quanto essa decisão cria valor econômico para os acionistas da empresa, medido pelo excesso de retorno (i.e., retorno anormal) das suas ações.

A HEM tem se constituído em um dos tópicos mais estudados no campo das Finanças Corporativas. Uma parte considerável dos estudos empíricos suporta a crença de que os mercados são informacionalmente eficientes com respeito às informações públicas disponíveis¹. Isso significa que o mercado de ações incorpora ao preço dos ativos todas as informações públicas disponíveis e reage rapidamente a novas informações disponibilizadas que possam alterar o risco e o retorno dos ativos (FAMA, 1970 e 1991). Assim, embora os gestores não possuam o controle sobre o preço de mercado de suas ações, as suas decisões de

¹ A forma semiforte da HEM sustenta que todas as informações publicamente disponíveis estão refletidas no preço das ações. As diversas formas de eficiência de mercado serão vistas em maior detalhe na seção 2.4.

investimento são um dos mais importantes fatores para determinação do valor da empresa no longo prazo.

A linha de investigação seguida por esta pesquisa teve seu início em meados da década de 1980 quando McConnell e Muscarella (1985) alertaram para o fato de que, com exceção dos estudos sobre aquisições, existiam relativamente poucas evidências sobre o efeito das decisões de investimento no valor de mercado das empresas. Para esses autores, essa escassez de estudos é motivada pela pressuposição, com aceitação quase universal, de que as forças de mercado compelem os dirigentes a seguirem a regra da maximização do valor de mercado nas decisões de investimento.

O artigo seminal de McConnell e Muscarella (1985) inspirou diversos outros pesquisadores em Finanças Corporativas a analisar com profundidade os anúncios de investimentos de capital das empresas e seu efeito no valor de mercado das ações. Nesse artigo, McConnell e Muscarella reportaram que o mercado de ações, na média, responde positivamente (negativamente) a anúncios não antecipados de aumento (redução) nos valores de investimento de capital planejados pelas empresas. Assim, as evidências sugerem que o mercado de ações, em geral, recompensa empresas que tomam decisões de investimento no longo prazo.

Posteriormente à pesquisa pioneira de McConnell e Muscarella (1985), diversos outros estudos reportaram que anúncios sobre a realização (ou abandono) de investimentos de capital possuem conteúdo informacional relevante para valorização das ações das empresas (CHAN, MARTIN e KESINGER, 1990; WOOLRIDGE e SNOW, 1990; CHAN, GAU e WANG, 1995; BURTON, LONIE e POWER, 1999; BLACKWELL, MARR e SPIVEY, 1990; GOMBOLA e TSETSEKOS, 1992; SEPE e STATMAN, 1989; TSETSEKOS e ZANTOUT, 1994; LUCCHESI e FAMÁ, 2007).

Outras formas de investimento que os gestores podem se utilizar para aumentar o valor das suas empresas são as fusões e aquisições (FA) e a participação em empreendimentos cooperativos com investimento em ativos (e.g., *joint ventures*).

As fusões e aquisições são investimentos que, em parte considerável dos casos, podem estar inseridas no contexto da integração vertical. Fusões constituem-se da união de duas ou mais companhias que formam uma única empresa geralmente sob a administração da maior ou

mais próspera. Nessa transação as empresas envolvidas geralmente têm porte semelhante e combinam-se mediante a simples permuta de ações, dando origem a uma terceira empresa. Ou seja, fusões são realizadas geralmente para partilhar ou transferir recursos e ganhar em força competitiva. No processo de aquisição, ocorre a compra de uma empresa por outra e somente uma delas, a adquirente, mantém sua identidade (WESTON, SIU e JOHNSON, 2001).

A maior parte dos movimentos de fusões e aquisições ocorre quando a economia experimenta altas taxas de crescimento. Neste cenário, as empresas envolvidas procuram por novas oportunidades de investimento, otimização dos processos produtivos, inovações tecnológicas e eficiência na alocação de recursos. No caso de fusões e aquisições de empresas (FA), a literatura acadêmica registra diversos estudos empíricos relacionando FA e a criação de valor para as empresas envolvidas, tanto do ponto de vista da empresa adquirente quanto da perspectiva da empresa alvo ou adquirida (LUBATKIN, 1983; CHATTERJEE, 1986 e 1990; BERKOVITCH e NARAYANAN, 1993; MORCK, SHLEIFER e VISHNY, 1990; CAMARGOS e BARBOSA, 2007; KAYO, PATROCÍNIO e MARTIN, 2008). Em todos esses estudos, assume-se que a Hipótese de Eficiência dos Mercados é válida.

Outra forma de investimento comumente anunciado pelas empresas são as *joint ventures* (JV). Hennart (1988) considera quatro motivações principais para as empresas entrem em empreendimentos de formação de JV: (a) obter vantagens da economia de escala e da diversificação dos riscos; (b) superar barreiras de entradas em novos mercados; (c) adquirir novos ou complementar conhecimento existente; (d) e, principalmente, evitar reações xenófobas ao entrar em mercados estrangeiros.

Entretanto, nos anos recentes, JV deixaram de ser apenas simples alianças com investimento em ativos e com propósito único de atender a restrições governamentais para entrada em mercados de países emergentes, motivação dominante em anos precedentes. Atualmente, JV são formas de investimento que experimentaram um substancial crescimento na complexidade da natureza e propósito das alianças. É comum encontrar-se hoje JV formadas por empresas concorrentes, inclusive com trocas de tecnologias, conhecimentos e informações de forma bilateral (REUER, 2004).

Vários estudos empíricos relacionam anúncio de formação de alianças estratégicas com a criação de valor para as empresas envolvidas. Particularmente, no caso específico de anúncios de formação de *joint ventures*, a literatura é bastante vasta e abrangente (MCCONNELL e

NANTELL, 1985; KOH e VENKATRAMAN, 1991; MADHAVAN e PRESCOTT, 1995; DAS, SEN e SENGUPTA, 1998; HARRINGAN, 1988; WOOLRIDGE e SNOW, 1990; OLIVEIRA NETO, KAYO e BARROS, 2008).

Entretanto, na grande maioria dos estudos sobre impacto de anúncios de investimentos estratégicos (e.g., dispêndios de capital para expansão, aquisições, formação de *joint ventures*), assumem-se como válidas a Hipótese de Eficiência dos Mercados e o paradigma da racionalidade dos agentes econômicos. Nesse paradigma, construído a partir de uma abordagem microeconômica neoclássica, assume-se que: (a) os indivíduos que atuam nos mercados financeiros são capazes de atualizar corretamente suas crenças após receberem novas informações, conforme descrito pelo teorema de Bayes e; (b) suas decisões são consistentes com o conceito de Utilidade Esperada Subjetiva conforme apresentado por Savage (1954).

Constitui-se em exceção a pesquisa conduzida por Malmendier e Tate (2003 e 2004) onde os autores analisam o impacto das decisões de investimento em fusões e aquisições sob a perspectiva das Finanças Comportamentais, no caso, sob a ótica do gestor excessivamente confiante.

Finanças Comportamentais, conforme definição de Kimura (2003, p. 3), representa:

... um novo ramo na teoria financeira, que busca incorporar os aspectos psicológicos dos indivíduos no processo de avaliação e precificação de ativos financeiros. Por apresentarem uma visão multidisciplinar, envolvendo modelos financeiros tradicionais, métodos quantitativos, economia e psicologia, as Finanças Comportamentais constituem-se em uma das mais importantes inovações na teoria de finanças ocorrida nos últimos anos.

Esta pesquisa busca analisar o impacto das decisões de investimentos estratégicos, quando tomadas por gestores otimistas e excessivamente confiantes, na criação de valor das empresas brasileiras de capital aberto. De forma geral, o otimismo costuma ser modelado como uma superestimação da probabilidade de ocorrência de eventos favoráveis, enquanto que o excesso de confiança reflete-se na subestimação da volatilidade dos processos que envolvem incerteza (DE LONG *et al.*, 1991; GOEL e THAKOR, 2000). Entretanto, em parte considerável da literatura, ambos os termos são utilizados de forma intercambiável.

Otimismo e excesso de confiança estão intimamente ligados, sendo bastante provável que muitos gestores apresentem esses dois traços cognitivos simultaneamente. Seguindo Malmendier e Tate (2003) e Heaton (2002), para o propósito da pesquisa, otimismo e excesso de confiança são expressões utilizadas de forma indistinta e significam a superestimação da probabilidade de ocorrência de eventos positivos e a consequente subestimação da probabilidade de ocorrência de eventos negativos. Nessa pesquisa, na maior parte das vezes, os termos ‘otimismo’ e ‘excesso de confiança’ também são utilizados de forma intercambiável e indistintamente, sendo frequentemente referidos como ‘otimismo e/ou excesso de confiança’.

De acordo com Baker, Ruback e Wurgler (2005), a literatura das Finanças Comportamentais Corporativas pode ser dividida em duas abordagens básicas. A primeira, denominada ‘abordagem dos investidores irracionais’, pressupõe que os investidores não agem sempre de forma completamente racional, sendo, portanto, sujeitos a exibirem vieses cognitivos e desvios da racionalidade. Entretanto, nessa abordagem, os gestores das empresas são assumidos como racionais. Na segunda abordagem, denominada ‘abordagem dos gestores irracionais’, os gestores das empresas são considerados enviesados e sujeitos aos desvios da racionalidade. Nesse caso, a racionalidade dos investidores é preservada.

Esta pesquisa é conduzida dentro do paradigma da ‘abordagem dos gestores irracionais’. Portanto, parte-se da suposição que os gestores das empresas (ou, pelo menos, uma parte significativa deles) são limitadamente racionais e apresentam os vieses do otimismo e/ou excesso de confiança. Supõe-se ainda que tais vieses sejam, por vezes, mais pronunciados em alguns gestores que em outros.

A pesquisa se utiliza, fundamentalmente, de dois eixos teóricos principais: o ramo das Finanças Comportamentais e da Psicologia Cognitiva, como suporte às eventuais limitações da racionalidade dos gestores e; a Hipótese de Eficiência dos Mercados, em suporte à reação dos investidores racionais.

São considerados investimentos estratégicos todos aqueles dispêndios de capital que criam oportunidade de crescimento para as empresas (KESTER, 1984). Na pesquisa, são analisados os principais anúncios de investimento de capital realizados nos últimos 5 anos pelas empresas brasileiras de capital aberto, tais como: construção de novas plantas, expansão de capacidade, investimentos em P&D, fusões, aquisições e formação de *joint ventures*.

1.2 Formulação do problema de pesquisa

Embora seja um dos temas principais desse projeto, decisões de investimento não se constituem no objeto de estudo. Ou seja, nenhum aspecto qualitativo acerca de uma determinada tomada de decisão por gestores de quaisquer empresas foi levado em consideração nesta pesquisa. Da mesma forma, o ganho (ou perda) financeiro *ex post* resultante da execução (ou não) de determinado investimento anunciado por quaisquer gestores das empresas estudadas não influencia ou guarda qualquer relacionamento com os resultados reportados na pesquisa. Os objetos utilizados no estudo são os anúncios de decisões de investimentos realizados pelos gestores das empresas brasileiras de capital aberto e os vieses cognitivos do excesso de confiança e otimismo (eventualmente) existentes nos executivos das empresas analisadas.

Se as suposições preconizadas por certas teorias das Finanças Comportamentais forem verdadeiras, espera-se encontrar diferenças significativas nas reações do mercado de capitais aos anúncios de investimentos quando realizados por gestores enviesados e não enviesados cognitivamente.

Isto posto, procura-se responder à seguinte questão central da pesquisa:

- a) O mercado brasileiro de ações percebe de forma diferenciada anúncios de decisões de investimentos, quando realizados por gestores que apresentam os vieses do otimismo e/ou excesso de confiança, de outros anúncios de investimentos quando realizados por gestores tidos como racionais ou menos enviesados?

Como decorrência da questão central da pesquisa, faz-se necessário investigar se existe presença dos vieses do otimismo e/ou excesso de confiança em, pelo menos, parte dos gestores das empresas da amostra selecionada para a pesquisa. E se, tais traços de otimismo e/ou excesso de confiança eventualmente exibidos pelos gestores se apresentam de forma mais pronunciada ou moderada em, pelo menos, parte da amostra.

1.3 Objetivos da pesquisa

Esta pesquisa tem por objetivo principal investigar se anúncios de investimentos estratégicos, quando feitos por gestores ou executivos excessivamente confiantes e/ou otimistas, apresentam diferenças significativas com relação a outros anúncios da mesma natureza, quando feitos por gestores ou executivos tidos como racionais e menos enviesados. Esse objetivo é perseguido por meio de pesquisa empírica realizada com empresas brasileiras de capital aberto.

Para se perseguir esse objetivo geral, foram traçados os seguintes objetivos específicos para a investigação empírica:

- a) Investigar se o mercado brasileiro de ações reage a anúncios de decisões de investimentos estratégicos realizados pelos executivos das empresas brasileiras que são objetos de estudo, de forma consistente com a Hipótese de Eficiência dos Mercados;
- b) Investigar se, de acordo com as *proxies* e metodologias adotadas, é possível caracterizar os vieses cognitivos do otimismo e/ou excesso de confiança em, pelo menos, parte da amostra escolhida para o estudo;
- c) Verificar se, em função do método de pesquisa escolhido, os traços de otimismo e/ou excesso de confiança identificados nos gestores podem se apresentar de forma mais pronunciada ou moderada em, pelo menos, parte da amostra escolhida para o estudo;
- d) Investigar se o mercado brasileiro de ações percebe os anúncios de decisões de investimentos de forma significativamente diferenciada, dependendo da presença (ou não) e do grau desses vieses cognitivos nos executivos das empresas anunciantes;

1.4 Justificativa e contribuição do estudo

A Hipótese de Eficiência dos Mercados tem se apresentado como a proposição central para estudos de finanças nos últimos 30 anos. Em seu trabalho clássico sobre essa hipótese, Fama (1970) definiu como mercado eficiente, em sua forma semiforte, aquele em os preços dos ativos refletem integralmente todas as informações publicamente disponíveis. Assim, a HEM preconiza que os mercados de capitais do mundo real, tais como os mercados de ação norte-americano e brasileiro, são de fato informacionalmente eficientes, segundo essa definição. No caso do mercado brasileiro de ações, existem diversas evidências empíricas sugerindo que o

mercado se comporta e opera na forma de eficiência semiforte (ver LUCCHESI e FAMÁ, 2007; PATROCÍNIO, 2005; OLIVEIRA NETO *et al.*, 2008).

De acordo com Shleifer (2000), as bases teóricas da HEM sustentam-se em três argumentos principais: (a) assume-se que os investidores são considerados racionais e, portanto, assume-se que tais investidores precificam os ativos racionalmente; (b) mesmo que existam alguns investidores não-rationais atuando no mercado, tais investidores negociam suas ações de forma aleatória, fato que anulará qualquer efeito ou influência sobre o preço real dos ativos e; (c) mesmo que tais investidores não-rationais negociem seus ativos de forma semelhante, eles serão confrontados por agentes racionais que arbitram no mercado, eliminando essa influência sobre os preços dos ativos.

No caso específico desta pesquisa, parte-se da suposição de que os gestores das empresas (ou, pelo menos, uma parte significativa deles) são limitadamente racionais e apresentam os vieses cognitivos do otimismo e/ou do excesso de confiança. Assume-se também que a HEM é válida e os mercados de capitais são eficientes em sua forma semiforte. Essa forma de abordagem metodológica utilizada na pesquisa é conhecida na literatura das Finanças Comportamentais como a ‘abordagem dos gestores irracionais’. Nessa abordagem, a irracionalidade está presente apenas do lado dos gestores e os investidores são considerados como racionais (BAKER, RUBACK e WURGLER, 2005).

Finanças Comportamentais é uma das áreas de pesquisa mais promissoras da Teoria de Finanças e seu desenvolvimento, ainda que recente, tem sido acelerado. Diversos estudos empíricos que questionam os paradigmas tradicionais vêm se acumulando nos últimos anos. Eles revelam que as teorias tradicionais de Finanças, baseadas no paradigma do agente perfeitamente racional, são incapazes de explicar satisfatoriamente diversos fenômenos financeiros observados na prática. Atualmente, os pesquisadores de Finanças já contam com um repertório respeitável de resultados baseados em pesquisas comportamentais, em boa parte construídos sobre experimentos realizados por psicólogos e outros estudiosos do comportamento humano. Esta pesquisa tem como propósito adicionar novas evidências empíricas ao repertório dos resultados acumulados no campo das Finanças Comportamentais, contribuindo assim para o aumento do conhecimento nesta área.

Destacam-se como contribuição científica desse estudo, o teste de hipóteses que, embora já propostas pela literatura, ainda não foram testadas (e.g., hipótese $H_{1,2}$); hipóteses inéditas, que

até o presente momento nunca foram propostas ou testadas (e.g., hipótese $H_{1,4}$); além de outras hipóteses de pesquisa que guardam relação e buscam corroborar, de alguma forma, com estudos anteriores.

Para tanto, busca-se investigar como o mercado brasileiro de ações reage a anúncios de decisões de investimentos estratégicos quando realizados por gestores otimistas e/ou excessivamente confiantes. Para isso, são considerados os investimentos de capital anunciados nos últimos 5 anos pelas empresas brasileiras de capital aberto. Tais investimentos (e.g., fusões, aquisições, *joint ventures*, investimento em P&D, expansão e construção de novas plantas fabris) refletem as oportunidades de crescimento possíveis de serem capturadas pelas empresas que constituem o objeto do estudo.

1.4.1 Justificativa de ineditismo

Embora diversos estudos abordando a irracionalidade dos gestores já tenham sido conduzidos, os quais, em sua maioria, consideram os vieses cognitivos do otimismo e da confiança excessiva (e.g., estudos sobre fusões e aquisições, nível de investimento e endividamento das empresas, propensão a fraudes), ainda existe uma grande lacuna no entendimento de como esses vieses são percebidos pelos investidores do mercado. Ou seja, a resposta à pergunta sobre o quanto a presença dos traços do otimismo e/ou confiança excessiva no perfil dos principais executivos das empresas é benéfica (ou não) à criação de valor, ainda permanece sem consenso na academia.

Pesquisas empíricas que testam o impacto dos anúncios das decisões de investimentos feitas por gestores enviesados são raras. Uma exceção é a pesquisa realizada por Malmendier e Tate (2003 e 2004) sobre o impacto do anúncio das decisões de investimento em fusões e aquisições, sob a perspectiva das Finanças Comportamentais. No caso, os objetos de estudo são presidentes de empresas de capital aberto do mercado dos Estados Unidos da América que apresentam o viés cognitivo do excesso de confiança.

Entretanto, a pesquisa conduzida por Malmendier e Tate (2003 e 2004) é restrita a eventos de FA e não considera outras decisões relevantes de investimentos de capital. Ademais, embora os autores tenham utilizado *proxies* inovadoras para definição do viés do excesso de

confiança², tais variáveis não suportaram as hipóteses relativas à presença desse viés em níveis moderados. Por exemplo, Gervais, Heaton e Odean (2002 e 2003) e Hackbarth (2004) propõem modelos teóricos que sugerem que a presença do otimismo e/ou confiança excessiva nos gestores das empresas, em níveis moderados, é benéfica aos interesses dos seus acionistas. O argumento central dessa proposição é o de que gestores racionais (i.e., menos enviesados) são mais propensos a adiar a execução de projetos que seriam do melhor interesse dos acionistas, fato com menor probabilidade de ocorrência em gestores moderadamente enviesados.

O ineditismo deste trabalho justifica-se pelo fato de se fazer, de formas agregada e segmentada, uma análise aprofundada do impacto dos vieses cognitivos do otimismo e/ou da confiança excessiva (eventualmente) presentes nos gestores, sobre as principais decisões direcionadoras da criação de valor para as suas empresas. Tais decisões incluem, dentre outros, os investimentos em fusões, aquisições, *joint ventures*, projetos de P&D, expansão e construção de novas plantas fabris. Além da maior abrangência do estudo (que analisa um amplo conjunto das decisões de investimentos estratégicos, por um período de 5 anos), diferentemente de Malmendier e Tate (2003 e 2004), esta pesquisa busca identificar a existência (ou não) da presença de níveis moderados de otimismo e/ou excesso de confiança em, pelo menos, parte dos gestores das empresas brasileiras. Para isso, são propostas e criadas novas variáveis que visem constituir-se em *proxies* adequadas à mensuração do grau de intensidade desses vieses. Assim, busca-se também investigar se a presença desses vieses em níveis ‘moderados’ é benéfica aos interesses dos acionistas como sugerem os modelos teóricos desenvolvidos por Gervais, Heaton e Odean (2002 e 2003) e Hackbarth (2004).

Essa análise é conduzida sob o pressuposto da Hipótese de Eficiência dos Mercados e toma por base os anúncios tornados públicos pelos gestores, sobre suas decisões de investimento.

1.5 Hipóteses de pesquisa

Para se orientar todo processo investigativo e se responder à questão levantada no problema de pesquisa, é necessário propor respostas plausíveis e antecipadoras que poderão ser

² Malmendier e Tate (2003 e 2004) utilizaram como *proxy* para operacionalização do excesso de confiança, o padrão de exercício das opções de compra sobre as ações ofertadas aos gestores das empresas como parte da remuneração variável desses gestores.

comprovadas ou refutadas após a conclusão da pesquisa empírica. Para tal, são formuladas hipóteses derivadas do problema de pesquisa.

Para efeito deste trabalho, foram formuladas as seguintes hipóteses nulas (H_0) e hipóteses alternativas decorrentes:

$H_{0,1}$: A presença dos vieses do otimismo e/ou do excesso de confiança nos gestores das empresas brasileiras de capital aberto não interfere na criação de valor para essas empresas, quando do anúncio de decisões de investimentos estratégicos;

Para Heaton (2002), gestores otimistas sobrevalorizam projetos disponíveis às suas empresas e podem, eventualmente, envolverem-se na implementação de projetos que possuam valor presente líquido negativo, mesmo na ausência de problemas de agência, conforme prescrito por Jensen e Meckling (1976). Assim, a seguinte hipótese alternativa é considerada:

$H_{1,1}$: Gestores otimistas e/ou excessivamente confiantes são mais propensos a anunciarem decisões de investimentos estratégicos que, *ex ante*, tenham maior probabilidade de fracasso (i.e., gerem retornos negativos).

Entretanto, estudos realizados por psicólogos demonstraram que certos níveis de otimismo e de excesso de confiança são socialmente benéficos para os indivíduos. Pessoas otimistas e excessivamente confiantes tendem a ser mais alegres, mais populares, mais dedicadas ao trabalho e possuem maior propensão em ajudar ao próximo (TAYLOR e BROWN, 1988).

O modelo desenvolvido por Gervais *et al.* (2003) prediz que a presença de um ‘moderado’ nível de otimismo e/ou excesso de confiança nos gestores é benéfica aos acionistas da empresa, uma vez que gestores racionais e menos enviesados tendem a postergar a decisão de execução de projetos que seriam de interesse imediato dos acionistas. De forma semelhante, o modelo Hackbarth (2004) prevê que otimismo e/ou excesso de confiança moderado podem

mitigar potenciais conflitos de agência entre gestores e acionistas, sendo, portanto, benéfico para esses últimos. Assim, propõe-se a seguinte hipótese alternativa:

H_{1,2}: Decisões de investimentos anunciadas por gestores moderadamente otimistas e/ou confiantes criam, na média, maior valor para as suas empresas do que aquelas anunciadas por gestores pronunciadamente otimistas e/ou confiantes.

Uma outra decisão estratégica e relevante que os gestores frequentemente se deparam é a decisão sobre quais atividades devem ser realizadas internamente na empresa e quais devem ser adquiridas diretamente do mercado. Fazer ou comprar são dois pontos extremos do vasto conjunto de alternativas à integração vertical que as empresas podem lançar mão para estruturação de suas estratégias competitivas. Pontos intermediários localizados nesse *continuum* implicam em diferentes formatos de alianças corporativas, possuindo cada um deles intensidade e riscos diferenciados. Em outras palavras, estratégias de alianças são empreendimentos de risco ao longo de uma escala contínua entre, de um lado, transações em um mercado livre e, de outro, a internalização total (WILLIAMSON, 1975).

Lorange e Roos (1996) classificam os diversos tipos de alianças estratégicas em termos do grau de intensidade da integração vertical com a empresa mãe: fusões e aquisições, participação acionária, *joint ventures*, empreendimento cooperativo formal e empreendimento cooperativo informal. Posto que as FA estão entre as formas mais intensas de integração, espera-se que, dentro do paradigma da completa racionalidade, anúncios de investimentos em FA gerem retornos (positivos) maiores que os anúncios de investimentos em JV, uma vez que processos de FA apresentam maiores riscos de implementação que empreendimentos em JV. Isto posto, propõe-se a seguinte hipótese alternativa:

H_{1,3}: Decisões de investimentos em FA, quando anunciadas por gestores otimistas e/ou confiantes criam, na média, menor valor para as suas empresas do que decisões de investimentos em JV anunciadas por gestores igualmente enviesados.

Duas outras hipóteses decorrem de $H_{1,3}$:

$H_{1,3A}$: Decisões de investimentos em FA, quando anunciadas por gestores otimistas e/ou confiantes criam, na média, menor valor para as suas empresas do que outras decisões de investimentos em FA anunciadas por gestores tidos como racionais e menos enviesados.

$H_{1,3B}$: Decisões de investimentos em JV, quando anunciadas por gestores otimistas e/ou confiantes criam, na média, menor valor para as suas empresas do que outras decisões de investimentos em JV anunciadas por gestores tidos como racionais e menos enviesados.

Uma outra hipótese pode ser derivada da inclinação que gestores enviesados possuem para se envolverem em eventos de FA. Malmendier e Tate (2004) reportam que gestores excessivamente confiantes são mais propensos a se envolverem em eventos de FA que outros, racionais e menos enviesados. Esse fato pode ser explicado pela maior propensão dos gestores enviesados em subestimar os riscos inerentes aos processos de FA. Riscos associados a projetos de JV são, *ceteris paribus*, de menor magnitude que aqueles presentes em processos de FA da mesma natureza (LORANGE e ROOS, 1996). Entretanto, no caso das JV, os problemas e conflitos encontrados na gestão advêm, principalmente, do fato delas possuírem mais de um controlador ou dono. Esses donos, em geral, possuem poder de mando compartilhado e simétrico (PARKHE, 1996).

A literatura em Psicologia Cognitiva registra que alguns dos vieses cognitivos, como o excesso de confiança e a procrastinação, sofrem influência do senso de controle que cada indivíduo apresenta. O senso de controle tem sido entendido como a percepção que cada indivíduo possui do poder pessoal sobre o controle, o estabelecimento e a direção dos seus esforços para atingir resultados e objetivos de vida (LICHTENSTEIN, FISCHHOFF e

PHILLIPS³, 1982 *apud* MENDES-DA-SILVA e YU, 2009). Assim, espera-se que gestores otimistas e/ou excessivamente confiantes prefiram investimentos em FA a investimentos em JV, uma vez que as primeiras não apresentam compartilhamento de controle.

H_{1,4}: Investimentos em FA serão realizados preferencialmente pelos gestores otimistas e/ou excessivamente confiantes, enquanto os demais gestores tidos como racionais e menos enviesados preferirão investimentos em JV.

Por fim, espera-se que os gestores otimistas e/ou excessivamente confiantes empreendam, na média, maior esforço que os demais gestores menos enviesados na busca dos objetivos da empresa (GERVAIS *et al.*, 2003; FAIRCHILD, 2005). Assim propõe-se como última hipótese alternativa:

H_{1,5}: Gestores otimistas e/ou excessivamente confiantes são, na média, mais propensos a anunciar investimentos estratégicos que os demais gestores racionais e menos enviesados.

1.6 Limitações da pesquisa

A presente pesquisa apresenta algumas limitações que precisam ser devidamente destacadas. Essas limitações deverão ser levadas em consideração quando da análise dos resultados finais da pesquisa, a serem apresentados no capítulo 4.

A primeira delas diz respeito ao isolamento dos vieses cognitivos escolhidos para o tema da pesquisa: otimismo e excesso de confiança. É possível que, considerando o conjunto de gestores que fazem parte da amostra da pesquisa, tais vieses se apresentem isoladamente ou aos pares, dependendo do gestor em questão. Da mesma forma, é também possível que outros

³ LICHTENSTEIN, S.; FISCHHOFF, B.; PHILLIPS, L. *Calibration of probabilities: the state of the art to 1980*. In: Kahneman, D.; Tversky, A. (Eds.). *Judgement under uncertainty: heuristics and biases*. Cambridge: Cambridge University Press, pp. 306-334, 1982.

vieses cognitivos (que não são objeto deste estudo) possam estar presentes na amostra selecionada (e.g., representatividade, ancoragem, disponibilidade, dissonância cognitiva). Entretanto, tais vieses não são levados em consideração, embora as suas presenças possam ser relevantes para a compreensão das questões de interesse da pesquisa.

A segunda limitação refere-se à parte empírica do trabalho, mas especificamente, na escolha das variáveis que servirão para medir os fenômenos objeto do estudo. Uma vez que as variáveis ‘otimismo’ e ‘confiança excessiva’ não são observáveis diretamente, necessariamente serão utilizadas variáveis substitutas (*proxies*) que busquem representar o fenômeno da forma mais adequada possível. Trabalhos anteriores relacionados ao tema deste projeto de pesquisa serviram de referência para nortear a escolha das variáveis relevantes que foram utilizadas neste estudo. Entretanto, é provável que as *proxies* adotadas neste estudo, ou pelo menos uma parte delas, possam apresentar vieses ou imprecisões, em algum grau extensão.

Uma terceira limitação pode estar associada aos critérios escolhidos para a seleção da amostra da pesquisa. Neste caso, foram selecionados somente os anúncios de investimentos estratégicos, ou seja, aqueles que criam potenciais oportunidades de crescimento para as empresas (KESTER, 1984). Dessa forma, é possível que certos anúncios, mesmo que relevantes, não tenham sido incluídos na pesquisa, reduzindo assim o seu poder explanatório.

A quarta limitação está relacionada ao método pelo qual foi avaliada a assertividade da tomada de decisão dos gestores das empresas, representada pela intensidade e direção da reação do mercado às decisões de investimentos anunciadas. Ou seja, para o propósito da pesquisa, a reação do mercado aos anúncios de investimentos estratégicos, obtida por meio da realização de estudo de evento, constitui-se na principal sinalização da eficiência gerencial, e não a efetiva criação (destruição) de valor obtida como resultado *ex post* dos investimentos realizados.

1.7 Estrutura da tese

A tese está estruturada em quatro partes. No capítulo 1 – **O Problema de Pesquisa**, são apresentados os antecedentes dos temas propostos para estudo, a formulação do problema de

pesquisa, os objetivos da pesquisa e as justificativas para sua realização, as hipóteses e limitações da pesquisa.

Em seguida, no capítulo 2 – **Referencial Teórico**, é apresentada uma revisão bibliográfica das teorias que suportam a presente pesquisa. São abordados temas, tais como: decisões de investimentos, fusões e aquisições, *joint ventures*, eficiência dos mercados e finanças comportamentais.

No capítulo 3, é apresentada a **Metodologia da Pesquisa**, onde são explicados em detalhes os procedimentos metodológicos que permeiam a investigação empírica. Primeiramente, são descritas as potenciais variáveis substitutas (*proxies*) que são utilizadas para representação dos fenômenos objeto do estudo. Posteriormente, são também descritos os procedimentos utilizados para operacionalização do método de estudo de evento conduzido na pesquisa, bem como os critérios que são adotados para a seleção e coleta de dados da amostra do estudo. Por fim, procedem-se com a especificação e discussões sobre os modelos e métodos de regressão utilizados na pesquisa.

No capítulo 4, **Resultados da Pesquisa**, são apresentados os resultados da investigação empírica, onde se incluem os testes de significância dos coeficientes dos regressores das diversas regressões realizadas. Tais testes estatísticos, combinados com outras análises extraídas da literatura, serviram para validar ou refutar as hipóteses formuladas.

Finalmente, no capítulo 5, **Conclusões**, são apresentadas as considerações finais em face aos resultados obtidos, além de recomendações para estudos posteriores. Na sequência, seguem-se diversos apêndices contendo informações e tabelas com dados utilizados no estudo, além de regressões adicionais que visam reforçar a validade e robustez dos construtos adotados.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

2.1 Decisões de investimento nas empresas

Finanças Corporativas é um ramo de estudos em finanças que trata do problema da tomada de decisões financeiras nas corporações, fornecendo base teórica e ferramentas analíticas que suportem os gestores no cumprimento do seu objetivo principal, que é a maximização do valor da corporação. Segundo a teoria de Finanças Corporativas, as empresas estão envolvidas principalmente com três classes de decisões: decisões de investimentos, decisões de financiamento e decisões de distribuição de dividendos.

As decisões de investimento envolvem a escolha de projetos que busquem retornos maiores que a taxa mínima de atratividade exigida pelos acionistas da empresa para aquele determinado projeto. Tal taxa deve ser compatível com o risco específico de projetos da mesma natureza e deve levar em conta a estrutura de capital da empresa. As decisões de financiamento envolvem a escolha de uma taxa de financiamento que maximize o valor do projeto e uma estratégia financeira que associe, o mais proximamente possível, o valor financiado ao ativo objeto de financiamento. Por fim, após a execução do projeto e, caso haja retorno de caixa em excesso (i.e., caixa residual após todas as novas necessidades de financiamento de projetos que aumentem o valor da empresa tenham sido atendidas), o excedente de caixa deverá retornar aos acionistas como forma de dividendos distribuídos (DAMODARAN, 2004).

Um dos pilares que fundamenta esta pesquisa é o conjunto das decisões de investimentos tomadas (i.e., anunciadas) pelas empresas. Mas especificamente, as decisões relativas a investimentos estratégicos de capital, uma vez que tais decisões afetam o desempenho das empresas no longo prazo. Diversas pesquisas realizadas indicam que o mercado de ação reage rapidamente a anúncios de decisões de investimentos de capital sempre que novas informações que alteram o risco e o retorno das empresas são disponibilizadas ao mercado⁴ (McCONNELL e MUSCARELLA, 1985; CHAN, GAU e WANG, 1990; WOOLRIDGE e SNOW, 1990; CHAN, MARTIN e KESINGER, 1995; LUCCHESI e FAMÁ, 2007).

⁴ Na seção 2.4 são apresentadas, em um maior nível de detalhe, a Hipótese de Eficiência dos Mercados (HEM), suas críticas e limitações.

Uma outra linha de pesquisa considera como sinal das decisões de investimento das empresas a variação das contas do ativo permanente e imobilizado extraídas das demonstrações contábeis, procurando verificar o impacto dessas variações no mercado de capitais (LAMB, 1993; ANTUNES e PROCIANOY, 2003; MARCELINO *et al.*, 2006).

Lucchesi e Famá (2007) argumentam que essas duas abordagens diferenciam-se não apenas em função da perspectiva empírica por elas aplicada, mas também, pelo arcabouço conceitual sobre o qual se baseiam. A primeira abordagem (que leva em consideração os anúncios de decisões de investimentos disponibilizados ao mercado) tem como pressuposto básico os princípios da teoria econômica neoclássica. Mais especificamente, essa abordagem assume como premissas a existência de mercados de capitais informacionalmente eficientes (FAMA, 1970), a racionalidade dos investidores (FRIEDMAN, 1953), a maximização da utilidade esperada dos agentes (VON NEUMANN e MORGENSTERN, 1944; SAVAGE, 1954), a inexistência de assimetria informacional (MYERS e MAJLUF, 1984), a existência de uma taxa pura de juros como critério de decisão (MODIGLIANI e MILLER, 1961) e a inexistência de problemas de agência nas empresas (JENSEN e MECKLING, 1976).

A segunda abordagem, que tem como ponto de partida a variação das contas do ativo permanente e imobilizado das empresas, leva em consideração o fato de a Teoria Financeira apresentar importantes limitações. Nesse caso, assume-se que anúncios de investimentos não são sinais de decisões de investimentos suficientes e capazes de modificar o valor da empresa, sendo necessário examinar a comprovação da realização desses investimentos anunciados por meio dos dados contidos nas demonstrações contábeis. O argumento central dessa abordagem é a inviabilidade de aplicação irrestrita da teoria financeira devido às diversas imperfeições existentes no mercado (LAMB, 1993).

Antunes e Procianoy (2003) argumentam que o fato de existir uma reação no preço das ações à divulgação dos informes financeiros das empresas pode ser interpretado como uma ineficiência do mercado brasileiro de capitais, no caso do anúncio destes investimentos já ter sido feito em momento anterior. Ou seja, a reação nos preços das ações deveria ter acontecido antes, durante a publicação do anúncio do investimento, e não quando a disponibilização dos informes financeiros.

Contraopondo-se a este argumento, outros estudos realizados no Brasil corroboram com a hipótese de que mercado acionário brasileiro é eficiente na forma semiforte, conforme

conceitos definidos por Fama (1970 e 1991). Algumas evidências acerca da eficiência informacional do mercado brasileiro podem ser encontradas em estudos recentes realizados sobre anúncios investimentos de capital (LUCCHESI e FAMÁ, 2007), fusões e aquisições (PATROCÍNIO, 2005), formação de *joint ventures* (OLIVEIRA NETO *et al.*, 2008), dentre outros.

Esta pesquisa se insere no contexto da primeira abordagem teórica e metodológica relatada anteriormente. Ou seja, consideram-se os anúncios de decisões de investimentos estratégicos realizados pelos gestores como principais sinalizadores da criação de valor para as empresas. Em seguida, será feita uma breve revisão da literatura relacionando alguns estudos que envolvem anúncios de decisões de investimento e criação de valor para as empresas participantes do evento.

2.1.1 Pesquisas anteriores sobre anúncios de investimentos

O trabalho seminal de McConnell e Muscarella (1985) iniciou uma linha de pesquisa a partir da qual diversos autores passaram a analisar com profundidade os anúncios de dispêndio de capital das empresas e seu efeito no valor de mercado das ações. Nesse estudo, McConnell e Muscarella reportaram que o mercado de ações, na média, responde positivamente (negativamente) a anúncios não antecipados de aumento (redução) nos valores de investimento de capital planejados pelas empresas. Assim, as evidências sugerem que o mercado de ações, em geral, recompensa empresas que tomam decisões de investimento no longo prazo⁵.

Chan *et al.* (1990) encontraram significativo retorno anormal positivo para anúncios de aumento de investimentos em P&D. Utilizando uma amostra de 95 empresas, os autores reportam retornos positivos mesmo quando as empresas analisadas apresentavam, simultaneamente, redução em seus lucros no período. Entretanto, aumentos de investimento em P&D apresentaram efeito negativo no valor das ações quando anunciados por empresas que possuíam ‘baixa’ tecnologia. Na taxonomia utilizada pelos autores, empresas possuidoras de ‘baixa’ tecnologia são aquelas que competem em indústrias onde inovação e investimentos

⁵ Uma notável exceção encontrada em McConnell e Muscarella (1985) refere-se aos resultados reportados para as indústrias de petróleo e de exploração de gás. Nestes segmentos, o mercado apresentou reação negativa aos anúncios de aumento de investimentos.

em P&D são menos relevantes (e.g., siderurgia, mineração, refino de petróleo), enquanto a outras empresas, de ‘alta’ tecnologia, situam-se em setores mais dependentes da inovação e P&D (e.g., indústria farmacêutica, eletrônica e de instrumentos científicos).

Em outro estudo bastante amplo e relevante, Woolridge e Snow (1990) analisaram amostra contendo 767 anúncios de investimentos. Da mesma forma que Chan *et al.* (1990), os autores também reportam retornos positivos anormais e significativos para anúncios de investimentos estratégicos, corroborando com a hipótese de maximização de valor para o acionista. Em comparação ao trabalho seminal de McConnell e Muscarella (1985), o trabalho do Woolridge e Snow (1990) amplia a amostra, acrescenta mais uma categoria de investimento estratégico (diversificação de novos produtos e/ou mercados) e considera o impacto de duas importantes variáveis: tamanho e duração do investimento. Os autores concluem que, uma vez que o mercado de ação reage mais fortemente (e positivamente) a anúncios de investimentos em P&D e *joint ventures* em detrimento aos demais investimentos pesquisados (diversificação de produtos/mercados e outros investimentos de capital), o mercado apresenta-se favorável à redução das barreiras de mobilidade, posto que essas duas formas de investimento envolvem alianças com outras empresas, incluindo empresas concorrentes domésticas ou do exterior.

Recentemente no Brasil, Lucchesi e Famá (2007) realizaram investigação empírica sobre o impacto das decisões de investimento das empresas brasileiras, divulgadas por meio de anúncios, no valor de suas ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo, no período de 1996 a 2003. Os resultados obtidos nas amostras completas, composta por 95 eventos de 43 diferentes empresas, mostraram que um anúncio inesperado de aumento no nível de investimento por parte das empresas “... está associado a um aumento estatisticamente significativo no valor de mercado das ações; e um anúncio inesperado de redução no nível de investimento está associado a uma redução estatisticamente significativa no valor de mercado das ações” (p. 258).

2.1.2 Taxonomias para decisões de investimentos

A literatura sobre classificação de investimentos de capital é bastante vasta⁶. Kester (1984), por exemplo, propõe uma classificação para investimentos que considera apenas duas

⁶ Para um estudo mais aprofundado sobre este tema, ver Jones (1998).

dimensões distintas. A primeira inclui os investimentos realizados para ‘criação’ de oportunidades de crescimento e geração de fluxo de caixa no longo prazo. Nessa categoria encontram-se os investimentos em P&D e os para diversificação de produtos/mercados. Na segunda categoria, são incluídos os investimentos relacionados ao ‘exercício’ de alguma opção. A decisão de construir uma nova planta ou de investir em projetos de redução de custos está incluída nesta categoria. Kester (1984) alerta que classificação proposta pode implicar em significativas diferenças na duração dos investimentos. Ademais, projetos incluídos no segundo grupo são mais propensos a obterem geração de caixa mais rapidamente.

Uma outra classificação foi sugerida e utilizada por Woolridge e Snow (1990). Nessa pesquisa, os autores classificaram os investimentos em quatro diferentes grupos. O primeiro grupo relaciona os investimentos em *joint ventures* com propósitos de P&D, compartilhamento de ativos e construção de novos ativos. No segundo grupo, apenas projetos próprios de P&D são incluídos (novos e em andamento). No terceiro grupo foram incluídos os investimentos em diversificação de produtos/mercados (produto existente/novo mercado; novo produto/mercado existente; novo produto/novo mercado). O último grupo incluiu os demais investimentos de capital (expansão de capacidade; modernização de plantas; aumentos de orçamento de capital).

Jones (2000) oferece uma classificação para agregação de investimentos em que investimentos do mesmo grupo estão de certa forma, inter-relacionados pela classe de risco. Embora, alerta o autor, seja esperado que, em média, produzam diferentes oportunidades de investimentos e de geração de caixa. As categorias propostas por Jones (2000) foram as seguintes:

- **Investimentos em redução de custos**

Nesse grupo incluem-se os projetos que envolvem comprometimento da empresa para redução do uso dos recursos utilizados na operação dos negócios atuais. Os riscos associados aos projetos desse grupo são geralmente pequenos e estão relacionados à superestimação dos valores de redução de custo pretendidos ou, à subestimação dos investimentos requeridos pelo

projeto ou, ao custo de capital que financia o projeto. Não é esperada a criação de oportunidades de crescimento por meio da implementação de projetos deste grupo.

- **Investimentos de capital**

São incluídos neste grupo os investimentos em plantas fabris, novos equipamentos e máquinas para expansão ou manutenção do nível atual de operação da empresa. O nível de risco associado aos projetos de manutenção de capacidade é o mesmo nível ou classe de risco da própria empresa. Projetos de expansão possuem maior risco, pois demandam aumento de *market share*. Segundo Jones (2000), alguns investimentos em substituição de plantas ou equipamentos podem ser também classificados como investimentos para ‘redução de custos’.

- **Investimentos em diversificação de produtos/mercados**

Esse grupo inclui os investimentos que envolvem o comprometimento de recursos para aumentar o *market share* da empresa em novos mercados ou nichos de mercado. Incluem-se também nesse grupo os investimentos para lançamento de novos produtos e/ou *upgrades* em produtos existentes. O nível de risco associado a esse grupo é relativamente alto, uma vez que operações em novos mercados (e/ou com novos produtos) podem se mostrar significativamente diferentes das operações atuais da empresa. Investimentos em diversificação de produtos e/ou mercados podem, inclusive, levar à necessidade de novos investimentos em equipamentos, contratação de pessoal adicional ou mesmo a criação de uma nova divisão ou departamento na empresa.

- **Investimentos em P&D**

Projetos de pesquisa e desenvolvimento (P&D) envolvem o comprometimento de recursos em busca de inovação tecnológica, criação e melhoria de produtos e/ou processos da empresa. Tais projetos apresentam baixo grau de certeza quanto ao sucesso dos resultados, retorno e prazos perseguidos. Conseqüentemente, os projetos incluídos nesse grupo possui um nível de

risco relativamente alto e, na grande maioria das vezes, são projetos orientados para criação de oportunidade de crescimento.

2.1.3 Taxonomia proposta para a pesquisa

O propósito desta pesquisa é investigar o impacto dos anúncios das decisões de investimento estratégicos no valor das empresas. No caso, os investimentos considerados estratégicos são todos aqueles que (usando nomenclatura de KESTER, 1984) ‘criam’ oportunidades de crescimento para a empresa. Para definição de uma taxonomia que atenda aos objetivos da pesquisa, optou-se por adotar uma categorização de investimentos própria, utilizando parcialmente as categorias propostas por Jones (2000), adicionando-se a estas, duas outras: investimentos em *joint venture* (conforme proposição de WOOLRIDGE e SNOW, 1990) e investimentos em fusões e aquisições.

A seguir, destaca-se a taxonomia selecionada para categorização dos investimentos objeto de estudo na pesquisa.

2.1.3.1 Investimentos de capital

Seguindo Jones (2000), nessa categoria são incluídos os investimentos para expansão ou construção de novas plantas fabris. Entretanto, somente investimentos que visem o aumento da capacidade produtiva da empresa e/ou aumento de *market share* e/ou conquista de novos mercados foram considerados. Investimentos de capital que busquem apenas a manutenção da capacidade produtiva ou a redução dos custos de produção não foram contemplados na pesquisa. Incluem-se também nessa categoria os investimentos para lançamento de novos produtos, tanto em novos mercados quanto nos mercados já existentes.

2.1.3.2 Investimentos em P&D

Investimentos em P&D são, sem dúvidas, fontes criadoras de oportunidades de crescimento. Empresas que investem significativamente em P&D sugerem possuir produtos em início de

ciclo de vida, prometendo melhores retornos no longo prazo. Chan, Kensinger e Martin (1990) e Tsetsekos e Zantout (1994) investigaram o efeito de anúncios de investimento em P&D, procurando verificar se o mercado de capitais tem um comportamento míope, ou seja, considera apenas os ganhos de curto prazo em detrimento dos investimentos de longo prazo. Os resultados trouxeram evidências de que anúncios de investimento em P&D são recebidos favoravelmente pelo mercado, refutando, assim, a hipótese da miopia do mercado de capitais.

Embora no Brasil, de forma geral, os gastos com P&D sejam pouco representativos quando comparados com os investimentos totais das empresas e, além disso, sejam de difícil mensuração devido à pouca flexibilidade legal para sua contabilização, espera-se que os eventuais anúncios de investimentos em P&D feitos pelas empresas sejam percebidos de forma significativamente positiva pelo mercado.

2.1.3.3 Investimentos em fusões e aquisições

Investimentos em fusões e aquisições surgem como alternativas ao crescimento interno das empresas. Segundo Singh e Montgomery (1987, p. 378), o processo de crescimento interno demora mais tempo e pode ser mais custoso que a compra de um negócio já estabelecido. Assim, uma das vantagens da fusão ou aquisição pode ser justamente a aceleração do processo de crescimento da empresa. Entretanto, operações de fusões e aquisições podem ser extremamente arriscadas uma vez que, em geral, a empresa adquirente não obtém retornos anormais significantes após processo de FA (para maior referência, veja, por exemplo, CAPRON e PISTRE, 2002; UHLENBRUCK, HITT e SEMADENI, 2006). Dessa forma, espera-se que esse tipo de investimento apresente um nível de risco bastante elevado, principalmente se a empresa alvo, objeto do processo de fusão ou aquisição, possui atividades não-relacionadas às atividades da empresa adquirente.

2.1.3.4 Investimentos em *Joint Ventures*

Joint venture pode ser definida como sendo:

“Uma atividade comercial cooperativa formada por duas ou mais empresas separadas que criam uma entidade comercial independente alocando gestão,

responsabilidade operacional, riscos e ganhos financeiros para cada um de seus membros, enquanto preservam separadamente suas identidades e autonomias” (LYNCH, 1989, p. 431).

Seguindo a classificação adotada por Woolridge e Snow (1990), todos os anúncios de investimentos associados à formação de *joint ventures* estarão incluídos nesse grupo.

O nível de risco dos investimentos em *joint venture* está associado não somente à natureza do empreendimento, mas também ao processo de identificação e seleção de parceiros para sua formação. *Joint ventures* possuem maiores probabilidades de sucesso quando os parceiros apresentam significativo grau de complementaridade em certos atributos, tais como: missão, recursos, capacidade de gestão, dentre outros (PARKHE, 1996; HARRIGAN, 1985 e 1988).

A Figura 1 apresenta resumidamente a taxonomia de investimentos estratégicos adotada para a pesquisa.



Figura 1: Taxonomia para investimentos estratégicos
 Fonte: Elaborado pelo autor

A seguir, será apresentado breve referencial teórico sobre investimentos em fusões e aquisições e *joint ventures*.

2.2 Fusões e Aquisições

Fusões e aquisições podem se constituir em uma forma rápida para as empresas implementarem estratégias de integração vertical (SINGH e MONTGOMERY, 1987). Entretanto, embora a integração vertical possa ser uma estratégia extremamente importante para as empresas, ela é muito difícil de ser implementada com sucesso. Segundo Stuckey e White (1993), empresas somente deveriam optar pela integração vertical quando for absolutamente necessário para criar ou proteger valor.

Eventos de fusões e aquisições são cíclicos e aproximadamente coincidentes com os movimentos do mercado de capitais. Ou seja, picos de eventos de FA são geralmente precedentes a picos econômicos. Neste cenário, as empresas envolvidas procuram por novas oportunidades de investimento, otimização dos processos produtivos, inovações tecnológicas e eficiência na alocação de recursos. Estudos sugerem que as ondas de FA podem estar associadas à ocorrência de choques econômicos, regulatórios ou tecnológicos (HARFORD, 2005); ou associadas a períodos em que os preços dos ativos se desviam consideravelmente do seu valor fundamental – quer seja pela subapreciação ou sobreapreciação das ações (RHODES-KROPF e VISWANATHAN, 2004). Porém, o racional econômico que relacione as diversas teorias e o momento justo (*timing*) para ocorrência de eventos de FA ainda não foi adequadamente desenvolvido (BERKOVITCH e NARAYANAN, 1993; WESTON, SIU e JOHNSON, 2001; HARFORD, 2005).

Os principais motivos para as empresas adotarem uma estratégia de FA podem encontrar respaldo na Teoria de Agência e Fluxos de Caixa Livres. Jensen e Meckling (1976) descrevem a Teoria de Agência como consequência da separação entre os direitos de propriedade e o controle empresarial. Assim, a relação principal/agente é constituída por um conjunto de contratos firmados entre os acionistas (principais) e os administradores (agentes), envolvendo aspectos de delegação de poder. Contudo, segundo a Teoria de Agência, existe a possibilidade de que o agente não tome sempre a melhor decisão sob o ponto de vista do interesse do principal, dando origem a uma perda residual, ou seja, a diferença entre o lucro máximo possível e o lucro realmente obtido. Somam-se ainda a esta perda residual, os custos de monitoramento do principal e os custos de comprometimento do agente.

Os Fluxos de Caixa Livres (JENSEN, 1986), representados pelo volume de recursos excedente após o financiamento de todos os projetos que apresentam VPL positivos, também

podem ser relacionados com operações de FA. Contudo, esta relação pode não ser positiva, tendo em vista o evidente conflito de interesses entre os administradores da empresa e os seus acionistas. Por esta visão, os administradores estariam mais propensos a usar o dinheiro excedente para promover a compra de outras empresas com o objetivo de maximizar a sua utilidade gerencial, do que distribuir esses recursos excedentes entre os acionistas. Entretanto, boa parte da literatura sobre o assunto aborda aspectos de ganhos sinérgicos e operacionais e alavancagem do poder sobre o mercado (PATROCÍNIO, 2005).

2.2.1 Motivações para operações de FA

Aquisições verticais podem representar tanto integrações na direção à montante, quanto à jusante na cadeia produtiva das empresas. Estudos empíricos relacionando integrações verticais à montante e aumento das capacidades das empresas, tais como aquisições em P&D, têm recebido maior atenção de acadêmicos que as outras verticais à jusante, que buscam outros tipos de capacidade, tais como marca e canais de distribuição (ANAND e DELIOS, 2002).

Entretanto, quando se consideram os diversos fatores determinantes da estratégia das empresas para realização de investimentos no exterior, as aquisições verticais à jusante desempenham papel proeminente. Hennart (1988), por exemplo, argumenta que estratégias de alianças, como aquisições ou *joint ventures*, podem superar barreiras de entradas em novos mercados, evitando reações xenófobas ao entrar em mercados estrangeiros.

Uma hipótese que possui potencial poder explanatório para responder aos diversos questionamentos sobre quais motivos empresas se envolvem em operações de FA deriva das oportunidades das sinergias dos investimentos conduzidos pelas empresas envolvidas (CHUNG, 1982). Esta hipótese sustenta que empresas compradoras buscam internalizar oportunidades de investimentos através das sinergias gerenciais ou financeiras eventualmente existentes.

Complementando a hipótese proposta por Chung (1982), Berkovitch e Narayanan (1993) propõem que os três maiores motivos para empresas entrarem em eventos de FA são sinergia,

agência e húbri⁷. O primeiro sugere que a transação ocorre devido aos ganhos econômicos e financeiros resultantes da fusão dos recursos das duas empresas. O motivo relacionado à agência sugere que FA existem porque possibilitam aumento de poder dos gestores da empresa em detrimento da riqueza dos seus acionistas. O motivo de húbri sugere que os administradores cometem erros em avaliar as empresas alvo e se engajam em aquisições que não promovam sinergia.

O conceito de húbri foi descrito pela primeira vez por Roll (1986). Para conceituar a hipótese, o autor, baseado em experiências de psicólogos e outros profissionais da área, descreve a existência de comportamentos racionais e irracionais por parte dos participantes do mercado de capitais, no que diz respeito à individualidade na tomada de decisão. Estes estudos evidenciaram que os indivíduos não tomam decisões racionais sob incerteza ao mesmo tempo em que apresentam sinais de arrogância.

Para testar essas três hipóteses (sinergia, agência e húbri), Berkovitch e Narayanan (1993) conduziram pesquisa empírica envolvendo uma amostra de 330 anúncios de FA ocorridas no mercado dos EUA, no período compreendido entre 1963 e 1988. Os resultados da pesquisa apontaram que, para quase 75 por cento dos casos, a motivação predominante para ocorrência de FA foi sinergia. Motivos de agência representaram aproximadamente 25 por cento dos casos analisado. Húbri também foi detectado para uma pequena parcela da amostra.

2.2.2 *Timing* e folga financeira para aquisições

Numa tentativa de resposta sobre o momento adequado para as empresas se envolverem em operações de FA, Iyer e Miller (2008) propõem uma explicação fundamentada na teoria comportamental para o *timing* das decisões de FA. Os autores atribuem, primeiramente, a ocorrência de eventos de FA apenas a fatores intrinsecamente ligados ao processo decisório da empresa. Em seguida, estendem a teoria comportamental para o domínio das decisões no nível corporativo. Por fim, os autores testam o quanto as variáveis relevantes explicativas da ocorrência de FA diferem quando as empresas se aproximam (ou se afastam) dos riscos de falência, e quando as empresas possuem folga financeira.

⁷ A húbri é um conceito grego que pode ser traduzido como ‘tudo que passa da medida; descomedimento’ e que atualmente alude a uma confiança excessiva, um orgulho exagerado, presunção, arrogância ou insolência.

A folga financeira, predominante nas empresas intensivas em inovação (i.e., empresas intangível-intensivas), é importante para assegurar que: (1) os investimentos em P&D sejam feitos de forma contínua e ininterrupta, (2) que haja recursos disponíveis para o lançamento de novos produtos e (3) que as empresas tenham recursos disponíveis para adquirir outras empresas com o propósito de expandir sua base de conhecimento (O'BRIEN, 2003).

Os resultados reportados por Iyer e Miller (2008) apontam para uma associação positiva e significativa entre a existência de folga financeira e a ocorrência de FA. Entretanto, a proximidade (ou distanciamento) dos riscos de falência não se mostrou significativa para explicar o *timing* para ocorrência de FA⁸.

No caso brasileiro, Kayo *et al.* (2008) realizaram pesquisa envolvendo 183 eventos de FA compreendidos no período entre 1996-2007. Nessa pesquisa, é analisada a influência da intangibilidade da empresa adquirente em eventos de FA sobre a sua própria criação de valor. Como resultado, os autores também reportaram relação positiva e significativa para a interação entre a variável intangibilidade, medida pelo q de Tobin modificado⁹, e a variável endividamento, calculada pela razão entre o total das dívidas financeiras e o valor de mercado das ações da empresa. A significância da interação dessas duas variáveis sugere que empresas intangível-intensivas que apresentem maior folga financeira tendem a criar valor através das suas aquisições.

Assim, Kayo *et al.* (2008) corroboram com os resultados reportados por O'Brien (2003) que sugere ser importante para as empresas intangível-intensivas a manutenção de recursos financeiros disponíveis (ou a preservação da sua capacidade de endividamento) para aproveitar as possíveis oportunidades de compra de outras empresas, potencializando assim sua base de conhecimento. Entretanto, alertam os autores, é importante notar que, de certa forma, a perspectiva da folga financeira contraria a Teoria de Agência (JENSEN e MECKLING, 1976) na medida em que aquela, assumindo que o gestor seja um agente maximizador de valor, defende a manutenção de um caixa elevado para se aproveitar as oportunidades de investimento e a última defende a ideia de que o caixa deve ser baixo para se evitar os problemas de sobreinvestimento.

⁸ A amostra total da pesquisa de Iyer e Miller (2008) envolveu 9.114 eventos de FA concluídos e 42.453 intenções de FA, totalizando 51.567 anúncios de 6.302 empresas distintas dos Estados Unidos, no período compreendido entre 1980-2000.

⁹ Para cálculo do q de Tobin, Kayo *et al.* (2008) adotaram o mesmo procedimento utilizado por Villalonga (2004).

2.2.3 FA e a criação de valor para as empresas envolvidas

Embora a literatura acadêmica registre diversos estudos empíricos relacionando FA e a criação de valor para as empresas envolvidas, tanto do ponto de vista da empresa adquirente quanto da perspectiva da empresa alvo ou adquirida, as evidências sobre as verdadeiras fontes de criação de valor originadas por eventos de FA possuem apenas suporte parcial e limitado (SETH, 1990).

Com propósito de investigar tais fontes de criação de valor, Seth (1990) realizou pesquisa empírica com 102 eventos de FA ocorridos nos Estados Unidos, no período compreendido entre 1962 e 1979. Partindo da hipótese de que a motivação para empresas se envolverem em FA fosse causada por sinergia¹⁰, a autora sugere a existência de duas principais fontes de criação de valor. A primeira seria proporcionada pelas mudanças na estrutura operacional e financeira das empresas, fato associado a eventos de FA ocorridos entre empresas com atividades relacionadas. A segunda, associada a eventos de FA entre empresas com atividades não relacionadas, causada pela redução do risco financeiro obtido pela diversificação ocorrida.

Os resultados reportados não apresentaram suporte à redução do risco financeiro como fonte válida de sinergia em FA. Ou seja, a redução do risco sistemático da empresa motivado pela diversificação não parece ser fonte consistente de criação de valor para empresas que participam de eventos de FA, quer seja entre empresas com atividades relacionadas ou não relacionadas (SETH, 1990).

Complementando esses resultados, Seth, Song e Pettit (2002) exploram as razões pelas quais eventos de FA realizados entre empresas norte americana e estrangeiras (aquisições transnacionais)¹¹ possam, potencialmente, criar ou destruir valor. Partindo da premissa de que decisões para eventos de FA são tomadas por diferentes motivações, os autores utilizaram o referencial proposto por Berkovitch e Narayanan (1993) para investigar os ganhos (ou perdas) auferidos pelas empresas dos EUA em processos de aquisições transnacionais. Assim, além

¹⁰ Posteriormente, Berkovitch e Narayanan (1993) encontram evidências que sugerem a existência de três principais motivos para empresas entrarem em eventos de FA: sinergia, agência e húbriis.

¹¹ Nessa pesquisa, o termo aquisições transnacionais (*cross-border acquisitions*) foi utilizado para denotar o processo de aquisição de uma empresa dos EUA (alvo ou adquirida) por uma de outra, de controle estrangeiro (adquirente).

das motivações causadas por sinergia, foram consideradas as hipóteses de agência e híbris como fontes de motivação para eventos de FA.

Seth, Song e Pettit (2002) argumentam que muitos estudos realizados anteriormente sobre processos de aquisições transnacionais não reportaram resultados significativos sobre criação de valor devido ao forte pressuposto de que todos os processos tiveram a sinergia como principal fonte de motivação. Os resultados reportados na pesquisa sugerem que a utilização de uma abordagem mais robusta, i.e., levando em consideração o contexto em que o evento de FA ocorreu, deverá aumentar consideravelmente o poder dos testes empíricos conduzidos.

Um outro estudo, realizado por Anand e Delios (2002), sugere que o sentido ou direção da necessidade da integração vertical (i.e., se à montante ou à jusante) é fator determinante para escolha da forma de entrada no mercado exterior. Verticalizações à montante, como por exemplo, aquelas motivadas por necessidades tecnológicas, possuem características fungíveis quanto à sua mobilidade geográfica, enquanto verticalizações à jusante (e.g., distribuição) não são fungíveis na mesma extensão das primeiras.

A pesquisa conduzida por Anand e Delios envolveu 1.508 eventos de entrada de investimentos estrangeiros, realizados por empresas alemãs, japonesas e britânicas no mercado dos Estados Unidos da América, no período compreendido entre 1974-1991. Como resultado, Anand e Delios (2002) reportam que investidores tendem escolher a aquisição como forma preferida de entrada em mercados no exterior quando o setor no qual a empresa alvo está inserida é tecnologicamente superior ao mesmo setor ou ambiente em que a empresa adquirente está localizada. Caso contrário, a criação de uma nova empresa será preferida.

Os resultados reportados por Anand e Delios (2002) se mostraram consoantes com resultados de outros estudos empíricos precedentes. Por exemplo, Brouthers e Brouthers (2000) encontraram forte suporte empírico para evidência da forma preferida de escolha das empresas para expansão no mercado internacional. Nesse sentido, foi construído modelo logístico de regressão incluindo variáveis representativas dos contextos institucional, cultural e de custos de transação. Os autores destacam a assertividade do poder preditor do modelo igual a 87% para correta classificação da forma escolhida de entrada (i.e., aquisição ou *greenfield*), além do poder preditivo da significância e direção para 7 das 8 hipóteses relacionadas na pesquisa. A pesquisa empírica envolveu 136 operações de investimentos estrangeiros em aquisições e *greenfields* realizadas por empresas japonesas em mercados

européus¹², perfazendo contexto de mercado formado exclusivamente por empresas não norte-americanas.

Estudo realizado por Capron e Pistre (2002), envolvendo 101 empresas europeias e americanas relacionadas estrategicamente, combinado com questionário sobre transferência *ex post* de recursos¹³ ocorridas entre adquirente-alvo e alvo-adquirente, sugeriu que a empresa adquirente somente obtém retornos anormais em eventos de FA com empresas horizontalmente relacionadas quando ocorre transferência de inovação e gerenciamento da empresa adquirente para empresa alvo. A ocorrência de transferência de recursos *ex post* no sentido contrário (alvo-adquirente) indica não gerar retorno anormal para a empresa adquirente.

Em outra pesquisa, Uhlenbruck, Hitt e Semadeni (2006) reportam que empresas adquirentes se beneficiam de retornos anormais quando participam de eventos de FA adquirindo empresas de tecnologia. A pesquisa, que utilizou a metodologia de estudo de evento, considerou 798 eventos de FA ocorridos entre 1995 e 2001, considerando aquisições envolvendo empresas de Internet (*online firms*) e empresas de não-Internet (*offline firms*).

Os autores reportam resultados positivos e estatisticamente significantes para as empresas adquirentes, sejam Internet ou não-Internet, quando adquirem empresas Internet (alvo). Ressalta-se que a ocorrência de retornos anormais positivos (do ponto de vista da empresa adquirente) verificados por Uhlenbruck *et al.* (2006) contrasta com os resultados reportados por Capron e Pistre (2002). Este fato sugere, portanto, que tais resultados foram alcançados devido a presença de recursos valiosos e difíceis de serem imitados envolvidos no processo de FA (no caso, de propriedade da empresa alvo e transferidos à adquirente).

Por fim, conforme a expectativa dos autores e consistente com as hipóteses da pesquisa, para eventos de FA que envolveram empresas não-Internet (adquirente) e outra não-Internet (alvo) não foram encontrados retornos anormais estatisticamente significantes, do ponto de vista da empresa adquirente.

Os resultados reportados por Uhlenbruck *et al.* (2006) corroboram com os resultados reportados por Patrocínio (2005) em estudo anteriormente realizado, envolvendo empresas

¹² Os países europeus considerados na pesquisa foram: Reino Unido, França, Holanda, Alemanha, Bélgica e Luxemburgo.

¹³ Os recursos transferíveis considerados na pesquisa foram: inovação, marketing e gerenciamento.

brasileiras de capital aberto. Nesse estudo de evento realizado com duas subamostras, uma delas composta por eventos envolvendo empresas intangível-intensivas e a outra amostra envolvendo empresas tangível-intensivas, Patrocínio (2005) reportou significativas diferenças dos retornos anormais acumulados entre essas duas subamostras, sempre indicando retornos positivos, no caso de eventos envolvendo empresas intangível-intensivas, e negativos para eventos envolvendo empresas tangível-intensivas.

Neste ponto, é importante ressaltar que a grande maioria dos estudos que relacionam FA e criação de valor foi realizada sob a ótica da racionalidade dos mercados e da racionalidade dos gestores tomadores de tais decisões. Uma exceção é a pesquisa realizada por Malmendier e Tate (2003 e 2004) onde os autores analisam o impacto das decisões de investimento em fusões e aquisições, sob a perspectiva das Finanças Comportamentais. No caso, os objetos de estudo são presidentes de empresas de capital aberto do mercado dos Estados Unidos da América que apresentam o viés cognitivo do excesso de confiança. Os autores reportam três resultados principais: (a) executivos que apresentam tal viés são mais propensos a envolverem as suas empresas em empreendimentos de FA e, particularmente, em processos de diversificação; (b) o efeito do otimismo se apresenta com maior intensidade entre as empresas que possuem menor dependência de financiamento por meio de emissão de novas ações, uma vez que gestores enviesados percebem as ações de suas empresas como subavaliadas pelo mercado e; (c) investidores racionais são mais céticos acerca de anúncios de FA quando realizados por gestores enviesados.

2.3 *Joint Ventures*

O nível de integração vertical de uma determinada empresa pode ser definido pela quantidade de etapas ou estágios de produção dos bens e serviços que são executados pela própria empresa. Diferentes empresas podem tomar diferentes decisões sobre o que deverá ser produzido internamente ou o que deverá ser adquirido no mercado, de outras empresas independentes. Essa decisão empresarial de produzir internamente ou adquirir produtos e serviços necessários e complementares à sua cadeia de valor é também conhecida como o “dilema fazer-ou-comprar” (BESANKO *et al.*, 2004, p. 106).

Colocando de outra forma, fazer ou comprar são dois pontos extremos do vasto conjunto de alternativas à integração vertical que as empresas podem lançar mão para estruturação de suas estratégias competitivas. Assim, alianças estratégicas são empreendimentos de risco ao longo de uma escala contínua entre, de um lado, transações em um mercado livre e, de outro, a internalização total. Lorange e Roos (1996) classificam os diversos tipos de alianças estratégicas em termos do grau de integração vertical com a empresa mãe. São elas: fusões e aquisições, participação acionária, *joint ventures*, empreendimento cooperativo formal e empreendimento cooperativo informal. A Figura 2 apresenta uma escala com os diferentes graus de intensidade das formas de alianças corporativas.



Figura 2: Graus de integração das formas de alianças com a empresa mãe

Fonte: Lorange e Roos (1996, p. 15)

A Teoria da Visão Relacional (*Relational View*) sugere que empresas podem desenvolver e obter estratégias competitivas sustentáveis através da participação em alianças cooperativas, a exemplo das *joint ventures*, alocando recursos (e.g., ativos) específicos, capaz de produzirem renda relacional (DYER, 1996; DYER e SINGH, 1998; LAVIE, 2006). Para Dyer e Singh (1998), acordos comerciais ocasionais são incapazes de gerar renda relacional, pois não são estratégias de mercado raras ou difíceis de serem imitadas. Além disso, não existe nenhum tipo de idiosincrasia no relacionamento comercial que ocorre entre as partes e que seja capaz de gerar retornos maiores que os proporcionados por uma relação cliente-fornecedor tradicional.

Nos anos recentes, *joint ventures* deixaram de ser apenas simples alianças com investimento em ativos e com propósito único de atender a restrições governamentais para entrada em mercados de países emergentes, motivação dominante nos anos precedentes. Atualmente, JV experimentaram um substancial crescimento na complexidade da natureza e propósito das alianças. É comum encontrar-se hoje JV formadas por empresas concorrentes, inclusive com trocas de tecnologias, conhecimentos e informações de forma bilateral (REUER, 2004).

Alternativamente à integração vertical, as JV são as formas de aliança estratégica preferida para transferência de *know-how* tácito, ou seja, aquele tipo de conhecimento ou tecnologia não-codificável e, portanto, muito difícil de ser patenteada. São exemplos de *know-how* tácito: conhecimento das especificidades de um mercado ou país; conhecimento de canais de distribuição, avaliação de crédito, dentre outros (HENNART, 1988). Há evidências empíricas sobre a preferência do uso de JV para transferência de conhecimentos não-codificáveis sobre contratos de licenciamento de tecnologias no caso da indústria de alumínio, especificamente na formação de JV para a produção de alumina (STUCKEY e WHITE, 1993).

2.3.1 Pesquisas realizadas sobre *Joint Ventures*

Numa tentativa de organizar os diversos estudos já realizados sobre JV, Parkhe (1996) propôs uma estrutura apoiada em quatro dimensões teóricas inter-relacionadas que tem recebido atenção dos pesquisadores. São elas: motivações para formação de JV, características e escolha dos parceiros, controle e gerenciamento de conflitos nas JV e medição do desempenho das JV. A seguir, será apresentada uma breve revisão bibliográfica acerca de trabalhos relevantes publicados sobre JV, seguindo a estrutura proposta por Parkhe (1996).

- **Motivações para formação**

Parte significativa das pesquisas realizadas sobre as JV trata da investigação das motivações para sua formação. Wille (1988) afirma que a motivação para criação de JV pode estar alocada em três grandes categorias: JV direcionadas pelos recursos (*resource-driven JV*), JV direcionadas pelo mercado (*market-driven JV*) e JV direcionadas pelo risco (*risk-driven JV*).

Por sua vez, Harrigan (1985) propôs um esquema para formação de JV baseado em três motivações: interna, externa e estratégica. As razões internas dizem respeito à divisão ou compartilhamento de riscos e de custos, de exposição à inovação e de maior acesso às fontes de recursos. Razões externas incluem riscos e tensões políticas e a concorrência no mercado global. Por fim, as motivações estratégicas relacionadas à formação de JV envolvem a possibilidade de diversificação e entrada em futuros negócios.

Outra razão para escolha de JV como alternativa estratégica advém das dificuldades de valoração do objeto da parceria. Devido à assimetria de informação existente entre a empresa-alvo de aquisição e seu potencial adquirente, existe grande oportunidade para que a empresa-alvo superestime o valor dos seus ativos ou do objeto em negociação (BALAKRISHNAN e KOZA, 1993). Neste caso, a constituição de JV apresenta-se como alternativa às fusões e aquisições.

Neste caso particular, a empresa-alvo não tem credibilidade junto à adquirente para garantir que todas as informações prestadas sobre o objeto a ser adquirido são verdadeiras e confiáveis, introduzindo incertezas no processo. Dessa forma, os valores dos ativos envolvidos na negociação serão impactados pelo problema da seleção adversa causada pela incerteza da qualidade dos ativos alvos de aquisição (AKERLOF, 1970).

- **Características e escolha dos parceiros**

Para muitos autores, a identificação e seleção de parceiros para formação de uma JV é o aspecto ou dimensão mais importante a ser considerado (PARKHE, 1996). Harrigan (1985 e 1988) argumenta que JV tem maiores probabilidades de sucesso quando os parceiros apresentam significativo grau de complementaridade em certos atributos. Alguns atributos reportados pela autora são: missão, recursos, capacidade de gestão, dentre outros.

Geringer (1991) definiu de forma mais precisa a noção de complementaridade entre parceiros que, embora importante, permanecia um pouco vaga até então. Sugeriu duas dimensões para critério de escolha do parceiro: a primeira, relacionada à atividade (*task-related*) e a segunda, relacionada ao parceiro em si (*partner-related*). A dimensão relacionada à atividade inclui fatores associados às habilidades operacionais e recursos necessários ao sucesso empresarial da JV, tais como: recursos financeiros, tecnológicos, acesso à matéria prima, acesso a canais de distribuição e outros. A dimensão relacionada ao parceiro inclui fatores relacionados à eficiência e efetividade da cooperação, tais como: nacionalidade do parceiro, cultura e confiança entre os executivos das empresas formadoras da JV.

- **Controle e gerenciamento de conflitos**

Os problemas e conflitos encontrados na gestão das JV advêm, principalmente, do fato delas possuírem mais de um controlador ou dono. E em geral, com poder de mando compartilhado e simétrico (PARKHE, 1996).

Outra importante fonte de conflito é a possibilidade de um dos parceiros adotar comportamento oportunista. Esse ponto torna-se extremamente relevante no caso de haver assimetria de informação entre os parceiros. As possibilidades de conflitos causadas pela utilização de comportamento oportunista por um dos parceiros da aliança decorrem, principalmente, de problemas de seleção adversa (AKERLOF, 1970), dano ou risco moral, *hold up* (BARNEY, 2002) e problemas de agência (JENSEN e MECKLING, 1976).

- **Medição do Desempenho**

Um ponto que ainda permanece aberto a muitas críticas é quanto à medição do desempenho e dos resultados atingidos pelas JV. A utilização de indicadores financeiros tradicionais parece não ser suficiente para explicar o sucesso ou o fracasso das alianças estratégicas. Outros indicadores, tais como: *market share*, duração e sobrevivência das JV também se mostraram insuficientes (PARKHE, 1996).

Algumas das razões sugeridas por Parkhe para este fato podem ser: (a) desconhecimento dos objetivos e motivos verdadeiros da existência da JV, e não declarados pelas empresas controladoras; (b) desempenho financeiro medíocre pode ser aceitável se a JV for um centro de custos, com o objetivo, por exemplo, de funcionar como fonte de obtenção de conhecimento que será aproveitado de forma sinérgica por suas controladoras; (c) período de duração e sobrevivência podem estar associados com a existência de altas barreiras de entrada, e não com o sucesso da JV em si.

Venkatraman e Ramanujam (1986) argumentam que utilizar uma simples fórmula como instrumento de medida para aferição dos resultados de alianças estratégicas e JV é uma ação restrita e pouco eficaz. Sugerem que resultados devam ser capturados por uma combinação das medidas financeiras (que os autores denominaram de domínio financeiro), operacionais

(domínio financeiro associado ao desempenho operacional) e de efetividade (domínio organizacional).

2.3.2 *Joint Ventures* e a criação de valor para as empresas envolvidas

Diversos estudos empíricos relacionam anúncio de formação de alianças estratégicas com a criação de valor para as empresas envolvidas (HARRINGAN, 1988; GLEASON, MATHUR e WIGGINS, 2003). Particularmente, no caso específico de anúncios de formação de *joint ventures*, a literatura é bastante vasta e abrangente (MCCONNELL e NANTELL, 1985; KOH e VENKATRAMAN, 1991; MADHAVAN e PRESCOTT, 1995; DAS, SEN e SENGUPTA, 1998; HARRINGAN, 1988; GLEASON, MATHUR e WIGGINS, 2003; WOOLRIDGE e SNOW, 1990; OLIVEIRA NETO, KAYO e BARROS, 2008).

McConnell e Nantell (1985), em trabalho seminal realizado com 210 empresas norte-americanas, envolvendo 136 *joint ventures* no período compreendido entre 1972-1979, reportaram que anúncios de formação de JV apresentaram correlação positiva e estatisticamente significativa com o retorno das ações das suas empresas controladoras, considerando o dia do anúncio.

Estudos empíricos realizados por Harrigan (1988) com uma amostra de 895 alianças estratégicas, abrangendo 23 diferentes indústrias no período de 1974 a 1985, sugerem que as alianças estratégicas (incluindo as *joint ventures*) que alcançam melhores resultados são aquelas em que as empresas participantes estão relacionadas verticalmente (em produtos, mercados e/ou tecnologias) com o objeto da aliança, ou mesmo relacionadas horizontalmente entre si, do que outras que não estão verticalmente ou horizontalmente relacionadas.

Resultado semelhante foi apontado por Koh e Venkatraman (1991) em estudo realizado com uma amostra de 175 anúncios de formação de *joint ventures*. Os autores reportaram que *joint ventures* formadas por empresas controladoras que possuem atividades relacionadas, isto é, tanto as empresas controladoras quanto a *joint venture* formada por elas atuam no mesmo segmento de produto ou mercado, obtêm na média, retornos anormais maiores que outras *joint ventures* formadas com propósitos não-relacionados às atividades das suas controladoras.

Um outro estudo desenvolvido por Madhavan e Prescott (1995) sugere que os retornos anormais obtidos pelo anúncio de formação de *joint venture* estão relacionados com a clareza e facilidade com a qual essa informação é recebida pelos investidores. Argumentam que a habilidade dos investidores em perceber claramente os benefícios originados por uma determinada *joint venture* é fator crítico nesse processo.

Das, Sen e Sengupta (1998) sugerem que anúncios atribuídos à formação de alianças estratégicas tecnológicas obtêm, na média, retorno anormal maior que anúncios relacionados a alianças de mercado. Empresas que implementam alianças tecnológicas sugerem possuir produtos em início de ciclo de vida, prometendo melhores retornos no longo prazo. Ao contrário, alianças de mercado possuem como fonte de benefícios apenas a estimulação da demanda.

No Brasil, poucas pesquisas foram realizadas sobre *joint ventures*, quer sejam formadas entre empresas de capital nacional, multinacionais ou entre ambas. Nota-se que a grande maioria dos trabalhos publicados está relacionada à investigação das motivações da formação das alianças estratégicas, sendo em quase sua totalidade pesquisas de natureza qualitativa (MATOS e SANTOS JÚNIOR, 1998; RUFFONI e ZAWISLAK, 2000; FERREIRA, 2003).

Uma exceção é o estudo de evento conduzido por Oliveira Neto, Kayo e Barros (2008) para analisar a influência dos anúncios de formação de alianças estratégicas (incluindo as *joint ventures*) sobre os preços das ações das empresas participantes das alianças. Os resultados obtidos a partir de uma amostra constituída por 147 anúncios de formação de alianças estratégicas, publicados no período de 1996 a 2006, envolvendo 48 empresas de diferentes setores, sugerem que o mercado brasileiro de capitais reage positivamente a anúncios de formação de alianças e de maneira bastante consistente com a Hipótese de Eficiência dos Mercados. Quando a amostra é dividida para se levar em conta os diferentes tipos de alianças, os resultados apontam que as *joint ventures*, em particular, criam mais valor que outras formas de alianças.

Portanto, conforme pode ser evidenciado nesta revisão bibliográfica, todos os estudos precedentes sobre *joint ventures* e o seu relacionamento com a criação de valor foram realizados sob o paradigma da completa racionalidade dos investidores (HEM) e sob a ótica de gestores isentos de vieses cognitivos. Nesta pesquisa, anúncios de *joint ventures* se juntam aos anúncios de fusões, aquisições e demais anúncios que formam o conjunto das decisões de

investimentos estratégicos tomadas pelos gestores das empresas brasileiras de capital aberto, que objetivaram capturar as oportunidades de crescimento disponibilizadas para as suas empresas nos últimos 5 anos.

Diferentemente dos estudos precedentes, nesta pesquisa a criação de valor gerada pelas empresas a partir dos anúncios de investimentos estratégicos é analisada pela ótica das Finanças Comportamentais Corporativas. Ou seja, leva-se em conta a existência dos vieses cognitivos do otimismo e/ou da confiança excessiva, eventualmente presentes entre os gestores das empresas objetos do estudo, como potencial variável influenciadora da criação (destruição) de valor para as empresas.

2.4 A Hipótese de Eficiência dos Mercados

De acordo com a teoria tradicional para valoração de ativos, o valor de mercado das empresas é obtido a partir da soma de duas parcelas. A primeira, representada pelo valor presente líquido da expectativa de fluxos de caixa futuros gerados pela empresa a partir dos seus ativos e das suas operações atuais. A segunda, pelo valor presente líquido da expectativa de fluxos de caixa futuros gerados a partir das oportunidades de crescimento que se vislumbram disponíveis para serem capturadas pela empresa.

As oportunidades de crescimento, nesse caso, são os projetos selecionados pelos gestores das empresas ao longo do tempo. Fusões, aquisições, formação de *joint ventures*, construção e expansão de novas plantas, dentre outros investimentos, são algumas das opções disponíveis que podem ser escolhidas pelos gestores como alternativas para viabilizar o crescimento das suas empresas. Assim, o valor de mercado de uma determinada empresa pode ser expresso pela equação:

$$VE = \sum_{t=1}^N \frac{FC(\text{Ativos atuais})_t}{(1+k)^t} + \sum_{t=1}^N \frac{FC(\text{Oportunidades})_t}{(1+k)^t} \quad \text{Equação 1}$$

Onde,

VE representa o valor presente líquido da empresa;

FC (*Ativos atuais*) $_t$ é o fluxo de caixa livre do patrimônio líquido da empresa no instante de tempo t ;

FC (*Oportunidades*) $_t$ é o fluxo de caixa líquido das oportunidades de crescimento da empresa no instante de tempo t ;

k é a taxa de desconto adotada para o fluxo de caixa, representada, em geral, por uma ponderação entre o custo de oportunidade do capital do acionista e o custo médio das dívidas da empresa;

N representa o período de tempo adotado para a valoração da empresa.

Entretanto, o valor da empresa modifica-se constantemente na medida em que novas informações sobre o mercado de ações como um todo ou novas informações específicas sobre a própria empresa chegam ao mercado financeiro e modifiquem a expectativa do mercado à cerca dos fluxos de caixa gerados por seus ativos atuais e futuros.

A Hipótese de Eficiência dos Mercados (HEM) tem como principal objeto de análise a eficiência informacional. A eficiência informacional pode ser explicada por meio do conceito de mercado no qual os preços das ações forneçam sinais precisos para a alocação de recursos, ou seja, um mercado em que as empresas possam tomar decisões de produção e investimentos; e os investidores possam escolher as ações das empresas sob o pressuposto de que os seus preços reflitam plenamente, em qualquer tempo, todas as informações disponíveis (FAMA, 1970). A esse mercado, cujo preço das ações reflete integralmente as informações disponíveis, Fama denominou de mercado eficiente.

A HEM é também associada à ideia de um passeio aleatório (*random walk*), cujo termo é usado na literatura de Finanças Corporativas para caracterizar uma série de preços em que todas as mudanças nos preços futuros se movem aleatoriamente partindo de preços passados. Conseqüentemente, os preços das ações teriam um comportamento aleatório e a correlação entre retornos correntes e retornos passados seria zero. A lógica por trás da ideia de passeio aleatório é de que o fluxo de informações é inexorável, e tais informações são imediatamente refletidas nos preços dos ativos. Assim, alterações nos preços futuros refletirão somente informações futuras e serão ortogonais às mudanças de preços ocorridas no passado. Como

notícias são, por definição, imprevisíveis, então, alterações nos preços dos ativos também serão imprevisíveis (MALKIEL, 2003).

Como base nessa suposição, Fama (1970) dividiu a eficiência informacional¹⁴ em três categorias principais: forma fraca, forma semiforte e forma forte. Um mercado é considerado eficiente em uma forma fraca quando incorpora integralmente a informação contida em preços passados. Ou seja, nesse tipo de mercado, admite-se que não é possível obter retornos anormais com base em retornos históricos. Por outro lado, um mercado eficiente em sua forma semiforte pressupõe que os preços das ações devem refletir instantaneamente todas as informações disponíveis. Portanto, nesse caso, admite-se não ser possível obter ganhos anormais com base em informações tornadas públicas.

Por fim, um mercado eficiente em sua forma forte foi definido por Fama (1970) como sendo aquele em que os preços refletem toda a informação, publicamente disponível ou privada. Ou seja, nessa forma de eficiência de mercado, admite-se que mesmo os agentes que possuam informações privilegiadas (*insider traders*) não teriam condições de obter retornos anormais com o uso delas. Entretanto, o próprio Fama (1991) reconhece a fragilidade desta hipótese ao comentar sobre as dificuldades da realização de testes empíricos para validação desta hipótese. Ele afirma que “... evidência em que gestores profissionais de fundos de investimento (fundos mútuos e fundos de pensão) possuam informação privada é, entretanto, obscura, turva...”¹⁵ (p. 1577).

A HEM postula que a competição entre os diversos investidores conduzirá os preços dos ativos para o seu valor fundamental (conforme definido pela Equação 1), uma vez que todos os investidores buscam, racionalmente, excesso de retorno para as suas carteiras de investimento. A HEM não assume que todos os investidores são racionais. Assume, entretanto, que o mercado é racional. A HEM também não assume que o mercado pode prever o futuro, mas assume que o mercado pode fazer previsões não enviesadas acerca do futuro.

¹⁴ Ao formular as hipóteses do mercado eficiente, Fama (1970) determinou três condições suficientes (porém não necessárias) para a eficiência de mercado: (a) não há custos de transação na negociação das ações; (b) toda informação disponível pode ser obtida sem custos para todos os participantes do mercado; (c) todos concordam com as implicações das informações correntes para os preços correntes e para a distribuição dos preços futuros de cada ação (expectativas homogêneas).

¹⁵ Tradução de: “...evidence on whether professional investment managers (mutual fund and pension fund) have private information is, however, murky, clouded...”

Entretanto, tais assertivas têm sido progressivamente contestadas no campo das Finanças Comportamentais. A seguir, será feita uma breve revisão das principais críticas à Hipótese de Eficiência dos Mercados.

2.4.1 Críticas à HEM

A grande maioria dos estudos de finanças assume a completa racionalidade dos agentes econômicos atuantes no mercado. Estes agentes são supostamente capazes de desenvolverem previsões não enviesadas sobre eventos futuros e utilizarem tais previsões para tomar as decisões que melhor atendam aos seus interesses. Entretanto, o investidor individual tipicamente falha em diversificar sua carteira de investimentos, que por vezes é composta por ações de uma única empresa ou de um pequeno grupo de empresas (LEASE, LEWELLEN e SCHLARBAUM, 1974). Existem evidências que investidores negociam suas ações tanto baseados em informações quanto em ‘ruído’ ou *noise*¹⁶ (BLACK, 1986). De Bondt e Thaler (1985), por exemplo, argumentam que investidores são sujeitos a ondas de otimismo e pessimismo que fazem com que os preços dos ativos se desviem sistematicamente do seu valor ‘correto’ ou fundamental. Assim, investidores às vezes sub-reagem e outras vezes sobrerreagem com determinadas informações divulgadas pelo mercado. Tal sobrerreação a eventos ou notícias passadas é consistente com o modelo comportamental de representatividade heurística proposto por Kahneman e Tversky (1979), que prescreve que investidores são excessivamente confiantes em suas habilidades de previsão tanto dos preços futuros das ações quanto dos valores futuros de dividendos a serem pagos pelas empresas.

Ou seja, para estudiosos das Finanças Comportamentais o preço de um determinado ativo pode se desviar do seu valor fundamental, sendo que tal desvio é proporcionado pela presença de investidores ‘não completamente racionais’ operando no mercado. Estes investidores não-racionais são conhecidos em parte da literatura de Finanças como *noise traders* ou investidores desinformados (KYLE, 1985; BLACK, 1986).

O argumento contrário a essa assertiva advém de Friedman (1953), que sustenta que os investidores racionais irão, rapidamente, se aproveitar das oportunidades e desvios

¹⁶ O termo *noise* foi empregado por Black (1986) em contraste ao termo informação. Por vezes, investidores operam baseados irracionalmente em ‘ruídos’, tomando-os como se fossem informações. Neste caso, segundo Black (1986), não será possível para o investidor fazer lucro ou obter excesso de retorno sistemático.

proporcionados pelo outro grupo menos racional, num processo conhecido como arbitragem. O argumento proposto por Friedman (1953) baseia-se em dois pontos centrais. Primeiro, assim que, por algum motivo, o preço de algum ativo desvia-se do seu valor fundamental, é criada uma oportunidade atrativa de investimento. Segundo, investidores racionais presentes no mercado rapidamente perceberão e se aproveitarão de tal oportunidade, reconduzindo o preço do ativo para o seu valor correto.

Mais precisamente, as bases teóricas da HEM sustentam-se em três argumentos principais: (a) investidores são assumidos como racionais e, portanto, assume-se que tais investidores precificam os ativos racionalmente; (b) mesmo que existam alguns investidores não-rationais presentes no mercado, tais investidores negociam suas ações de forma aleatória, fato que anulará qualquer efeito ou influência sobre o preço real dos ativos e; (c) mesmo que tais investidores não-rationais negociem seus ativos de forma semelhante, eles serão confrontados por agentes racionais que arbitram no mercado, eliminando essa influência sobre os preços dos ativos (SHLEIFER, 2000).

Barberis e Thaler (2003) definem arbitragem, *stricto sensu*, como sendo uma estratégia de investimento que oferece lucros sem riscos e sem custos. Entretanto, argumentam os autores, quando o preço de determinado ativo se encontra largamente afastado do seu valor fundamental, as estratégias disponíveis para correção deste valor podem se mostrar arriscadas e caras, tornando-se pouco atrativas. Como resultado, o preço do ativo permanecerá afastado do seu valor fundamental por um maior período de tempo.

No campo das Finanças Comportamentais, a abordagem alternativa denominada 'abordagem dos investidores irracionais' assume que a arbitragem existente no mercado de ações é imperfeita e que os desvios causados pelos investidores não-rationais não poderão ser prontamente corrigidos pelos demais operadores racionais. O primeiro limite prático à arbitragem está associado à eliminação do risco fundamental do ativo objeto de arbitragem. Em outras palavras, se o arbitrador compra (vende) uma determinada ação que acredita estar subapreciada (sobreapreciada), ele deverá se proteger vendendo (comprando) outras ações que sejam substitutas idênticas das primeiras. O problema é que as ações substitutas disponíveis no mercado raramente são *hedge* perfeitos, tornando impossível eliminar totalmente o risco fundamental associado ao ativo arbitrado. Além do mais, mesmo que existisse um ativo substituto perfeito e disponível, ainda restaria o risco específico ou idiossincrático do ativo objeto de arbitragem (BARBERIS e THALER, 2003).

O segundo limite à arbitragem está associado à presença de investidores desinformados (*noise traders*) no mercado. Tais operadores podem elevar consideravelmente, no curto prazo, os riscos de um ativo objeto de arbitragem, desviando ainda mais o preço desse ativo do seu verdadeiro valor. Esse fato pode forçar o arbitrador a liquidar imediatamente a sua posição, realizando consideráveis prejuízos na operação de arbitragem (SHLEIFER e VISHNY, 1997). A presunção de que arbitradores operam num horizonte de curto prazo (e, portanto, sofrem pressões de curto prazo) é essencial para estabelecer limites à arbitragem, mesmo nos casos em que possam existir ativos perfeitamente substitutos. Arbitradores, geralmente, não operam com seus próprios recursos, mas sim como agentes responsáveis pelo gerenciamento de investimento de terceiros. Mas precisamente, como define Shleifer (2000), o processo de arbitragem “... é conduzido, relativamente, por poucos profissionais, investidores altamente especializados que combinam seus conhecimentos com recursos de outros investidores, assumindo fortes posições”¹⁷ (p. 89). Portanto, uma vez que arbitradores são avaliados pelos investidores em horizonte relativamente de curto prazo e são pagos por estes em função dos (bons) resultados alcançados, ativos com preços afastados do seu valor fundamental, mas que levarão um longo tempo para sua recuperação, não aumentarão a agressividade dos arbitradores na procura desses papéis.

Por fim, um outro limite à arbitragem é imposto pelos custos de implementação da operação. Custos de transação, tais como: comissões de corretagem, *spreads* de compra e venda, custos para busca e avaliação de oportunidades de arbitragem, taxas cobradas para ‘aluguéis’ de ações, dentre outras, podem tornar um potencial ativo objeto de arbitragem menos atrativo para ser explorado, diminuindo assim o interesse de arbitradores na implementação da operação (BARBERIS e THALER, 2003).

2.4.2 Outras medidas de eficiência dos mercados

Além da eficiência informacional, a medida de eficiência dos mercados pode assumir diferentes dimensões. Para Ross, Westerfield e Jaffe (1995), a principal função dos mercados financeiros é ajustar os diferentes padrões intertemporais de consumo às preferências dos diferentes indivíduos, permitindo assim que os recursos financeiros possam ser eficientemente

¹⁷ Tradução de: “... is conducted by relatively few professional, highly specialized investors who combine their knowledge with resources of outside investors to take large positions”.

alocados de agentes com escassas oportunidades de investimento e abundância de recursos para agentes possuidores de grandes oportunidades de investimento e escassez de recursos financeiros (i.e., eficiência alocacional).

Alguns autores consideram a eficiência de mercado em termos de quanto o preço de um ativo se desvia do verdadeiro valor da empresa. Quanto menores e menos persistentes são os desvios, mais eficiente é o mercado. Neste conceito de eficiência de mercado, não é exigido que o preço de mercado seja igual, a todo o momento, ao verdadeiro valor. A única condição exigida é que os erros nos preços de mercado ocorram de forma aleatória e não enviesada (DAMODARAN, 2004).

Outra forma de se avaliar a eficiência de mercado é ver quão rapidamente e quão bem os mercados reagem a novas informações. O valor do ativo deve aumentar (ou diminuir) quando novas informações que afetem o fluxo de caixa, o crescimento ou o risco do ativo chegarem ao mercado. Nesse conceito, em um mercado eficiente, o preço do ativo vai se ajustar instantaneamente e, na média, corretamente às novas informações, conforme mostrado no Gráfico 1 (DAMODARAN, 2004; ROSS, WESTERFIELD e JAFFE, 1995).

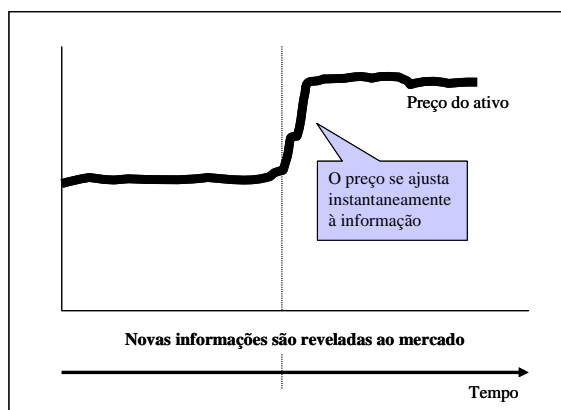


Gráfico 1: Ajuste de preços em um mercado eficiente
Fonte: Adaptado de Damodaran (2004, p. 135)

Em mercados pouco eficientes, o ajuste será mais vagaroso se os investidores levarem mais tempo para avaliar o impacto da informação sobre o valor. O Gráfico 2 apresenta exemplo, de forma esquemática, de um mercado que incorpora lentamente novas informações nos preços.

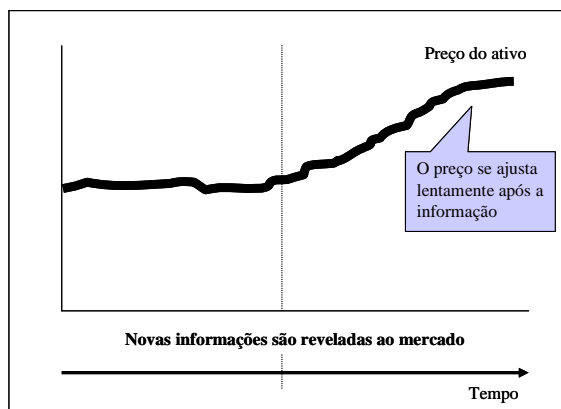


Gráfico 2: Um mercado que aprende devagar
 Fonte: Adaptado de Damodaran (2004, p. 135)

Por outro lado, o mercado poderia se ajustar instantaneamente a novas informações divulgadas, entretanto, superestimando (ou subestimando) o efeito das novas informações sobre o valor. Assim sendo, o preço do ativo vai aumentar (ou diminuir) mais do que deveria, necessitando de ajuste posterior. O Gráfico 3 apresenta exemplo de um mercado ineficiente reagindo exageradamente a novas notícias.

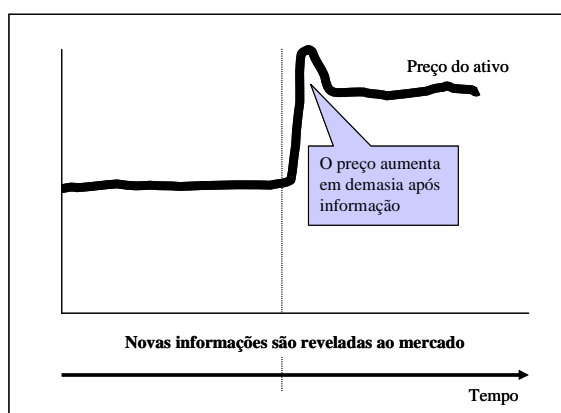


Gráfico 3: Um mercado reagindo exageradamente
 Fonte: Adaptado de Damodaran (2004, p. 136)

Conforme vimos anteriormente, De Bondt e Thaler (1985) argumentam que os participantes do mercado constantemente sobrerreagem a novas informações de quaisquer naturezas disponibilizadas ao mercado. Essa constatação é assumida como desvio da racionalidade dos agentes econômicos e é atribuída aos diversos vieses cognitivos a que os participantes do mercado estão sujeitos.

Contra-pondo-se a esses argumentos, Brown, Harlow e Tinic (1988) argumentam que a racionalidade não implica em que uma determinada informação seja assimilada instantaneamente. Segundo esses autores, na presença de informações incertas, investidores racionais e avessos a riscos tenderão a sobre-reagir ao receberem notícias desfavoráveis e a sub-reagir no caso do recebimento de notícias favoráveis. Os autores demonstraram empiricamente que, para amostras grandes (i.e., mais de 9000 eventos; incluindo eventos favoráveis e não-favoráveis), as mudanças de preços subsequentes à mudança inicial proporcionada pelo evento serão seguidas por retornos positivos. Entretanto, quando consideradas as ações individualmente, as mudanças de preço dos ativos seguem um padrão aleatório, consistente com a hipótese de *random walk*.

No caso do mercado brasileiro de ações, existem diversas evidências empíricas de que o mercado se comporta como *random walk* e opera na forma de eficiência semiforte (ver LUCCHESI e FAMÁ, 2007; PATROCÍNIO, 2005; OLIVEIRA NETO *et al.*, 2008). Entretanto, Minardi (2004) evidencia que existe alguma previsibilidade em dados de preços passados no mercado brasileiro – o que é contrário à tese do *random walk*.

A autora conclui que as premissas que sustentam as técnicas grafistas não podem ser refutadas de maneira tão enfática quanto eram pelos primeiros estudos de eficiência de mercado. Sugere que uma possível explicação para a evidência de previsibilidade detectada reside na irracionalidade dos investidores. Como os investidores não reagem de maneira completamente racional a novas informações, algumas tendências existentes em séries passadas de preços persistem, pois não são largamente exploradas de maneira racional e, portanto, não desaparecem (MINARDI, 2004).

A eficiência de mercado tem sido um dos tópicos mais estudados em Finanças Corporativas nos anos recentes. A existência de um vasto conjunto de trabalhos empíricos sobre o tema tem contribuído para sustentar a crença de que os mercados financeiros são informacionalmente eficientes com respeito às informações públicas disponíveis. Isto significa que os preços dos ativos refletem todas as informações públicas e reagem rapidamente à divulgação de novas informações que possam afetar os preços ou retornos das ações (BREALEY e MYERS, 2003).

Apesar dos vários argumentos contrários, a Hipótese de Eficiência dos Mercados postulada por Fama (1970 e 1991) trouxe contribuições relevantes para a teoria financeira e para o entendimento do funcionamento do mercado. Nesta pesquisa, optou-se por adotar a HEM

como um dos referenciais teóricos da investigação empírica que será conduzida. Além disso, a irracionalidade objeto de estudo na pesquisa situa-se do lado dos gestores das empresas e não do lado dos investidores que estão operando no mercado. Embora a irracionalidade de gestores e investidores possa coexistir, ainda não existe um modelo teórico suficientemente robusto que trate simultaneamente os vieses cognitivos de gestores e investidores (BAKER, RUBACK e WURGLER, 2005).

2.5 Finanças Comportamentais

A maioria dos estudos em Finanças Corporativas assume como premissa a completa racionalidade¹⁸ dos agentes econômicos participantes das relações de troca estabelecidas no mercado. Isso implica que esses agentes são capazes de desenvolver previsões não enviesadas sobre o futuro e utilizar tais previsões para a tomada de suas decisões. Como decorrência prática dessa premissa, gestores e investidores assumem que os mercados são eficientes e refletem a todo instante o verdadeiro valor dos ativos negociados (BARBERIS e THALER, 2003).

Em outras palavras, o paradigma tradicional, construído a partir de uma abordagem microeconômica neoclássica, assume que: (a) os indivíduos que atuam nos mercados financeiros são capazes de atualizar corretamente suas crenças após receberem novas informações, conforme descrito pelo teorema de Bayes e; (b) suas decisões são consistentes com o conceito de Utilidade Esperada Subjetiva, conforme apresentado por Savage (1954). A Utilidade Esperada Subjetiva é um método de decisão na presença de risco e incerteza, que combina dois conceitos subjetivos: a função utilidade pessoal e a função distribuição de probabilidade pessoal (também baseada no teorema de Bayes).

Os fundamentos da eficiência dos mercados se apóiam nos conceitos axiomáticos estabelecidos por Von Neumann e Morgenstern (1944) relacionados à tomada de decisão por agentes racionais¹⁹. Para estes autores, as decisões dos agentes relativas a escolhas com presença (ou não) de incerteza, estão governadas por uma função utilidade, geralmente côncava (denotando a aversão ao risco), através da qual os agentes julgam os benefícios

¹⁸ Na economia neoclássica, o conceito de racionalidade é definido como sendo o comportamento que maximiza a utilidade pessoal, considerando as diversas restrições econômicas.

¹⁹ Conhecida na literatura como *Expected Utility Theory* ou *Von-Neumann Morgenstern utility*.

(*payoffs*) das diferentes alternativas e elegem a melhor de acordo com a utilidade esperada de cada uma delas.

Para Simon (1955), a racionalidade diz respeito à escolha ou seleção de alternativas de comportamento preferenciais relativas a algum sistema de valores em que as consequências desse comportamento possam ser avaliadas. Colocando de outra forma, o processo racional de tomada de decisão envolve três etapas: (a) uma lista contendo todas as alternativas de estratégias (i.e., comportamentos) possíveis; (b) a determinação precisa de todas as consequências (*payoffs*) advindas de cada estratégia existente e; (c) a avaliação comparativa entre todas as consequências possíveis.

Simon (1955) sustenta ser impossível para um tomador de decisão, individual e isoladamente, atingir tal grau de racionalidade, pois tanto a quantidade de alternativas que o gestor deverá explorar quanto a quantidade de informação a ser avaliada são tão grandes que se constitui em tarefa impossível de ser concebida, mesmo para uma simples aproximação do objetivo da racionalidade. A racionalidade, portanto, implica no completo conhecimento da exata consequência de cada alternativa de decisão possível de ser escolhida.

Entretanto, na vida real o conhecimento é incompleto. Tomadores de decisão não possuem mais que conhecimentos rudimentares das condições que contextualizam suas ações. Além do mais, como as consequências somente serão materializadas ou percebidas no futuro, os gestores são obrigados a usar da imaginação para antecipar tais resultados, o que necessariamente introduz imperfeições no processo de tomada de decisão. Ou seja, os limites da racionalidade conduzem apenas à tomada de decisões ‘satisfatórias’, e não ‘ótimas’ (SIMON, 1955).

Na década de 70, os trabalhos de Tversky e Kahneman (1974) e Kahneman e Tversky (1979) estabeleceram as bases da Teoria do Prospecto, cujos fundamentos desafiam o paradigma estabelecido por Von Neumann e Morgenstern (1944). Nessa teoria, a tomada de decisão dos agentes é influenciada pela forma como as decisões são apresentadas; por probabilidades subjetivas que superestimam as chances pequenas e subestimam as chances maiores; por regras heurísticas simplificadoras que tornam as decisões subótimas; e por outros vieses cognitivos (SHEFRIN, 2000).

O campo das Finanças Comportamentais surge como novo paradigma teórico para entendimento das decisões tomadas por gestores e demais agentes participantes do mercado. Nesse paradigma são estudados modelos menos restritivos que os propostos por Von Neumann e Morgenstern (1944) e Savage (1954). Também, a presunção da completa eficiência dos processos de arbitragem como mecanismo disciplinador dos preços do mercado é relativizada. Mais especificamente, as Finanças Comportamentais se apóiam em dois pilares principais: a psicologia cognitiva e os limites à arbitragem. A psicologia cognitiva descreve com mais detalhe os possíveis desvios da racionalidade pura que podem responder por distorções detectadas na tomada das decisões, enquanto os limites à arbitragem relacionam-se ao entendimento de quais circunstâncias as forças de arbitragem atuam efetivamente como mecanismo de correção dos preços do mercado²⁰ (RITTER, 2003).

Thaler e Barberis (2003) apontam que desvios em relação ao comportamento racional são intrínsecos à natureza humana e devem ser incorporados à análise econômica como uma extensão natural dos modelos tradicionais, uma vez que tais desvios têm importantes implicações econômicas. Como decorrência, para que se possam construir modelos que produzam previsões mais detalhadas sobre os fenômenos de interesse em Finanças Corporativas, é necessário especificar a natureza e a forma da irracionalidade dos agentes. Em outras palavras, de que maneira o comportamento dos agentes diverge da teoria normativa tradicional. Nesse contexto, a psicologia desempenha um papel fundamental, ao fornecer o embasamento teórico que explica os vieses cognitivos que influenciam as preferências, o comportamento e as decisões das pessoas. Nas próximas seções serão analisados alguns desses vieses cognitivos.

2.5.1 Vieses no processo cognitivo

As pesquisas no campo das Finanças Comportamentais acumulam evidências de que os indivíduos violam o axioma da transitividade, ignoram a lei dos grandes números, dão pouca importância a informações relevantes, superestimam informações irrelevantes e confiam exageradamente nas próprias previsões sobre eventos incertos (CONLISK, 1996). Alguns

²⁰ Shleifer e Summers (1990) foram os primeiros a definir os limites à arbitragem e a psicologia cognitiva como os dois pilares fundamentais sobre os quais as Finanças Comportamentais se apóiam. Na seção 2.4.1 discorreu-se sobre os principais tópicos relacionados aos limites à arbitragem. Para uma leitura mais aprofundada sobre o tema, ver Barberis e Thaler (2003) e Shleifer (2000).

desvios da racionalidade que possuem relevância no campo das Finanças Comportamentais serão explorados a seguir.

2.5.1.1 Simplificações heurísticas ou regras de bolso

Heurísticas, ou regras de bolso, simplificam o processo de tomada de decisão. Entretanto, tais simplificações podem introduzir vieses no processo decisório, notadamente quando ocorrem mudanças de cenário. Benartzi e Thaler (2001) reportam evidências de que muitas pessoas seguem a regra $1/N$ para alocação de recursos financeiros nas suas carteiras de investimento para aposentadoria. Isto é, quando confrontadas com N alternativas de investimento, muitas pessoas utilizam a regra $1/N$ de alocação, distribuindo uma mesma fração dos seus recursos pelos fundos de investimento disponíveis. Tal escolha pode conduzi-las a uma decisão de investimento subótima.

Tversky e Kahneman (1974) identificam três heurísticas utilizadas usualmente na estimativa de probabilidades e na previsão de valores que conduzem a erros sistemáticos: a heurística da representatividade (*representativeness heuristic*); a heurística da disponibilidade (*availability heuristic*); e a ancoragem (*anchoring*).

A heurística da representatividade corresponde ao predomínio da influência de estereótipos irrelevantes ou de analogias ingênuas (*naïve*) sobre as decisões dos indivíduos sob incerteza. Para Tversky e Kahneman (1974), as pessoas estimam a probabilidade de que o objeto A pertença à classe B ou de que o evento A decorra do processo B com base no “... grau em que A é representativo de B , isto é, em que parece com B ”²¹ (p. 1124). Assim, estereótipos tendem a prevalecer sobre as reais probabilidades de ocorrência de eventos anteriores, enviesando as decisões dos indivíduos sob condição de incerteza. Essa heurística também pode se desdobrar num viés conhecido na literatura por ‘falácia do jogador’ (*gambler’s fallacy*). Esse viés é representado pela crença de que a ocorrência recente de determinados resultados em uma sequência de eventos aleatórios independentes aumente a probabilidade de resultados diferentes no futuro. Por exemplo, se num jogo de roleta o vermelho é sorteado três vezes seguidas, acredita-se então que a probabilidade de ocorrer preto aumentará; ou se o índice de preços das ações subir em três dias consecutivos, a probabilidade de realização de lucros

²¹ Tradução de: “...by the degree to which A is representative of B , that is, by the degree to which A resembles B ”.

aumentará. Pesquisa realizada por Clotfelter e Cook (1993) mostra que as pessoas não apostam em números de loteria sorteados recentemente.

Por processos semelhantes, a heurística da representatividade induz os indivíduos a negligenciar o tamanho da amostra (*sample size neglect*), estimando a probabilidade de uma estatística como sendo análoga à da população, independentemente do tamanho da amostra.

Por meio da heurística da disponibilidade as pessoas “... estimam a frequência de uma classe ou a probabilidade de um evento pela facilidade com que instâncias ou ocorrências podem ser trazidas à mente”²² (TVERSKY e KAHNEMAN, 1974, p. 1127). Seus julgamentos seriam influenciados pela facilidade com que as ocorrências de eventos podem ser lembradas ou resgatadas. Eventos mais recentes, mais familiares ou julgados como mais importantes têm uma maior probabilidade de serem recuperados pela memória. Um exemplo desse tipo de viés é que trabalhadores desempregados frequentemente superestimam a taxa de desemprego, enquanto os empregados a subestimam. Um outro exemplo da influência dos eventos mais visíveis (ou salientes) foi fornecido por Slovic, Fischhoff e Lichtenstein (1979). Os autores mostram que as pessoas acham que homicídios nos Estados Unidos representam uma causa de morte mais importante do que derrame cerebral, a despeito do fato de que para cada morte por homicídio ocorrem 11 mortes por derrame cerebral. Uma provável explicação é que mortes por homicídio são mais expostas (ou salientadas) pela mídia que as mortes causadas por derrame cerebral.

A terceira regra de bolso identificada por Tversky e Kahneman (1974), denominada de ancoragem, consiste na tendência dos indivíduos em ter suas estimativas extremamente influenciadas por crenças e opiniões prévias ou por eventos relevantes. Colocando de outra forma, estimativas feitas originalmente com base em evidências frágeis não são revisadas pelo indivíduo mesmo quando informações de melhor qualidade refutam posteriormente suas crenças iniciais (Rabin, 1998). Por exemplo, numa previsão numérica, quando já existe um valor relevante (âncora) disponível e conhecido, as pessoas fazem estimativas a partir desse valor inicial conhecido (âncora). Depois, são feitos os ajustamentos necessários com o objetivo de produzir a resposta numérica final procurada. A âncora pode tanto ser sugerida na formulação do problema quanto pode ser o resultado parcial de alguma etapa de cálculo

²² Tradução de: “...assess the frequency of a class or the probability of an event by the ease with which instances or occurrences can be brought to mind”.

anterior. Em ambos os casos, as manipulações e ajustamentos tipicamente realizados sobre essa âncora são insuficientes para produzir a resposta final do problema.

2.5.1.2 Dependência de contexto (*Framing*)

Em outro artigo importante, Tversky e Kahneman (1981) introduziram a noção da dependência de contexto (*framing*). Nesse artigo, os autores mostram que os princípios psicológicos que regem a percepção do problema objeto da decisão, os mecanismos de avaliação das probabilidades de ocorrência e de valoração dos resultados advindos da decisão tomada (*payoffs*) são alterados, de forma previsível, quando apresentados em um formato diferente. Em outras palavras, a noção de *framing* implica no conceito de que a forma como um problema é apresentado ao indivíduo é relevante. Como implicação prática dessa teoria, Shiller (1981) descobriu que a volatilidade do mercado de ações dos EUA é demasiado alta para ser somente atribuída a novas informações sobre dividendos futuros.

2.5.1.3 Dissonância cognitiva

Dissonância cognitiva, conforme pioneiramente definido por Festinger (1957), é o estado de tensão mental que ocorre quando uma pessoa possui duas crenças mentais (e.g., ideias, crenças) que são psicologicamente inconsistentes. Pode se manifestar como uma angústia mental resultante do fato do indivíduo ter sido confrontado por evidências que atestem que as suas ideias ou crenças estão erradas. Neste caso, o indivíduo segura-se aos seus vieses (representados pelas suas ideias ou crenças arraigadas) e, deliberadamente, ignora novas informações ou desenvolve complexos argumentos para refutar as novas evidências e justificar as velhas crenças. Um exemplo prático desse viés pode ser representado pela relutância que as pessoas têm em admitir erros na seleção das suas carteiras, mantendo em seu poder por bastante tempo, investimentos com baixo desempenho financeiro. De acordo com Bazerman (2002), muitos buscam uma evidência confirmatória de um determinado evento, excluindo a busca por informações que não o confirmem. Isto acaba, evidentemente, gerando um forte viés no processo decisório.

A dissonância cognitiva está, geralmente, relacionada ao viés do excesso de confiança. Esse relacionamento pode ser ilustrado pelo viés exibido por indivíduos excessivamente confiantes em culpar a ‘irracionalidade’ dos mercados ou a imponderabilidade dos fatos pelos resultados oriundos de decisões ruins. Por outro lado, resultados oriundos de decisões acertadas são atribuídos às suas ideias, *insights* ou crenças (OLSEN, 2008).

2.5.1.4 Otimismo e excesso de confiança

De uma forma geral, a literatura acadêmica de Finanças Comportamentais atribui conceitos distintos para os vieses do otimismo e do excesso de confiança. O otimismo é frequentemente conceituado como uma superestimação da probabilidade de ocorrência de eventos favoráveis, enquanto que o excesso de confiança reflete-se na subestimação da volatilidade dos processos que envolvem incerteza (DE LONG *et al.*, 1991; GOEL e THAKOR, 2000). Entretanto, em parte considerável da literatura, ambos os termos são utilizados de forma intercambiável.

De fato, otimismo e excesso de confiança estão intimamente ligados, sendo bastante provável que muitos gestores apresentem esses dois traços cognitivos simultaneamente. O otimismo pode ser definido como uma crença irreal (i.e., superestimada) na obtenção de resultados positivos, com conseqüente subestimação de obtenção de resultados negativos (WEINSTEIN e KLEIN, 1996). Uma evidência deste viés foi oferecida por Weinstein (1980), cujo estudo revelou que mais de 90% das pessoas pesquisadas acreditavam possuir habilidades acima da média para controlar atividades que estavam sob seu domínio (e.g., dirigir). Outra evidência desse viés foi fornecida por Buehler, Griffin e Ross (1994). Nessa pesquisa, os autores relatam que as pessoas sistematicamente preveem um tempo menor na execução das tarefas em que elas estão envolvidas²³.

O viés do excesso de confiança está, geralmente, associado à heurística de representatividade. Em outras palavras, o excesso de confiança é a crença em que a precisão de determinada informação é maior do que realmente é. Estudos empíricos realizados sobre calibração de probabilidades subjetivas reportam que, de fato, indivíduos excessivamente confiantes superestimam a precisão das suas informações (FISCHHOFF, SLOVIC e LICHTENSTEIN, 1977). O excesso de confiança pode ser também a razão pela qual os investidores tendem a

²³ Esse fato é conhecido na literatura como a “falácia do planejamento” (*planning fallacy*).

realizar um número exagerado de transações com ações, pois acreditam que possuem habilidade superior para identificar as ações cujos preços irão subir (ODEAN, 1998).

Em geral, gestores otimistas e/ou excessivamente confiantes acreditam que o mercado de capitais subestima o valor das ações de suas empresas e, portanto, evitam financiar projetos por meio da emissão de novas ações. Por outro lado, tais gestores sobre-estimam os seus próprios projetos podendo, por vezes, investir em projetos que possuam valor presente líquido negativo (HEATON, 2002).

Do ponto de vista teórico e empírico, otimismo e excesso de confiança talvez sejam os vieses da pura racionalidade mais estudados no campo das Finanças Comportamentais. Gervais, Heaton e Odean (2003) propuseram modelo teórico o qual prediz que a presença do excesso de confiança motiva os gestores a aumentar seus esforços na busca dos objetivos da empresa, entretanto, trazendo como consequência um maior nível de endividamento. Por meio do modelo, os autores demonstram que níveis ‘moderados’ de otimismo e excesso de confiança podem ser benéficos à empresa, pois demandariam um menor (ou nenhum) mecanismo de incentivo para alinhar os objetivos de gestores e acionistas, eliminando possíveis problemas de agência. Dessa forma, a curva de compensação de executivos enviesados apresenta um formato convexo (concavidade para baixo), sugerindo que a partir de determinado nível (ótimo) da presença dos vieses do otimismo e excesso de confiança, pacotes de compensação de executivos tendem a reduzir o valor da empresa.

O modelo proposto por Heaton (2002) prevê níveis de investimento excessivo motivado pelo otimismo gerencial quando a empresa dispõe de muitos recursos gerados por suas atividades e, níveis de investimento subótimo, quando tais recursos internos são escassos. Em outras palavras, gestores otimistas por vezes recusarão investir em projetos que possuam VPL positivo caso tais projetos requeiram financiamento externo para sua execução, pois os mesmos acreditam que o mercado sistematicamente subestima o preço das ações das suas empresas. A existência de fluxo de caixa livre na quantidade suficiente para execução do projeto pode evitar potenciais perdas de oportunidades motivadas pelo subinvestimento. De certa forma, o argumento de Heaton (2002) contraria a proposição de Jensen (1986) de que a folga financeira eventualmente existente nas empresas é prejudicial aos interesses dos acionistas.

Outros modelos predizem maior propensão ao endividamento por parte de gestores enviesados, minimizando assim potenciais problemas de sobreinvestimento causado pelos gestores. Por exemplo, Fairchild (2005) desenvolveu dois modelos que combinam os impactos causados por problemas de agência (e.g., *moral hazard*), pela assimetria informacional e pelo viés do excesso de confiança dos gestores na tomada de decisão de financiamento. No primeiro modelo, Fairchild (2005) combina os efeitos da confiança excessiva com a assimetria informacional, conforme prescrito pelo modelo de Myers e Majluf (1984). Os resultados reportados suportam a hipótese de que a contratação de gestores excessivamente confiantes é ruim para os acionistas, uma vez que esse viés conduz ao uso excessivo de dívida, aumentando os custos de falência da empresa. O segundo modelo, combinou o excesso de confiança com dano moral e simetria informacional. Nesse contexto, os resultados reportados foram ambíguos. Ou seja, a presença da confiança excessiva tanto pode ser positiva para os acionistas (pois os gestores são induzidos a imprimir maior esforço na gestão da empresa), quanto pode ser negativa (devido a propensão ao aumento de dívida e dos custos de falência).

Hackbarth (2004) oferece um modelo mais completo para suporte à tomada de decisão relativa à estrutura de capital. Nesse modelo, os vieses do otimismo e do excesso de confiança são modelados separadamente. Duas conclusões principais podem ser extraídas do modelo. Primeiro, ineficiências na alavancagem financeira são menos pronunciadas nas empresas geridas por indivíduos otimistas e excessivamente confiantes. Segundo, o grau de enviesamento do gestor é relevante. Ou seja, seguindo Gervais *et al.* (2003), o modelo de Hackbarth (2004) prevê que gestores ‘moderadamente’ enviesados podem gerar excesso de retorno para os acionistas. Entretanto, excesso de otimismo e a confiança exagerada não contribuem para aumentar o valor da empresa, sendo prejudiciais aos interesses dos acionistas.

Do ponto de vista empírico, os efeitos do otimismo e/ou excesso de confiança já foram testados nos contextos das fusões e aquisições (MALMENDIER e TATE, 2003), decisões de investimento (COOPER, WOO e DUNKELBERG, 1988; LANDIER e THESMAR, 2004; MERROW, PHILLIPS e MYERS, 1981), decisões de financiamento (BARROS, 2005), propensão a fraudes financeiras (SCHRAND e ZECHMAN, 2008), dentre outros²⁴.

²⁴ Para uma revisão mais aprofundada sobre Finanças Comportamentais, ver Shleifer (2000), Barberis e Thaler (2003), Aldrighi e Milanez (2005), Subrahmanyam (2007) e Sewell (2008).

No caso brasileiro, pesquisa empírica quantitativa que enfoque o impacto do anúncio das decisões de investimento tomadas por gestores enviesados é praticamente inexistente. Como parte da contribuição científica deste projeto, busca-se respostas às questões que suportem a noção de que: (a) gestores otimistas e/ou excessivamente confiantes geram menor valor para suas empresas que outros tidos como racionais e menos enviesados e; (b) existe um nível de enviesamento ‘moderado’ que é superior aos demais. De certa forma, modelos teóricos desenvolvidos por Gervais *et al.* (2003), Hackbarth (2004) e Goel e Thakor (2000) sinalizam positivamente como resposta a estas questões. Na pesquisa empírica conduzida neste trabalho, tais modelos foram confrontados com a realidade dos gestores, das empresas e do mercado brasileiro de capitais.

Para o propósito desta pesquisa e, seguindo a definição de Malmendier e Tate (2003) e Heaton (2002), otimismo e excesso de confiança são expressões utilizadas de forma indistinta e significam a superestimação da probabilidade de ocorrência de eventos positivos e a consequente subestimação da probabilidade de ocorrência de eventos negativos. Neste trabalho, ‘otimismo’ e ‘excesso de confiança’ são utilizados de forma intercambiável e indistintamente, sendo referidos como ‘otimismo e/ou excesso de confiança’.

3 METODOLOGIA DA PESQUISA

3.1 Abordagens metodológicas adotadas

O objetivo principal da pesquisa é investigar se anúncios de investimentos estratégicos (i.e., investimentos que criam oportunidades de crescimento), quando feitos por gestores otimistas e/ou excessivamente confiantes, apresentam diferenças significativas com relação a outros anúncios da mesma natureza, quando feitos por gestores menos enviesados. Isto posto, para que a investigação empírica seja conduzida, torna-se necessário definir variáveis e construtos que busquem identificar:

- a) Se existe presença dos vieses do otimismo e/ou excesso de confiança em, pelo menos, parte da amostra selecionada para a pesquisa;
- b) Se os traços de otimismo e/ou excesso de confiança eventualmente exibidos pelos gestores se apresentam de forma mais pronunciada ou moderada em, pelo menos, parte da amostra;
- c) Se o mercado brasileiro de capitais reage, de forma estatisticamente significativa, aos anúncios de investimentos realizados pelos gestores das empresas.

Um outro aspecto importante que deve ser mencionado diz respeito à abordagem utilizada para isolamento dos vieses cognitivos. A literatura divide os estudos no campo das Finanças Comportamentais em duas abordagens básicas: a ‘abordagem dos investidores irracionais’ e a ‘abordagem dos gestores irracionais’. Na primeira abordagem, pressupõe-se que os investidores não agem sempre de forma completamente racional, estando, portanto, sujeitos a exibirem vieses cognitivos e desvios da pura racionalidade. No entanto, nessa abordagem, os gestores das empresas são assumidos como racionais. Na segunda abordagem, a fonte de irracionalidade situa-se ao lado dos gestores das empresas, que passam a ser considerados enviesados e sujeitos aos desvios da racionalidade. Nesse caso, a racionalidade dos investidores é preservada²⁵.

Esta pesquisa empírica é conduzida dentro do paradigma da ‘abordagem dos gestores irracionais’. Portanto, parte-se da suposição que os gestores das empresas (ou, pelo menos,

²⁵ Embora a irracionalidade de gestores e investidores possa coexistir, ainda não existe um modelo teórico suficientemente robusto que trate simultaneamente os vieses cognitivos de gestores e investidores (BAKER, RUBACK e WURGLER, 2005).

uma parte significativa deles) são limitadamente racionais e apresentam os vieses do otimismo e/ou excesso de confiança. Supõe-se ainda que tais vieses sejam, por vezes, mais pronunciados em alguns gestores que em outros.

Ainda, para se correlacionar decisões de investimentos estratégicos com a criação de valor para as empresas envolvidas, faz-se necessário realizar estudo de evento em que se buscará capturar a reação do mercado às sinalizações emitidas pelas empresas sobre tais decisões de investimentos. Neste ponto, cabe ressaltar que pesquisas sobre decisões de investimentos apresentam duas diferentes abordagens metodológicas relacionadas ao evento sinalizador dessas decisões ao mercado. Uma primeira abordagem considera como evento sinalizador os anúncios de decisões de investimentos realizados pelos gestores das empresas ao mercado (McCONNELL e MUSCARELLA, 1985; CHAN, GAU e WANG, 1990; WOOLRIDGE e SNOW, 1990; CHAN, MARTIN e KESINGER, 1995; LUCCHESI e FAMÁ, 2007). Uma outra abordagem considera como sinal das decisões de investimento das empresas a variação das contas do ativo permanente e imobilizado extraídas das demonstrações contábeis (LAMB, 1993; ANTUNES e PROCIANOY, 2003; MARCELINO *et al.*, 2006).

Lucchesi e Famá (2007) argumentam que essas duas abordagens diferenciam-se não apenas em função da perspectiva empírica por elas aplicada, mas também, pelo arcabouço teórico sobre o qual se baseiam. A primeira abordagem tem como pressuposto básico os princípios da teoria econômica neoclássica. Mais especificamente, essa abordagem assume como premissas a existência de mercados de capitais informacionalmente eficientes (FAMA, 1970), a racionalidade dos investidores (FRIEDMAN, 1953), a maximização da utilidade esperada dos agentes (VON NEUMANN e MORGENSTERN, 1944; SAVAGE, 1954), a inexistência de assimetria informacional (MYERS e MAJLUF, 1984), a existência de uma taxa pura de juros como critério de decisão (MODIGLIANI e MILLER, 1961) e a inexistência de problemas de agência nas empresas (JENSEN e MECKLING, 1976).

A segunda abordagem leva em consideração o fato de a Teoria Financeira apresentar importantes limitações. O argumento central dessa abordagem é a inviabilidade de aplicação irrestrita da teoria financeira devido às diversas imperfeições existentes no mercado. Nesse caso, assume-se que anúncios de investimentos não são sinais de decisões de investimentos suficientes e capazes de modificar o valor da empresa, sendo necessário examinar a comprovação da realização desses investimentos anunciados por meio dos dados contidos nas demonstrações contábeis. O fato de existir uma reação no preço das ações à divulgação dos

informes financeiros das empresas pode ser interpretado como uma ineficiência do mercado de capitais, no caso do anúncio destes investimentos já ter sido feito em momento anterior (LAMB, 1993).

No caso dessa pesquisa optou-se por adotar os anúncios de investimentos como o principal sinalizador das decisões de investimentos. O principal motivo que norteou essa decisão sustenta-se no fato de que, na pesquisa, procurou-se investigar a (provável) influência de certos vieses da cognição, eventualmente presentes nos gestores, sobre a percepção do mercado com relação à criação de valor para as empresas administradas por esses gestores. Assim, a assertividade da tomada de decisão dos gestores das empresas é representada pela intensidade e direção da reação do mercado às decisões de investimentos anunciadas por esses gestores. Ou seja, no estudo de evento realizado, a reação do mercado aos anúncios sobre investimentos estratégicos constitui-se na principal sinalização da eficiência gerencial, não sendo levados em conta os efeitos da efetiva contabilização destes investimentos, nem a efetiva criação (destruição) de valor obtida como resultado *ex post* dos investimentos realizados.

A Figura 3 a seguir ilustra os passos metodológicos perseguidos para alcance dos objetivos da pesquisa.

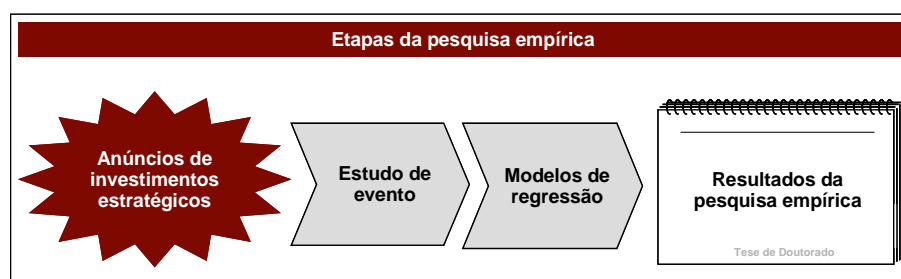


Figura 3: Etapas realizadas para condução da pesquisa empírica

Fonte: Elaborado pelo autor

3.2 Operacionalização de otimismo e/ou excesso de confiança

De forma geral, o otimismo costuma ser modelado como uma superestimação da probabilidade de ocorrência de eventos favoráveis, enquanto que o excesso de confiança reflete-se na subestimação da volatilidade dos processos que envolvem incerteza (DE LONG *et al.*, 1991; GOEL e THAKOR, 2000). Por exemplo, no modelo formulado por Hackbarth (2004), o otimismo relaciona-se com a superestimação dos retornos esperados do

empreendimento, enquanto o excesso de confiança implica na subestimação da volatilidade associada aos retornos. Entretanto, a literatura de Psicologia Comportamental não apresenta uma definição precisa para otimismo e excesso de confiança. Por vezes, esses dois vieses são apresentados como duas formas distintas da confiança excessiva (GLAESER e WEBER, 2003), correspondendo a superestimação das chances de sucesso de um determinado evento e a subestimação dos riscos associados a esse evento.

Segundo McKenna (1993), o otimismo exagerado ou irrealista pode está fortemente associado à ilusão do controle. Em pesquisa empírica conduzida no Reino Unido, indivíduos quando estimulados a responderem sobre a probabilidade de se envolverem em acidentes automobilísticos apresentaram respostas distintas para os casos em que se encontravam na condição de motorista ou passageiro, sugerindo que o otimismo está associado à presença da possibilidade (ou ilusão) de controle. A ilusão do controle tende a produzir o ‘efeito melhor que a média’²⁶ nos indivíduos, enquanto a ausência ou baixo nível de controle conduz os resultados desses mesmos indivíduos para a média esperada.

A definição operacional dos construtos ‘otimismo’ e ‘excesso de confiança’ é questão central para o presente trabalho. Uma parte dos procedimentos empíricos da pesquisa consiste na caracterização dos gestores como mais ou menos otimistas ou excessivamente confiantes. Uma vez que otimismo e confiança excessiva não são observáveis diretamente, são propostas e criadas variáveis substitutas (*proxies*) que buscam representar esses fenômenos cognitivos. Trabalhos anteriores em Finanças Comportamentais que apresentaram medidas indiretas desses fenômenos nortearam a definição das variáveis substitutas utilizadas nesta pesquisa.

Para o propósito desta pesquisa, otimismo e excesso de confiança são expressões utilizadas de forma indistinta e significam a superestimação da probabilidade de ocorrência de eventos positivos e a consequente subestimação da probabilidade de ocorrência de eventos negativos. Ou seja, otimismo e/ou excesso de confiança, acompanhando definição de Malmendier e Tate (2003, p. 6) e Heaton (2002, p. 33), será tratado como o “efeito melhor que a média” que afeta a atribuição de causalidade dos eventos.

A seguir, são apresentadas algumas possibilidades para caracterização dos vieses do otimismo e da confiança excessiva, com base em trabalhos anteriormente publicados. Por vezes, as metodologias empregadas permitem a segregação desses dois vieses cognitivos. Entretanto,

²⁶ Tradução de: “better than average effect”.

na maior parte das vezes, otimismo e confiança excessiva são considerados traços da personalidade que caminham lado a lado, e são tratados empiricamente de forma indistinta. Conforme relatam Gervais *et al.* (2003, p. 14): “Na prática, será raro encontrar um Diretor Presidente que exiba um desses traços (da personalidade), mas não o outro”²⁷.

3.3 Exemplos de *proxies* utilizadas para otimismo e/ou excesso de confiança

Malmendier e Tate (2003 e 2004) utilizaram como *proxy* para operacionalização do excesso de confiança, o padrão de exercício das opções de compra sobre as ações ofertadas aos gestores das empresas como parte da remuneração variável desses gestores. Apoiando-se nos trabalhos de Lambert *et al.* (1991) e Hall e Murphy (2002), os autores argumentam que o ponto ótimo para escolha do exercício das opções de compra, quando ‘dentro do dinheiro’²⁸, depende da riqueza individual do gestor, do nível de diversificação da sua carteira de investimentos e da sua aversão ao risco. Um gestor (no caso, presidente da empresa) que seja avesso ao risco deverá, geralmente, exercer suas opções o mais cedo possível, sempre que as ações objeto da opção alcancem um preço suficientemente alto. Assim, os gestores que se apresentavam superinvestidos em suas próprias empresas, pouco diversificados e excessivamente expostos ao risco idiossincrático da sua empresa foram classificados como excessivamente confiantes.

Ainda nos trabalhos de Malmendier e Tate (2003 e 2004), uma outra medida indireta do excesso de confiança dos gestores pode ser encontrada. No caso, os autores buscaram identificar como os principais veículos da imprensa²⁹ retratam (i.e., percebem) os executivos das empresas objeto do estudo. Assim, procederam busca léxica nesses veículos utilizando diversas palavras-chave, tais como: ‘otimista’, ‘confiante’, ‘cauteloso’, ‘conservador’, ‘firme’, dentre outras. A frequência da ocorrência de cada palavra-chave foi computada para classificar os gestores em dois grupos: otimistas e não-otimistas³⁰. Os autores reportam

²⁷ Tradução de: “In practice, it will be rare to find a CEO who exhibits one trait without the other”.

²⁸ Tradução de: “in the money”.

²⁹ Os artigos que fazem referências a presidentes de empresas foram pesquisados nos seguintes veículos: “The New York Times”, “Business Week”, “Financial Times” e “The Economist”.

³⁰ Malmendier e Tate (2004) limitaram a busca por referências na imprensa até (e inclusive) a ocorrência do primeiro evento de FA de cada presidente. A análise foi também controlada pelo número total de eventos por período, uma vez que alguns presidentes de empresas são mais expostos à mídia do que outros.

existência de alta correlação entre essas duas formas indiretas de medida utilizadas como *proxies* do construto excesso de confiança.

Um outro construto proposto e utilizado como medida indireta da confiança excessiva pode ser encontrado em Schrand e Zechman (2008). Com o objetivo de investigar o provável relacionamento existente entre a confiança excessiva e a propensão exibida por certos gestores em se envolverem em fraudes de natureza financeira, as autoras propuseram *proxies* para o construto ‘excesso de confiança’ em dois níveis distintos: o primeiro, no nível da indústria (*industry-level*); e o segundo, no nível da empresa (*firm-level*).

Apoiando-se na literatura sobre senso de controle³¹, Schrand e Zechman (2008) identificaram setores da indústria que são potencialmente mais atrativos para executivos excessivamente confiantes. De forma geral, executivos excessivamente confiantes são atraídos por setores que apresentam alto grau de inovação, alto risco idiossincrático, alta heterogeneidade e dinamismo. Assim, as autoras sugeriram *proxies*, tais como: nível de intangibilidade da indústria, volatilidade, alto crescimento através de processos de fusão e/ou aquisição, dentre outras para classificar os gestores dessas indústrias como enviesados.

Partindo do pressuposto que gestores excessivamente confiantes serão, no nível da empresa, também excessivamente confiantes com respeito a todas as decisões tomadas, Schrand e Zechman (2008), apoiadas em estudos recentes, utilizaram cinco características comumente exibidas por empresas geridas por executivos otimistas e/ou excessivamente confiantes para classificar os gestores que apresentam esses vieses: estrutura de capital, política de dividendos, política de investimentos, estratégia tributária e política de remuneração (e.g., bônus) de executivos.

Com relação à estrutura de capital, Heaton (2002), Ben-David *et al.* (2007) e Hackbarth (2004) preveem que empresas geridas por indivíduos enviesados apresentam uma hierarquia de preferências por fontes de financiamento (*pecking order*) e uma maior propensão ao endividamento. Isto posto, Schrand e Zechman (2008) utilizam duas variáveis como *proxies* do excesso de confiança: a relação dívida sobre o patrimônio líquido³² e uma variável binária,

³¹ A literatura sobre senso de controle distingue os indivíduos que acreditam controlar os resultados dos eventos sob o seu domínio (indivíduos “internos”) dos outros, que acreditam que a obtenção de resultados está além do seu controle (indivíduos “externos”). Para leitura mais aprofundada, ver Rotter (1966).

³² Na verdade, Schrand e Zechman (2008) calculam o *debt-to-equity-ratio* como sendo a dívida de longo prazo dividida pelo valor de mercado da empresa.

instanciada com valor igual a '1', para o caso da empresa utilizar debêntures conversíveis e/ou emissão de ações preferenciais para financiar seus projetos.

Com relação à política de dividendos, apoiadas em Ben-David *et al.* (2007), as autoras utilizam os baixos níveis de distribuição de dividendos como parâmetro para classificação de executivos como excessivamente confiantes. Por sua vez, ainda segundo Ben-David *et al.* (2007), gestores otimistas e/ou excessivamente confiantes são mais propensos a se envolverem em projetos de investimento que outros gestores racionais e menos enviesados. Assim, Schrand e Zechman (2008) utilizam também os níveis de dispêndio de capital das empresas como *proxies* para o viés da confiança excessiva.

Uma outra *proxy* utilizada por Schrand e Zechman (2008) para caracterizar o excesso de confiança de gestores enviesados foi medida pela agressividade da estratégia fiscal adotada. Seguindo Dyreng, Hanlon e Maydew (2008), uma baixa taxa efetiva de impostos pagos (i.e., a relação entre o imposto pago e o caixa gerado no exercício fiscal), fato que indica grande agressividade da empresa para evitar pagamento de impostos, pode estar associada ao excesso de confiança do gestor.

Por fim, com relação à política de compensação de executivos, Schrand e Zechman (2008) utilizaram duas variáveis como *proxies* da confiança excessiva: o logaritmo natural do salário total (inclusive bônus) e a razão entre o total dos bônus pagos e o salário total recebido pelo executivo. Segundo modelo desenvolvido por De La Rosa (2007), gestores excessivamente confiantes sobrevalorizam o pagamento de bônus baseados em desempenho. Assim, espera-se que gestores excessivamente confiantes recebam uma proporção elevada de bônus relativos aos seus ganhos totais.

Schrand e Zechman (2008) reportam que as empresas que apresentam baixo pagamento de dividendos, alta agressividade tributária e maior compensação (salário e bônus) aos seus executivos apresentam maior propensão ao envolvimento em fraudes, fato que é consistente com as hipóteses conjugadas de que empresas que exibem tais padrões são geridas por executivos excessivamente confiantes, que por sua vez estão mais propensos a se envolverem em fraudes³³.

³³ Schrand e Zechman (2008) também reportam que encontraram pouca ou nenhuma evidência que associe a probabilidade de ocorrência de fraudes com a estrutura de capital ou com o nível de investimento das empresas.

A Figura 4 apresenta um esquema do construto utilizado por Shrand e Zechman (2008) para definição do viés do excesso de confiança.



Figura 4: Construto adotado por Shrand e Zechman (2008)
 Fonte: Elaborado pelo autor

Além das medidas indiretas já mencionadas para medição do excesso de confiança dos gestores, e para testar a robustez dos seus construtos, Shrand e Zechman (2008) também operacionalizaram para um subconjunto de empresas da amostra, uma variável no nível do gestor (*executive-level*) denominada OC-SCORE (*overconfidence score*). Essa variável foi construída a partir da análise das fotografias³⁴ do principal executivo da empresa, publicada no relatório anual da companhia, combinada com a diferença relativa entre os salários direto e indireto deste executivo e o salário do segundo executivo melhor remunerado pela empresa. O valor do OC-SCORE foi computado como a soma dos valores padronizados obtidos pelo *photoscore* e o valor relativo do salário do principal executivo. As autoras reportam forte correlação entre esse construto e a propensão ao envolvimento em fraudes, consistente, portanto, com os resultados anteriormente reportados.

Por sua vez, Ben-David *et al.* (2007) utilizaram um método mais direto para identificação e medição do grau de otimismo e excesso de confiança de executivos de empresas norte-americanas. Por meio da coleta de dados primários via aplicação de questionários, Diretores Financeiros (*Chief Financial Officers – CFOs*) foram estimulados a prever, para períodos de um e dez anos, o retorno de mercado do índice *Standard & Poors 500 (S&P 500)*, bem como

³⁴ Nessa análise, as fotografias dos executivos assumiram os seguintes valores (*photoscore*): quatro pontos se a foto do principal executivo no relatório anual da empresa não incluir outros executivos e ocupar pelo menos metade da página; três pontos se a foto do principal executivo no relatório anual da empresa não incluir outros executivos e ocupar menos da metade da página; dois pontos se houverem outros executivos na mesma foto em que aparece o principal executivo e; um ponto se não houver foto do principal executivo no relatório anual da empresa.

estimar o erro dessa previsão dentro de um intervalo de confiança de 80%. Outras questões relacionadas a previsões de retorno das ações das suas próprias empresas foram adicionadas ao questionário com objetivo de separar os efeitos da confiança excessiva de outros efeitos potencialmente correlacionados, como o otimismo e a assimetria informacional (i.e., conhecimento e domínio de informações privadas).

Posteriormente, os autores compararam as previsões obtidas *ex-ante* com os resultados observados *ex-post* para as empresas e para o mercado como um todo. Os resultados reportados pelos autores sugerem que CFOs de empresas norte-americanas são excessivamente confiantes, apresentando enviesamento com respeito à percepção de risco. Os questionários foram aplicados trimestralmente, durante período de cinco anos consecutivos.

Landier e Thesmar (2004) utilizaram procedimento metodológico semelhante, em parte, ao reportado por Ben-David *et al.* (2007). Utilizando-se dos dados primários coletados pelo *Institut National de la Statistique et des Études Économiques* (INSEE; França) sobre as expectativas reportadas *ex-ante* por empreendedores franceses acerca do crescimento das suas empresas para os anos de 1994 e 1998, comparados com os balanços publicados *ex-post* por estas mesmas empresas, os autores evidenciaram que os empreendedores erraram em quase 50% nas suas previsões relacionadas ao crescimento dos seus negócios e em 30% nas previsões relacionadas à contratação de novos empregados. Empreendedores que se afastaram significativamente da média foram categorizados como otimistas.

Além disso, para validação do construto, Landier e Thesmar (2004) propuseram e utilizaram três variáveis instrumentais apoiadas na psicologia clínica: exposição à luz do sol (a psicologia documenta um alto e favorável impacto da incidência do sol no humor dos indivíduos), taxa regional de depressão (dados obtidos do *Institut National de la Santé et de la Recherche Médicale – INSERM*) e crença religiosa (forte crença religiosa tende a estar correlacionada com a saúde física e mental dos indivíduos³⁵; dados obtidos do INSEE). Os resultados do estudo sugeriram existência de forte e robusta correlação entre otimismo dos empreendedores e a preferência pelo endividamento de curto prazo.

No Brasil, uma outra abordagem para classificação de gestores quanto à presença (ou não) dos vieses do otimismo e/ou confiança excessiva foi reportada e utilizada por Barros (2005). Partindo da premissa de que pessoas que dirigem seus próprios negócios (i.e.,

³⁵ Para leitura mais aprofundada sobre o tema, ver Seeman, Dubin e Seeman (2003).

empreendedores) são mais propensas a aceitarem maiores riscos em suas carreiras e estratégias de negócios (e.g., BIRD, 1989) do que, por exemplo, gestores profissionais, Barros (2005) utiliza como *proxy* para otimismo e/ou excesso de confiança o fato do principal executivo da empresa (no caso, o presidente da diretoria executiva e/ou o presidente do conselho de administração da empresa) serem, cumulativamente, fundadores ou herdeiros da empresa.

Em seguida, abordaremos com maior detalhe alguns trabalhos publicados que associam os vieses do otimismo e da confiança excessiva aos indivíduos (i.e., gestores) empreendedores.

3.4 O otimismo/excesso de confiança do empreendedor

Diversas pesquisas apontam que empreendedores são indivíduos otimistas e excessivamente confiantes e que, frequentemente, subestimam as dificuldades que irão encontrar ao iniciar um novo negócio. De fato, começar um novo empreendimento é uma aposta arriscada. Dependendo do país, entre 40% e 60% das empresas recém criadas encerram as suas atividades antes de completarem o seu quarto aniversário (SCARPETTA, HEMMINGS, TRESSEL e WOO³⁶, 2002 *apud* LANDIER e THESMAR, 2004).

No Brasil, segundo relatório do IBGE (2002), são criadas anualmente 700.000 empresas em média. Desse total, cerca de 70% delas não superam as dificuldades iniciais inerentes ao ambiente empresarial e encerram suas atividades nos primeiros três anos e meio de vida.

Aparentemente, não existe qualquer razão em especial para que empreendedores estejam propensos a assumirem maiores riscos que os demais gestores profissionais com o mesmo nível de responsabilidade. Estudos conduzidos por Brockhaus (1980) e Low e MacMillan (1988) sugerem que a preferência por risco dos empreendedores não é sistematicamente diferente daquela revelada pelos gestores profissionais. Para a maioria dos estudiosos em psicologia comportamental, a diferença entre ambos reside menos nas suas atitudes em direção ao risco que na própria percepção de risco. Ou seja, indivíduos empreendedores tipicamente sobre-estimam as chances de sucesso dos seus projetos (PINFOLD, 2001).

³⁶ SCARPETTA, S.; HEMMINGS, P.; TRESSEL, T.; WOO, J. *The Role of Policy and Institutions for Productivity and Firm Dynamics: Evidence From Micro and Industry Data*. **OECD working paper**, n. 329, 2002.

Essa tendência manifestada por alguns indivíduos em sobre-estimar os seus resultados pode ser derivada do otimismo irrealista ou ‘efeito melhor que a média’, viés da cognição abundantemente documentada na psicologia e particularmente forte na presença de elevada incerteza (TAYLOR e BROWN, 1988). Taylor e Brown (1988) argumentam que a exagerada crença no controle e o otimismo irrealista presentes em grande parte dos empreendedores podem também estar associados com o alto grau de motivação e persistência exibidas em situações que apresentam baixa probabilidade objetiva de sucesso, resultando em maior desempenho efetivo e melhor chance de sucesso.

Por exemplo, Cooper, Woo e Dunkelberg (1988) reportam que 68% dos empreendedores acreditam que os novos negócios iniciados por eles possuem maiores chances de serem bem sucedidos do que outros empreendimentos similares, enquanto somente 5% deles admitem que os seus negócios possam ser piores do que outros já estabelecidos. Além disso, um terço dos empreendedores acredita que o sucesso do seu novo negócio está garantido.

Em uma outra pesquisa, realizada com empreendedores franceses, Landier e Thesmar (2004) também reportam resultados consistentes com essa noção. Os autores relatam que 56% dos empreendedores acreditam que os seus negócios serão bem sucedidos no futuro, ao passo que somente 6% deles esperam experimentar alguma dificuldade. Ou seja, os resultados reportados corroboram com a noção de que a sistemática superestimação da probabilidade de ocorrência de resultados favoráveis e a consequente subestimação da probabilidade de ocorrência de resultados desfavoráveis estão tipicamente associadas a indivíduos que exibem os traços do otimismo e do excesso de confiança.

Uma outra provável explicação para causa do otimismo do empreendedor pode ser derivada do viés da ‘falácia do planejamento’ (*planning fallacy*). Indivíduos que apresentam esse viés tendem a subestimar o tempo para execução de tarefas, exibindo uma percepção não realista sobre suas habilidades e estimativas (BUEHLER, GRIFFIN e ROSS, 1994). No caso dos empreendedores, dada a complexidade para ser realizada uma correta avaliação das chances de sucesso do empreendimento almejado, simplificações heurísticas são comumente adotadas para avaliar tais chances de sucesso (KAHNEMAN e TVERSKY, 1979; KAHNEMAN e LOVALLO, 1993).

Landier e Thesmar (2004) também sugerem que o otimismo do empreendedor pode estar relacionado com os vieses de ‘seleção’ e de ‘representatividade’. Os autores argumentam que

empreendedores não se tornam empreendedores por acidente, mas porque possuem uma ideia ou projeto que é dominante em relação às alternativas de carreira a eles disponíveis. Caso as suas avaliações de sucesso para consecução dos seus projetos estejam erradas, aqueles indivíduos que se tornaram efetivamente empreendedores exibiriam de fato um exacerbado viés do otimismo.

Uma boa revisão de trabalhos que associam os vieses do otimismo e do excesso de confiança aos empreendedores pode ser encontrada em Barros (2005). Nesse trabalho, o autor reúne vários outros autores que corroboram com a tese de que empreendedores são particularmente suscetíveis a estes vieses, tendendo a superestimar suas próprias habilidades, manifestando a impressão que os eventos são mais controláveis do que realmente são³⁷.

Como opção metodológica para caracterização do otimismo e/ou excesso de confiança dos gestores das empresas objeto da pesquisa, adotou-se a utilização de medidas indiretas dos vieses de interesse. Assim, assume-se neste estudo que todos os Diretores Presidentes das empresas da amostra que, cumulativamente, sejam também seu fundador (ou tenham participado do grupo de fundadores) são considerados otimistas e/ou excessivamente confiantes.

Uma alternativa a esta abordagem seria a aplicação de questionários ou montagem de experimentos psicológicos com os principais executivos das empresas pesquisadas. Porém, é fácil constatar a grande dificuldade, ou mesmo a impossibilidade, para consubstanciação dessa alternativa. Conseguir disponibilidade de agenda do principal executivo das empresas pesquisadas (i.e., Diretor Presidente) para entrevista individual ou participação em experimento acadêmico está além das pretensões e possibilidades deste trabalho.

3.5 Variável dependente ou explicada: CAR10

Nessa pesquisa, a variável dependente ou explicada é obtida a partir de estudo de evento sobre anúncios de decisões de investimentos estratégicos feitos pelos gestores das empresas que compõem a amostra da pesquisa. Mas especificamente, a variável dependente é o retorno

³⁷ Para uma leitura mais aprofundada sobre o tema, ver Busenitz e Barney (1997), Baron (1998) e Arabsheibani *et al.* (2000).

médio anormal acumulado³⁸ para uma janela do evento de 10 dias considerando todos os eventos da amostra ($CAR10_i$). A variável i representa o índice que identifica um determinado evento, podendo variar de 1 a 502.

No estudo de evento, foram utilizados 502 anúncios de investimentos estratégicos divulgados no período de janeiro/2005 a dezembro/2009, referentes a 116 diferentes empresas listadas na Bovespa. O evento objeto de estudo é o anúncio de investimentos estratégicos publicados como fatos relevantes na Comissão de Valores Mobiliários (CVM), Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa), *website* das empresas integrantes do estudo, jornais de circulação nacional e publicações especializadas. Também foi utilizada na pesquisa a base de dados da empresa Lafis Consultoria, Análises Setoriais e de Empresas³⁹. Essas mesmas fontes e bases de dados foram utilizadas para identificar e segregar possíveis efeitos indesejáveis causados aos resultados da pesquisa por outros eventos que não são os do objeto do estudo.

Na Seção 3.9 são apresentados em detalhes os procedimentos metodológicos utilizados no estudo de evento que serviu para obtenção da variável $CAR10_i$.

3.6 Variáveis independentes ou explicativas

As informações pessoais sobre os gestores das empresas foram coletadas por meio do sistema DIVEXT, Divulgação Externa ITR, DFP, IAN, IPE, FC, FR e outras Informações da CVM. Mais especificamente, estes dados foram coletados do formulário IAN – Informações Anuais, que são preenchidos obrigatoriamente pelas empresas de capital aberto autorizadas a negociar suas ações publicamente. No formulário IAN, Grupo 2 – Administração; Quadro 02 – Experiência Profissional e Formação Acadêmica de Cada Conselheiro e Diretor, encontra-se uma pequena biografia dos principais gestores da empresa, onde é possível inferir, por exemplo, se o Diretor Presidente é profissional de mercado, fundador ou herdeiro da empresa. Uma vez que as informações contidas nesta seção do IAN não são padronizadas, nem sempre é possível inferir todos os dados necessários para compor as variáveis necessárias à pesquisa empírica. Nestes casos, outras fontes de pesquisa, tais como: Internet, *website* das empresas,

³⁸ Tradução de: “cumulative average abnormal return”.

³⁹ A Lafis é uma empresa que provê conteúdo e ferramentas para análises de empresas de capital aberto e capital fechado, com o apoio de um banco de dados estruturado que dispõe de um histórico de mais de 10 anos de balanços completos, cotações históricas e eventos societários das empresas (www.lafis.com.br).

etc. foram utilizadas com o propósito de complementar os dados faltantes. Além dessas informações sobre os gestores das empresas, foi também extraído do IAN (Grupo 7 – Participações e Remunerações; Quadro 01 – Remuneração e Participação dos Administradores no Lucro) a remuneração total paga aos administradores da empresa. Esse valor é apresentado à CVM de forma agregada, englobando diretores e conselheiros, incluindo remuneração fixa e variável (e.g., bônus por cumprimento de metas).

Outras informações financeiras utilizadas na formação das variáveis independentes e de controle foram extraídas das bases de dados da Economática⁴⁰ e da Lafis.

3.6.1 Variável binária para otimismo e/ou excesso de confiança

Nesta pesquisa, fez-se necessário definir variável substituta que representasse adequadamente os vieses cognitivos objeto do estudo. Tal variável, de natureza binária, assume valores iguais a ‘1’ (um) para identificar gestores classificados como otimistas e/ou excessivamente confiantes, ou ‘0’ (zero) para representar os gestores tidos como racionais e menos enviesados. Ademais, foi também proposto e desenvolvido mecanismo para mensurar, ainda que de forma aproximada, a intensidade com que esses vieses se apresentam nos gestores. Na Seção 3.6.2 apresentaremos melhor detalhe sobre este procedimento.

O construto adotado para classificar os gestores quanto à presença (ou não) dos vieses cognitivos do otimismo e/ou confiança excessiva foi conforme segue: sempre que o principal executivo da empresa (i.e., Diretor Presidente) for, cumulativamente, fundador da empresa, esse gestor é então categorizado como enviesado, exibindo, portanto, traços de otimismo e/ou confiança excessiva. O construto proposto baseia-se nas diversas evidências da literatura, conforme já descritas na Seção 3.4, de que indivíduos empreendedores são mais propensos a exibirem simultaneamente os vieses do otimismo e da confiança excessiva.

Para classificar um determinado gestor como fundador da empresa, utilizou-se o mesmo critério adotado por Fahlenbrach (2009, p. 442):

⁴⁰ O software Economática, fundado em 1986, é uma ferramenta para análise de investimento em ações. Possui uma sólida base de dados de empresas dos Estados Unidos, Brasil, Argentina, Chile, México, Peru, Colômbia e Venezuela, que vão de demonstrativos financeiros a cotações na bolsa de valores. Assim, o software permite que seus usuários obtenham informações a respeito de várias empresas e possibilita análises com base nos dados disponíveis. Dentre os usuários do software, encontram-se analistas de corretoras, universidades, bancos, fundações de previdência, áreas de relação com investidores e investidores particulares.

Para qualificar um Diretor Presidente como fundador, o Diretor Presidente pode tanto ser o fundador quanto ser membro do grupo que fundou a empresa. Um Diretor Presidente que adquiriu a empresa através de operações de *management* ou *leveraged buyout* ou, um Diretor Presidente que pertence à segunda geração (ou geração de ordem superior) da família do fundador não se qualifica como Diretor Presidente fundador⁴¹.

Portanto, herdeiros e executivos investidores que assumiram ou adquiriram empresas já existentes, caso ocupem a posição de Diretor Presidente na data do anúncio do investimento, não foram categorizados como fundadores e, portanto, não integram o grupo dos gestores enviesados. No caso, somente o Diretor Presidente fundador é considerado na análise. Assim, a variável binária representativa do otimismo e/ou confiança excessiva (*Fundador_CEO*) tem seu valor igual a '1' (um) caso o Diretor Presidente seja cumulativamente fundador da empresa. Por outro lado, *Fundador_CEO* assume valor igual a '0' (zero) no caso em que o Diretor Presidente não seja, simultaneamente, o fundador da empresa, caracterizando-se como gestor profissional ou herdeiro.

Um construto assim formado para representar o conjunto dos gestores enviesados apresenta, sem dúvidas, uma clara contaminação. Explicando melhor, é esperado que no conjunto formado por Diretores Presidentes/fundadores estejam presentes, além dos indivíduos enviesados, outros menos pronunciadamente enviesados e também outros, tidos como racionais. Entretanto, tal ruído não servirá para enviesar os resultados da pesquisa na direção do favorecimento das estimativas. Pelo contrário, a presença de indivíduos menos enviesados no grupo categorizado como *Fundador_CEO* = 1 servirá para enfraquecer a significância dos coeficientes dessa variável, aumentando dessa forma, a consistência dos resultados da pesquisa.

Para validação do construto adotado, foram criadas duas outras variáveis binárias: (a) *Herdeiro_CEO*, assumindo valor igual a '1' para o caso do Diretor Presidente ser cumulativamente herdeiro do fundador (ou de outro herdeiro) da empresa na data do anúncio do investimento, e '0' para o caso contrário; (b) *Profissional_CEO*, assumindo valor igual a '1' quando o Diretor Presidente não for nem fundador, nem herdeiro da empresa, e valor igual a '0' para o caso contrário. O Quadro 1 apresenta exemplos de Diretores Presidentes de empresas da amostra classificados com fundador, herdeiro ou profissional.

⁴¹ Tradução de: "To qualify as founder-CEO, a CEO must either be a founder or a member of the group that founded the company. A CEO who took over the company through a management or leveraged buyout or a CEO who belongs to the second or older generation of a family firm does not qualify as a founder-CEO".

Empresa	Nome do Diretor Presidente	Classificação
MMX Mineração e Metálicos S.A.	Eike Fuhrken Batista	Fundador
Gol Linhas Aéreas Inteligentes S.A.	Constantino de Oliveira Junior	Herdeiro
Vale S.A.	Roger Agnelli	Profissional

Quadro 1: Exemplo de classificação de gestores

Fonte: Informações Anuais, Comissão de Valores Mobiliários (CVM)

Como teste da robustez do construto, espera-se que o mercado reaja aos anúncios realizados por Diretores Presidentes profissionais (*Profissional_CEO*) de forma oposta à reação aos anúncios realizados pelos *Fundador_CEO*. A reação do mercado aos anúncios de *Herdeiros_CEO* deverá se dar de forma ambígua e sem significância estatística, uma vez que este grupo de gestores apresenta características híbridas e comuns aos demais grupos, porém com menor intensidade.

Um outro teste de robustez adotado na pesquisa consistiu em construir uma nova variável binária a partir de experimentos já realizados empiricamente, reportados na literatura. Optou-se por adotar um dos construtos propostos e utilizados por Shrand e Zechman (2008). Assim, a variável *ShrZec* assume valor igual a ‘1’ no caso de certos indicadores⁴² das empresas presentes na amostra apresentarem valores acima (abaixo) da média de mercado reportada para o setor da indústria na qual estão inseridas, caracterizando assim serem geridas por executivos enviesados. *ShrZec* assume valor igual a ‘0’ para o caso contrário, caracterizando a presença de executivo tido como racional (ou menos enviesado) na gestão da empresa.

A variável *ShrZec* será também utilizada para qualificação do grau de enviesamento dos gestores, conforme veremos a seguir.

3.6.2 Operacionalização do grau de enviesamento

Uma vez que um dos objetivos da pesquisa é investigar se decisões de investimentos anunciadas por gestores ‘moderadamente’ otimistas ou confiantes criam, na média, maior valor para as suas empresas do que aquelas anunciadas por gestores ‘pronunciadamente’ otimistas e excessivamente confiantes, fez-se necessário definir uma estratégia metodológica que permitisse medir o grau ou intensidade desses vieses, quando presentes nos gestores.

⁴² As variáveis analisadas por Shrand e Zechman (2008) foram: nível de investimento, estrutura de capital, pagamento de dividendos, agressividade tributária e remuneração dos administradores.

A proposta metodológica aqui utilizada tomou como base as proposições metodológicas encontradas em Schrand e Zechman (2008) e os resultados empíricos reportados por Ben-David *et al.* (2007) e Dyreng, Hanlon e Maydew (2008). Partindo-se da base formada apenas pelo subconjunto dos gestores enviesados extraídos da amostra total da pesquisa, ou seja, eventos que apresentam a variável *Fundador_CEO* = 1, foram construídas curvas de distribuição de frequência considerando três dimensões (no nível da empresa) reportadas por Schrand e Zechman (2008) que apresentam forte correlação com otimismo/excesso de confiança do gestor: política de pagamento de dividendos, política de remuneração dos executivos e agressividade tributária⁴³. A justificativa para o uso das *proxies* utilizadas por Schrand e Zechman (2008) baseia-se nas evidências reportadas na literatura de Finanças Comportamentais que sugerem que empresas geridas por executivos otimistas e/ou excessivamente confiantes apresentam, consistentemente, características e padrões típicos para essas dimensões propostas.

As variáveis utilizadas para formação desse construto foram:

$$a) \text{Payout}_i = \frac{\text{Dividendos Pagos}_i}{\text{Lucro Líquido}_i}$$

$$b) \text{Política de Remuneração}_i = \ln(\text{Salário} + \text{Bônus anual Executivos})_i$$

$$c) \text{Agressividade Tributária}_i = \frac{\text{Impostos Pagos}_i}{\text{Receita Bruta}_i}$$

Onde *i* varia de 1 a 502, representando todos os anúncios de investimentos da amostra da pesquisa empírica. Os passos metodológicos adotados no desenvolvimento do construto são descritos a seguir:

- **PASSO 1:** Dividiu-se a amostra total da pesquisa em duas subamostras. A primeira, contendo somente gestores tidos como racionais e menos enviesados (i.e., *Fundador_CEO* = 0) e; a segunda, contendo o subconjunto dos gestores enviesados (*Fundador_CEO* = 1);

⁴³ Uma vez que as autoras reportam que encontraram pouca ou nenhuma evidência que associe propensão a fraudes (e, por precedência, excesso de confiança) com a estrutura de capital ou com o nível de investimento das empresas, tais variáveis não foram consideradas na montagem do construto adotado na pesquisa.

- PASSO 2: Em seguida, tomou-se a segunda subamostra (*Fundador_CEO* = 1; formada somente por gestores enviesados) e dividiu-a em duas outras subamostras, representando os gestores ‘moderadamente’ enviesados e os ‘pronunciadamente’ enviesados. Para se proceder com a divisão da subamostra contendo somente os gestores enviesados, foram construídas curvas de distribuição de frequência por setor de atividade e para cada uma das seguintes dimensões da empresa: política de pagamento de dividendos, política de remuneração dos executivos e agressividade tributária. A classificação setorial das empresas foi elaborada segundo critérios adotados pela Bolsa de Valores do Estado de São Paulo (Bovespa);
- PASSO 3: Depois de construídas as curvas de distribuição de frequência, foi verificado qual o posicionamento de cada empresa na data do anúncio do investimento em relação à média do indicador da indústria analisada, considerando aquela dimensão específica. Empresas que se situarem à esquerda⁴⁴ (direita) dessa média serão assumidas como administradas por gestores ‘moderadamente’ otimistas e/ou confiantes. Por outro lado, empresas que estiverem posicionadas à direita (esquerda) da média de corte, serão assumidas como administradas por gestores ‘pronunciadamente’ otimistas e/ou confiantes.

As Figura 5 e Figura 6 apresentadas a seguir ilustram a distribuição de frequência da subamostra formada por *Fundador_CEO* = 1 para as dimensões pagamento de dividendos e remuneração de administradores, considerando os setores de Tecnologia da Informação e o de Consumo não Cíclico. Nota-se que, em ambos os casos, a subamostra formada apenas por gestores enviesados ficou dividida em duas outras, representando os subconjuntos dos gestores ‘moderadamente’ (*Extremo_CEO* = 0) e ‘pronunciadamente’ (*Extremo_CEO* = 1) enviesados.

⁴⁴ Nas dimensões agressividade tributária e pagamento de dividendos, empresas que se situem à esquerda da média da indústria foram consideradas geridas por indivíduos “pronunciadamente” enviesados. Para a dimensão remuneração dos executivos, gestores “pronunciadamente” enviesados ficaram posicionados à direita das curvas de distribuição de frequência desse indicador.

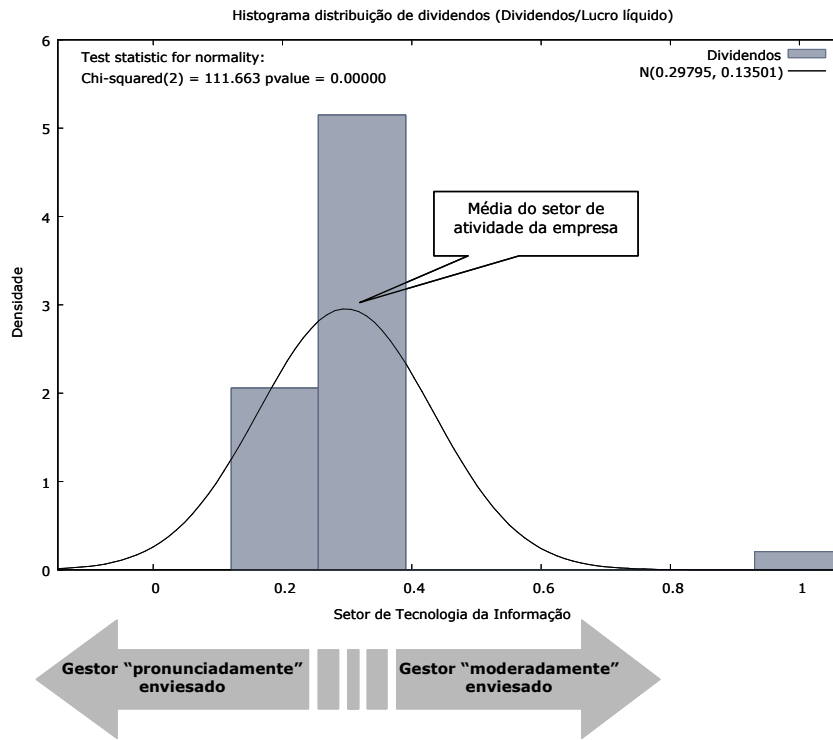


Figura 5: Distribuição de frequência pagamento de dividendos
Fonte: Elaborado pelo autor

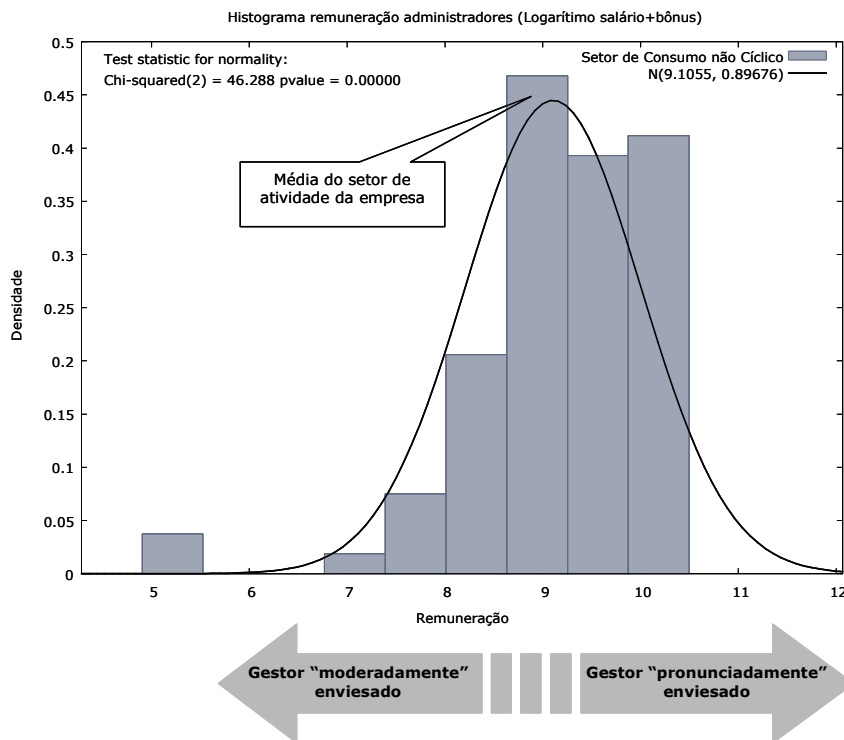


Figura 6: Distribuição de frequência da remuneração de administradores
Fonte: Elaborado pelo autor

Até onde se tenha conhecimento, a abordagem metodológica descrita acima para atribuição de graus de intensidade aos vieses cognitivos do otimismo e da confiança excessiva, é inédita na literatura de Finanças Comportamentais.

3.6.3 Variáveis de controle

Com o objetivo de evitar uma má especificação dos modelos econométricos utilizados na pesquisa, foram selecionadas variáveis cuja literatura aponta como possíveis influenciadores das variáveis dependentes. Busca-se com isso, eliminar prováveis vieses nos estimadores das regressões. A seguir, será feita uma breve descrição das variáveis de controle utilizadas.

3.6.3.1 Tamanho da empresa (*AtivoTotal*)

Na pesquisa empírica, o tamanho da empresa é controlado devido a sua influência nos aspectos de escala, influência da relevância dos anúncios sobre o mercado, influência devido à maior exposição na mídia, diferenças de acesso ao capital, dentre outros fatores. Optou-se por escolher o Ativo Total, expresso em reais, como *proxy* para tamanho da empresa. Por questões de ordem numérica dada a sua ordem de grandeza frente às demais variáveis (e entre as diversas empresas), nos modelos econométricos utilizou-se o logaritmo natural do Ativo Total.

Assim, a variável para tamanho da empresa é expressa como:

$$AtivoTotal_i = \ln (Ativo Total_i)$$

3.6.3.2 Valor do investimento anunciado (*InvestAnunciado*)

A variável *InvestAnunciado* representa o logaritmo natural do valor do investimento anunciado na data da divulgação do fato relevante. Todos os valores foram convertidos para reais, considerando a taxa de câmbio da moeda do investimento na data do seu anúncio. O

propósito da inclusão dessa variável de controle é expurgar a eventual influência da magnitude do investimento anunciado do excesso de retorno calculado para cada empresa.

É importante ressaltar que nem todos os anúncios de investimentos publicados, sejam como fato relevante à CVM ou divulgados na mídia em geral, possuíam informação sobre o valor do investimento. Assim, dos 502 anúncios coletados e utilizados no estudo de evento, somente 299 anúncios efetivamente informaram o valor do investimento objeto do anúncio. Dessa forma, os modelos econométricos que utilizaram essa variável de controle tiveram redução de pelo menos 40% na massa de dados utilizada na pesquisa empírica.

O Quadro 2 apresenta exemplo de anúncios coletados, onde se pode perceber a omissão do valor do investimento em alguns deles⁴⁵.

Data do evento	Anúncio do investimento	Fonte	Valor do investimento
03/09/2008	Multiplan Empreendimentos Imobiliários anuncia a expansão do ParkShopping Barigui, localizado em Curitiba, Paraná. A expansão aumentara em 8.639 m a área bruta locável (ABL) do shopping center. Das 83 novas lojas, 89% serão destinadas a lojas satélites, trazendo assim maiores retornos para a empresa e seus acionistas. Projetada em dois pavimentos, a expansão inclui uma praça de alimentação com vista privilegiada para uma reserva ambiental, situada atrás do shopping center. A Multiplan investira R\$42,0 milhões e espera uma taxa interna de retorno real e desalavancada acima de 20% a.a.	Bovespa	R\$ 42 milhões
11/03/2008	A Log-In Logística Intermodal S/A anuncia investimentos de R\$ 32 milhões para a expansão do Tercam, seu terminal multimodal terrestre localizado em Camaçari, Bahia. A estimativa da Log-In é que as obras dessa expansão estejam concluídas nos próximos doze meses.	Bovespa	R\$ 32 milhões
21/12/2007	A Petrobras e a Total E&P Activites Petrolieres assinaram hoje um acordo de cooperação (<i>joint venture</i>) para explorar óleo extraído de rochas betuminosas de depósitos existentes na África e Oriente Médio. As equipes técnicas da Petrobras e da Total (grupo de origem francesa) estudarão a viabilidade dos projetos, analisando aspectos como meio ambiente, questões legais, técnicas e econômicas. Caso a viabilidade seja confirmada e aprovada pelas respectivas diretorias executivas, será realizada uma avaliação para o desenvolvimento dos projetos, ficando a Petrobras como operadora. A cooperação entre as empresas também proporcionará o intercâmbio de tecnologias.	Portal Exame	n.d.

Quadro 2: Exemplo de anúncios de investimentos

Fonte: Elaborado pelo autor

A variável para valor do investimento anunciado é expressa da seguinte forma:

$$InvestAnunciado_i = \ln (Valor Investimento Anunciado_i)$$

⁴⁵ Uma vez que o objetivo do estudo do evento é medir o impacto do anúncio, que por definição deve ser não antecipado (*unanticipated event*), por opção metodológica não foi buscado em nenhuma outra fonte publicada posteriormente à data do anúncio inicial, o valor estimado para o tal investimento anunciado.

3.6.3.3 Intangibilidade da empresa (*Intangibilidade*)

O cálculo da variável de controle *Intangibilidade* seguirá o mesmo método adotado por Kayo (2002), sendo obtido a partir da relação entre o Valor de Mercado e o Valor Contábil da empresa (*Market-to-Book ratio*). Dessa forma, a variável *Intangibilidade* será uma medida relativa da intangibilidade dos ativos da empresa. Assume-se que quando maior for esse índice, maior é a participação dos ativos intangíveis no valor da empresa.

A literatura registra que executivos excessivamente confiantes tendem a se concentrar em certos setores da indústria, notadamente nos setores de indústrias que requeiram alto nível de inovação e se insiram em um ambiente de negócio competitivo, dinâmico e heterogêneo. Setores da indústria intangível-intensiva, como os de tecnologia, produção de software e hardware para computadores apresentam essas características (ERICKSON, HANLON e MAYDEW, 2006; CREMERS e GRINSTEIN, 2008).

A variável de controle *Intangibilidade* foi estimada como sendo:

$$Intangibilidade_i = \frac{Valor\ de\ Mercado_i}{Valor\ Contábil_i}$$

3.6.3.4 Q de Tobin (*Q_Tobin*)

O Q de Tobin é um indicador de desempenho da empresa largamente empregado na literatura. Este índice é definido como a relação entre o valor de mercado de uma empresa e o custo de reposição dos seus ativos físicos. Entretanto, uma boa aproximação desse indicador pode ser obtida a partir do valor do ativo da empresa. Chung e Pruitt⁴⁶ (1994 *apud* FAMÁ; BARROS, 2005) definem o ‘Q de Tobin aproximado’ como sendo:

$$Q_Tobin_i = \frac{(VMA + VCPC - VCAC + VCE + VCDLP)_i}{Ativo\ Total_i}$$

⁴⁶ CHUNG, K. H.; PRUITT, S. W. A Simple Approximation of Tobin's Q. **Financial Management**, v. 23, n. 3, Aut. 1994.

Onde:

VMA é o valor de mercado das ações negociadas em bolsa (ordinárias e preferenciais); *VCPC* é o valor contábil dos passivos circulantes da empresa; *VCAC* é o valor contábil de seus ativos circulantes; *VCE* é o valor contábil dos estoques e, *VCDLP* é o valor contábil das dívidas de longo prazo.

3.6.3.5 Lucro Operacional sobre Ativo Total (*EBIT_Ativo*)

O Lucro Operacional sobre o Ativo Total da empresa é uma outra medida de desempenho largamente empregada na literatura. O Lucro Operacional (ou EBIT) é o lucro obtido antes do pagamento dos juros e impostos sobre o lucro (e.g., Imposto de Renda, Contribuição Social sobre o Lucro).

$$EBIT_Ativo_i = \frac{EBIT_i}{Ativo\ Total_i}$$

3.6.3.6 Dívida sobre Patrimônio Líquido (*Divida_PL*)

Parte significativa dos trabalhos empíricos em Finanças tem seus experimentos controlados pela estrutura de capital das empresas que compõem a amostra da pesquisa, uma vez que o endividamento da empresa pode ter relevância sobre o seu desempenho financeiro. Na economia real, tal desempenho está sujeito a questões de agência, assimetria de informações, custos de falência e custos de transação. Assim, nesta pesquisa também se controlou o endividamento das empresas visando isolar este fator.

Seguindo Shrand e Zechman (2008), calculou-se o endividamento considerando somente as dívidas de longo prazo (Exigível de Longo Prazo – ELP). Entretanto, diferentemente dessas autoras, optou-se nesta pesquisa por utilizar o Patrimônio Líquido (PL) e não o Valor de Mercado das Ações (VMA) da empresa como quociente do indicador.

$$Divida_PL_i = \frac{ELP_i}{PL_i}$$

3.6.3.7 Variável binária para Governança Corporativa (*Dummy_GC*)

Segundo o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), governança corporativa é um sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo os acionistas e os cotistas, Conselho de Administração, Diretoria, Auditoria Independente e Conselho Fiscal. As boas práticas de governança corporativa têm a finalidade de aumentar o valor da sociedade, facilitar seu acesso ao capital e contribuir para a sua perenidade.

Na definição de Shleifer e Vishny (1997), a governança corporativa constitui-se no conjunto de mecanismos pelo quais os fornecedores de capital (i.e., acionistas e credores da empresa) se asseguram que receberão o retorno sobre os seus investimentos.

Os trabalhos de Anderson e Reeb (2003), Villalonga e Amit (2004) e Fahlenbrach (2009) sugerem influência da governança corporativa no desempenho das empresas. No Brasil, Silveira e Barros (2007) fazem constatação semelhante utilizando um índice de governança corporativa⁴⁷ *ad hoc*. Dessa forma, foi também incluída variável binária (*Dummy_GC*) para controlar se a existência de governança corporativa na empresa interfere (ou não) na percepção do mercado sobre anúncios de investimentos estratégicos.

Dummy_GC assume valor igual a '1' para o caso da empresa participar dos segmentos de listagem de mercado da Bovespa nos níveis NM (nível 'Novo Mercado' de governança corporativa) ou N2 ('Nível 2' de governança corporativa); e '0' no caso contrário.

O Quadro 3 apresenta as características dos diversos segmentos diferenciados de listagem para as companhias abertas, oferecidos pela Bovespa.

⁴⁷ O índice de governança corporativa (IGOV) utilizado na pesquisa de Silveira e Barros (2007) foi construído levando em conta quatro dimensões consideradas importantes pela literatura para avaliação da qualidade da governança: facilidade de acesso às informações da empresa, conteúdo informacional, estrutura do conselho de administração e, estrutura de controle e propriedade.

Requisitos	Segmentos diferenciados de listagem			
	Novo Mercado	Nível 2	Nível 1	Tradicional
Percentual Mínimo de Ações em Circulação (<i>free float</i>)	No mínimo 25% de <i>free float</i>	No mínimo 25% de <i>free float</i>	No mínimo 25% de <i>free float</i>	Não há regra
Características das Ações Emitidas	Permite a existência somente de ações ON	Permite a existência de ações ON e PN (com direitos adicionais)	Permite a existência de ações ON e PN	Permite a existência de ações ON e PN
Conselho de Administração	Mínimo de cinco membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes	Mínimo de cinco membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes	Mínimo de três membros (conforme legislação)	Mínimo de três membros (conforme legislação)
Demonstrações Financeiras Anuais em Padrão Internacional	US GAAP ou IFRS	US GAAP ou IFRS	Facultativo	Facultativo
Concessão de <i>Tag Along</i>	100% para ações ON	100% para ações ON 80% para ações PN	80% para ações ON (conforme legislação)	80% para ações ON (conforme legislação)
Adoção da Câmara de Arbitragem do Mercado	Obrigatório	Obrigatório	Facultativo	Facultativo

Quadro 3: Segmentos diferenciados de listagem para as companhias abertas

Fonte: Bovespa

3.6.3.8 Variáveis binárias para FA e JV (*Dummy_FA* e *Dummy_JV*)

Foram incluídas em todas as regressões duas variáveis binárias (*Dummy_FA* e *Dummy_JV*) para controlar eventos relacionados a anúncios de fusões e aquisições (FA) ou formação de *joint ventures* (JV).

Dummy_FA assume valor igual a '1' para o caso de anúncios de FA; e '0' no caso contrário. Enquanto a *Dummy_JV* assume valor igual a '1' para o caso de anúncios de JV; e '0' no caso contrário.

3.6.3.9 Variáveis binárias para Setor de Atividade (*Dummy_Setor1-10*)

Uma vez que a literatura em Finanças Comportamentais registra que executivos otimistas e/ou excessivamente confiantes tendem a se concentrar em certos setores da indústria, foram também criadas variáveis binárias para representar os setores de atividade da economia, segundo classificação da Bovespa. O Quadro 4 a seguir, apresenta o detalhamento de cada uma dessas variáveis.

Variável	Setor de atividade	Segmento
Dummy_Setor1	Bens Industriais	Material Aeronáutico; Material Ferroviário; Material Rodoviário; Equipamentos Elétricos; Motores, Compressores e Outros; Máqs. e Equip. Industriais; Máqs. e Equip. Construção e Agrícolas; Máqs. e Equip. Hospitalares; Armas e Munições; Serviços Diversos Material de Transporte; Máquinas e Equipamentos.
Dummy_Setor2	Construção e Transporte	Materiais de Construção; Construção Civil; Construção Pesada; Engenharia Consultiva; Serviços Diversos; Intermediação Imobiliária; Transporte Aéreo; Transporte Ferroviário; Transporte Hidroviário; Transporte Rodoviário; Exploração de Rodovias; Serviços de Apoio e Armazenagem.
Dummy_Setor3	Consumo Cíclico	Fios e Tecidos; Couro; Vestuário; Calçados; Acessórios; Eletrodomésticos; Utensílios Domésticos; Televisão por Assinatura; Jornais, Livros e Revistas; Publicidade e Propaganda; Hotelaria; Bicicletas; Brinquedos e Jogos; Parques de Diversão; Produção de Eventos e Shows; Atividades Esportivas; Serviços Educacionais; Aluguel de Carros; Programas de Fidelização; Tecidos, Vestuário e Calçados; Eletrodomésticos; Livrarias e Papelarias; Produtos Diversos.
Dummy_Setor4	Consumo não Cíclico	Agricultura; Açúcar e Alcool; Café; Grãos e Derivados; Carnes e Derivados; Laticínios; Alimentos Diversos; Cervejas e Refrigerantes; Cigarros e Fumo; Produtos de Uso Pessoal; Produtos de Limpeza; Medicamentos e Outros Produtos; Serviços Médico - Hospitalares, Análises e Diagnósticos; Produtos Diversos; Alimentos; Medicamentos.
Dummy_Setor5	Financeiro e Outros	Bancos; Soc. Crédito e Financiamento; Soc. Arrendamento Mercantil; Outros Intermediários Financeiros; Securitizadoras de Recebíveis; Gestão de Recursos e Investimentos; Serviços Financeiros Diversos; Seguradoras; Exploração de Imóveis; Holdings Diversificadas; Outros; Fundos Imobiliários; Fundos de Ações; Fundos de Direitos Creditórios; Fundos de Incentivo Setorial.
Dummy_Setor6	Materiais Básicos	Minerais Metálicos; Siderurgia; Artefatos de Ferro e Aço; Artefatos de Cobre; Petroquímicos; Fertilizantes e Defensivos; Químicos Diversos; Madeira Papel e Celulose; Embalagens; Materiais Diversos.
Dummy_Setor7	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	Exploração e/ou Refino; Máquinas e Equipamentos.
Dummy_Setor8	Tecnologia da Informação	Computadores e Equipamentos; Programas e Serviços.
Dummy_Setor9	Telecomunicações	Telefonia Fixa; Telefonia Móvel.
Dummy_Setor10	Utilidade Pública	Energia Elétrica; Água e Saneamento; Gás.

Quadro 4: Descrição das variáveis binárias de setor de atividade econômica

Fonte: Elaborado pelo autor

3.7 Resumo das variáveis utilizadas

O Quadro 5 seguinte apresenta um resumo das variáveis que foram utilizadas para testar as hipóteses de pesquisa. Neste quadro constam: nome da variável utilizada pelo software econométrico Gretl, definição e tipo da variável, além de alguns detalhes acerca de sua construção.

Variável	Definição	Tipo	Observações
CAR10	Retorno médio anormal acumulado.	Contínua	Retorno médio anormal acumulado para uma janela do evento de 10 dias, considerando todos os eventos da amostra.
Fundador_CEO	Variável binária representativa do otimismo e/ou confiança excessiva do gestor da empresa.	Binária	Fundador_CEO tem seu valor igual a '1' (um) caso o Diretor Presidente seja cumulativamente fundador da empresa, e '0' para o caso contrário.
Extremo_CEO	Variável binária representativa dos gestores mais acentuadamente (ou pronunciadamente) enviesados	Binária	Extremo_CEO assume valor igual a '1' para o caso do Diretor Presidente ser considerado pronunciadamente enviesado, e '0' para o caso contrário.
Herdeiro_CEO	Variável binária representativa dos gestores herdeiros do fundador (ou de outro herdeiro) da empresa.	Binária	Herdeiro_CEO assume valor igual a '1' para o caso do Diretor Presidente ser cumulativamente herdeiro da empresa na data do anúncio do investimento, e '0' para o caso contrário.
Profissional_CEO	Variável binária representativa da presença dos gestores profissionais de mercado na empresa.	Binária	Profissional_CEO assume valor igual a '1' quando o Diretor Presidente não for nem fundador, nem herdeiro da empresa, e valor igual a '0' para o caso contrário.
Payout	Política de pagamento de dividendos.	Contínua	Variável utilizada para definição do grau de enviesamento do gestor
Política de Remuneração	Política de remuneração dos executivos.	Contínua	Variável utilizada para definição do grau de enviesamento do gestor
Agressividade Tributária	Estratégia de pagamento de tributos.	Contínua	Variável utilizada para definição do grau de enviesamento do gestor
ShrZec	Variável binária representativa do otimismo e/ou confiança excessiva do gestor da empresa (<i>proxy</i> alternativa).	Binária	ShrZec assume valor igual a '1' no caso das variáveis política de pagamento de dividendos, política de remuneração dos executivos e agressividade tributária apresentarem valores acima (abaixo) da média de mercado reportada para o setor da indústria na qual estão inseridas, e '0' para o caso contrário.
AtivoTotal	<i>Proxy</i> de tamanho da empresa	Contínua	Logaritmo natural do Ativo Total.
InvestAnunciado	Valor do investimento anunciado na data da divulgação do fato relevante	Contínua	Logaritmo natural do valor do investimento anunciado.
Intangibilidade	Medida relativa da intangibilidade dos ativos da empresa.	Contínua	Valor de Mercado dividido pelo Valor Contábil da empresa.
Q_Tobin	Indicador de desempenho.	Contínua	Definido como a relação entre o Valor de Mercado da empresa e o custo de reposição dos seus ativos físicos.
EBIT_Ativo	Indicador de desempenho.	Contínua	Definido como a relação entre o Lucro Operacional e o Ativo Total da empresa.
Divida_PL	Indicador da estrutura de capital da empresa.	Contínua	Definido como a relação entre o Exigível de Longo Prazo e o Patrimônio Líquido da empresa.
Dummy_GC	Variável binária sinalizadora de existência de governança corporativa nos níveis NM e N2 da Bovespa	Binária	Assume valor igual a '1' para o caso de existência de governança corporativa nos níveis NM e N2, e '0' no caso contrário.
Dummy_FA	Variável binária sinalizadora de investimento em fusão e aquisição.	Binária	Assume valor igual a '1' para o caso de anúncios de FA, e '0' no caso contrário.
Dummy_JV	Variável binária sinalizadora de investimento em <i>joint venture</i> .	Binária	Assume valor igual a '1' para o caso de anúncios de JV, e '0' no caso contrário.

Dummy_Sector1-10	Variáveis binárias indicadoras do setor de atividade da economia	Binária	Assume valor igual a '1' para indicar determinado setor da economia, e '0' no caso contrário.
------------------	--	---------	---

Quadro 5: Resumo das variáveis utilizadas na pesquisa empírica

Fonte: Elaborado pelo autor

3.8 Modelos econométricos utilizados na investigação empírica

A unidade básica de investigação empírica é o anúncio de investimento realizado pelos gestores das empresas, observado em diferentes momentos do tempo no período compreendido entre 2005 a 2009. Além do estudo de evento realizado para determinação da variável dependente $CAR10$, foram empregados modelos econométricos para determinação da intensidade e direção dos regressores, além da determinação de sua significância estatística.

Para que sejam confirmadas (ou refutadas) as hipóteses propostas na pesquisa, se buscou representar o relacionamento entre as variáveis de interesse da pesquisa por um Modelo Linear Geral conforme especificado a seguir:

$$CAR10_i = \beta_1 + \beta_2 OCE_i + \sum_{i=1}^N VC_i + \varepsilon_i, \text{ com } i = 1, \dots, N \quad \text{Equação 2}$$

Onde:

$CAR10_i$ representa o excesso de retorno calculado para cada evento da amostra;

OCE_i representa a variável binária indicadora da presença (ou não) dos vieses do otimismo e/ou excesso de confiança dos gestores das empresas. Dependendo da hipótese analisada, OCE_i pode assumir a forma das seguintes variáveis: $Fundador_CEO_i$, $Extremo_CEO_i$, $Profissional_CEO_i$, $Herdeiro_CEO_i$ ou $ShrZec_i$.

VC_i representa o conjunto de variáveis de controle utilizadas nos diversos modelos;

ε_i representa o componente de erro do modelo.

As regressões são executadas utilizando o método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO), e são robustas com relação ao pressuposto de que os termos de erro são independentes e normalmente distribuídos.

Os coeficientes da regressão linear foram estimados utilizando-se o software GRETL – Gnu Regression, Econometrics and Time-series Library. O GRETL é um pacote de software multiplataforma para análise econométrica escrito em linguagem ‘C’. É um software livre e de código aberto que pode ser redistribuído e/ou modificado de acordo com os termos da Licença Pública Geral (*General Public License – GPL*) publicada pela Free Software Foundation (<http://gretl.sourceforge.net/>).

3.8.1 Escolha das variáveis de controle componentes dos modelos

Sempre que possível, as regressões realizadas serão controladas pelo maior número de variáveis de controle, conforme listadas na Seção 3.6.3. Entretanto, em alguns casos será necessário fazer alguns ajustes nessa estratégia. Por exemplo, uma grande parte dos anúncios de investimento não especifica o montante dos recursos financeiros envolvidos no empreendimento anunciado. Portanto, a variável de controle *InvestAnunciado*, representativa do valor do investimento anunciado na data da divulgação do fato relevante, quando incluída nos modelos reduz de forma significativa a quantidade de dados utilizadas nas regressões.

Uma primeira alternativa para contornar esse problema poderia ser, simplesmente, descartar o uso dessa variável de controle nas regressões. Entretanto, é provável que esse regressor carregue importante conteúdo informacional e o simples descarte do mesmo impute significativa perda de poder explanatório aos modelos de regressão executados.

Uma segunda alternativa possível reside em coletar a informação referente ao valor do investimento em uma data posterior à data do primeiro anúncio (i.e., data do evento). Todavia, essa estratégia violaria um dos pressupostos básicos assumidos durante a condução de estudos de evento. O método de estudo de evento foi desenvolvido para medir o efeito de um evento não antecipado nos preços das ações (ver Seção 3.9). Eventos não antecipados são as notícias publicadas na imprensa cujo conteúdo não tenha sido de conhecimento prévio do mercado, nem os investidores e demais participantes do mercado de capitais tenham obtido ganhos com tal informação. É bastante provável que o valor do investimento divulgado posteriormente à data do evento ou extraídos posteriormente das demonstrações financeiras das empresas não guarde qualquer relação com o excesso de retorno eventualmente produzido quando da divulgação do primeiro anúncio, enviesando assim os resultados da regressão.

A terceira possibilidade para tratamento dessa questão é realizar regressões adicionais, considerando a inclusão desse regressor. Essa mesma estratégia pode ser aplicada a variáveis (ou conjunto de variáveis) que apresentem problemas de colinearidade. Decidiu-se por adotar essa alternativa metodológica na realização deste estudo.

3.9 O método de estudo de evento

O método de estudo de evento foi desenvolvido para medir o efeito de um evento não antecipado (*unanticipated event*) nos preços das ações. Um evento não-antecipado refere-se às notícias publicadas na imprensa cujo conteúdo não tenha sido de conhecimento prévio do mercado, nem os investidores e demais participantes do mercado de capitais tenham obtido ganhos com tal informação. Assim, os retornos anormais são assumidos como o reflexo da reação do mercado em face ao anúncio de novas informações relevantes (McWILLIAMS e SIEGEL, 1997).

Ainda segundo McWilliams e Siegel (1997), a vantagem em se utilizar o método do estudo de evento reside no fato de que esse método desconsidera a utilização dos dados contábeis das empresas, tais como o lucro. Esses dados, por vezes, não refletem o real desempenho das empresas. Fama (1991) também sustenta que o preço das ações em um mercado com eficiência semiforte representa melhor o valor da empresa que as informações contábeis disponíveis, pois, em sua formação, o preço das ações reflete o valor presente de todos os fluxos de caixa futuro descontados, incorporados a todas as informações relevantes.

Colocando de forma simples, o estudo de evento busca detectar se a divulgação de determinadas informações relevantes afeta o comportamento dos preços das ações.

Campbell, Lo e MacKinlay (1997) reportam que o primeiro estudo de evento foi publicado por Dolley⁴⁸ (1933, *apud* CAMPBELL, LO e MACKINLAY, 1997). Dolley analisou os efeitos sobre os preços nominais de ações de empresas quando da ocorrência de desdobramentos dessas ações (*splits*). Para tal, utilizou uma amostra de 95 desdobramentos ocorridos no período compreendido entre 1921 e 1933. Concluiu que os preços das ações

⁴⁸ DOLLEY, J. *Characteristics and Procedure of Common Stock Split-Ups*. **Harvard Business Review**, pp. 316-326, 1933.

subiram em 57 casos, declinaram em 26 outros e, nos doze casos restantes não apresentaram variações.

Nas décadas subsequentes, o nível de sofisticação dos estudos de evento cresceu consideravelmente para medir os efeitos das publicações de anúncios realizados por companhias abertas, sobre as alterações nos preços das ações. McWilliams e Siegel (1997) sustentam que estudos de evento, necessariamente, baseiam-se nos seguintes pressupostos:

- a) Os mercados são eficientes na forma semiforte;
- b) Não há antecipação de eventos e;
- c) Não existem efeitos sobrepostos (*confounding effects*) que possam influenciar os resultados no período de análise ou janela do evento.

Conforme discutido na Seção 2.4, o pressuposto de que os mercados são eficientes em sua forma semiforte (FAMA, 1970 e 1991), implica que o preço das ações incorpora todas as informações relevantes disponíveis no mercado em que essas ações são negociadas. Então, quaisquer novas informações financeiras relevantes reveladas aos investidores serão rapidamente incorporadas aos preços das ações.

No Brasil, diversos estudos empíricos realizados nos anos recentes são compatíveis com a hipótese de que o mercado de capitais brasileiro é eficiente informacionalmente e opera na forma semiforte. Evidências acerca da eficiência informacional do mercado brasileiro podem ser encontradas em estudos realizados sobre anúncios investimentos de capital (LUCCHESI e FAMÁ, 2007), fusões e aquisições (PATROCÍNIO, 2005), formação de *joint ventures* (OLIVEIRA NETO *et al.*, 2008), dentre outros. Entretanto, algumas pesquisas empíricas realizadas recentemente refutam a hipótese de que o mercado brasileiro de capitais tenha evoluído para a forma semiforte (NOVIS NETO e SAITO, 2002; ANTUNES e PROCIANOY, 2003; MINARDI, 2004), sinalizando que o tema ainda é controverso e carece de mais estudos.

O segundo pressuposto refere-se ao fato de que quaisquer anúncios ou informações financeiras relevantes são publicados na imprensa ou em outra mídia apropriada para que todos os agentes obtenham a mesma informação, no mesmo instante. Nenhum agente pode ter conhecimento prévio desse anúncio e assim, negociar ações e obter ganhos com a antecipação dessa informação. Entretanto, na prática, dependendo da natureza do evento, nem sempre esse

pressuposto é possível de ser respeitado. Por exemplo, informações sobre mudança de controle, fusões, aquisições ou troca de altos executivos nas corporações, em geral, são do conhecimento do mercado mesmo antes do seu anúncio oficial.

Para McWilliams e Siegel (1997) o terceiro pressuposto é, talvez, a mais crítica premissa do método do estudo de evento. Baseia-se no fato de que o pesquisador possua as habilidades e os cuidados necessários para isolar os efeitos do evento em estudo de outros efeitos, referentes à ocorrência de outros eventos. Assume-se que não há sobreposição de efeitos provenientes de outros eventos, que não aquele objeto do estudo. Como regra geral, quanto maior a janela ou período de análise, maior a probabilidade de serem capturados efeitos sobrepostos.

Do ponto de vista prático, não há uma estrutura única para a condução de um estudo de evento. Nesta pesquisa, será seguida a estrutura de estudo de evento composta de sete etapas proposta por Campbell, Lo e MacKinlay (1997). A estrutura proposta por esses autores é apresentada no Quadro 6 seguir.

#	Etapas	Objetivos
1	Definição do evento	Identificar o evento de interesse; Definir a janela do evento.
2	Critério de seleção	Definir quais empresas serão selecionadas ou rejeitadas para compor a amostra da pesquisa.
3	Cálculo dos retornos	Calcular os retornos normais e os retornos anormais acumulados.
4	Procedimento de estimação	Definir a janela de estimação.
5	Procedimentos de testes	Determinar a significância dos resultados (teste de hipóteses).
6	Resultados empíricos	Elaborar diagnóstico baseado em modelos econométricos, na teoria científica ou em outros resultados de estudos empíricos comparáveis e já realizados.
7	Interpretação e conclusão	Proporcionar reflexões sobre resultados encontrados.

Quadro 6: Estrutura proposta por Campbell, Lo e MacKinlay (1997, p. 150-152)

Fonte: Elaborado pelo autor

A seguir, serão descritas em detalhes cada uma das etapas proposta por Campbell, Lo e MacKinlay (1997) para condução de estudo de evento.

3.9.1 Definição do evento

É a primeira etapa de qualquer estudo de evento. Neste ponto, deve-se identificar o evento de interesse do estudo e o período de análise durante o qual o preço das ações da empresa determinada será observado. Esse período é também conhecido como janela do evento (*event*

window). Na prática, geralmente, a janela do evento possui poucos dias de duração. Para McWilliams e Siegel (1997), janelas de evento muito longas violam o pressuposto da eficiência de mercado em sua forma semiforte. Além disso, conferem dificuldade adicional na análise e separação da sobreposição de efeitos causados por outros eventos que não são objetos do estudo.

Assim, o primeiro desafio do pesquisador no desenvolvimento de um estudo de evento se constitui em determinar o tamanho da janela do evento, ou seja: a quantidade de dias anteriores e posteriores à efetiva data do evento. Para Barbosa e Camargos (2003) a determinação dessa janela envolve certo grau de subjetividade e arbitrariedade do pesquisador e depende da natureza do evento objeto de estudo. Entretanto, em consonância com McWilliams e Siegel (1997), também sugerem que a janela do evento não deve ser muito extensa para que sejam minimizados os riscos de se englobarem outros eventos, enviesando-se os resultados da pesquisa.

O tamanho da janela de evento utilizada nesta pesquisa é de 10 dias, incluindo a própria data do evento (D+0) e os 9 dias imediatamente subsequentes à data do evento (i.e., D+1; D+2;...; D+9).

3.9.2 Critério de seleção da amostra

Conforme definido na Seção 1.2, os objetos propostos para estudo são os anúncios de decisões de investimentos realizados pelos gestores das empresas brasileiras de capital aberto e os vieses cognitivos do excesso de confiança e otimismo (eventualmente) existentes nos executivos das empresas analisadas. Para tanto, são analisados os principais anúncios de investimentos estratégicos realizados nos últimos 5 anos pelas empresas brasileiras de capital aberto. Consideraram-se investimentos estratégicos todos aqueles dispêndios de capital que criam oportunidade de crescimento para as empresas, tais como: construção de novas plantas, expansão de capacidade, investimentos em P&D, fusões, aquisições e formação de *joint ventures*.

Isto posto, torna-se necessário definir o critério a ser utilizado para inclusão (ou rejeição) das empresas que participarão da pesquisa. Para efeito desta pesquisa, participam todas as

empresas de capital aberto, listadas na Bovespa e que tenham publicado Fatos Relevantes⁴⁹ na CVM, em jornais de circulação nacional ou na mídia especializada sobre decisões de investimentos estratégicos no período compreendido entre os anos de 2005 e 2009.

3.9.3 Cálculo dos retornos normal e anormal

Soares, Rostagno e Soares (2002) definem dois métodos para o cálculo dos retornos das ações: capitalização discreta ou capitalização contínua (ou logarítmica). De acordo com esses autores, a forma a ser utilizada dependerá da maneira como o pesquisador percebe a dinâmica informacional do mercado e a reação do mesmo às informações.

Na forma discreta considera-se que as informações chegam em momentos distintos, causando variações discretas nos preços das ações. Assim, a mensuração dos retornos na forma tradicional, poderá ser definida como:

$$R_{i,t} = \left(\frac{P_{i,t}}{P_{i,t-1}} \right) - 1 \quad \text{Equação 3}$$

Sendo $R_{i,t}$, $P_{i,t}$ e $P_{i,t-1}$, respectivamente, a taxa de retorno da ação i na data t , o preço da ação i na data t e o preço da ação i na data $t-1$.

Uma vez que a probabilidade da razão $(P_{i,t}/P_{i,t-1})$ gerar números entre zero e um é idêntica à probabilidade de gerar resultados superiores a um, pois, no curto prazo, o comportamento dos preços das ações segue um passeio aleatório (*random walk*), este modelo implica necessariamente em uma distribuição de frequência assimétrica à direita. De fato, considerando que os preços das ações não podem assumir valores negativos, temos pela

⁴⁹ De acordo com a Instrução CVM no. 358, publicada em 3 de janeiro de 2002, um fato ou ato relevante é “... qualquer decisão de acionista controlador, deliberação da assembleia geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, ou qualquer ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos seus negócios que possa influir de modo ponderável: (1) na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados; (2) na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários; (3) na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados”.

Equação 3 que o menor valor assumido para taxa de retorno será igual a -1 (no caso de $P_{i,t} < P_{i,t-1}$ e para valores muito grandes de $P_{i,t-1}$). Entretanto, quando $P_{i,t} > P_{i,t-1}$ e os valores para $P_{i,t-1}$ estiverem próximos de zero, serão produzidos valores elevados para $R_{i,t}$, tendendo a infinito ($+\infty$). Matematicamente esses valores limites podem ser expressos das seguintes formas:

$$\lim_{P_{i,t-1} \rightarrow +\infty} R_{i,t} = -1, \text{ sendo } P_{i,t} > 0 \text{ e } P_{i,t} < P_{i,t-1}$$

$$\lim_{P_{i,t-1} \rightarrow 0} R_{i,t} = +\infty, \text{ sendo } P_{i,t}, P_{i,t-1} > 0 \text{ e } P_{i,t} > P_{i,t-1}$$

Graficamente tem-se a seguinte apresentação:

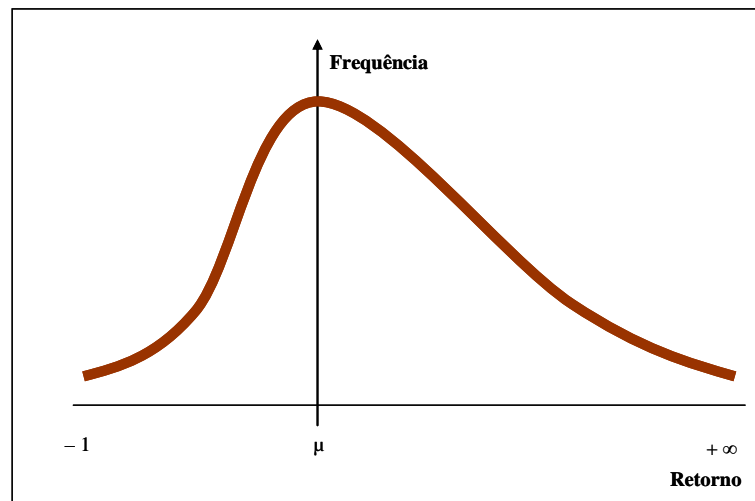


Gráfico 4: Distribuição assimétrica dos retornos discretos
 Fonte: Adaptado de Soares, Rostagno e Soares (2002, p. 5)

A utilização da capitalização contínua pressupõe que as informações de mercado acontecem a todo o momento, e que as ações reagem de forma contínua a estas informações (SOARES, ROSTAGNO e SOARES, 2002). Nesse método, é extraído o logaritmo natural (ou neperiano) da divisão de $P_{i,t}$ por $P_{i,t-1}$. Seu cálculo é dado pela equação:

$$R_{i,t} = \ln \left(\frac{P_{i,t}}{P_{i,t-1}} \right)$$

Equação 4

Onde $R_{i,t}$, $P_{i,t}$ e $P_{i,t-1}$ são, respectivamente, a taxa de retorno da ação i na data t , o preço da ação i na data t e o preço da ação i na data $t-1$.

Quando é extraído o logaritmo natural da razão entre $P_{i,t}$ e $P_{i,t-1}$, a curva de distribuição de frequência torna-se simétrica⁵⁰ pois, o logaritmo natural de números situados entre zero e um é sempre um número negativo e o logaritmo natural de um número maior que um é sempre positivo. De forma gráfica tem-se a seguinte curva de distribuição de frequência:

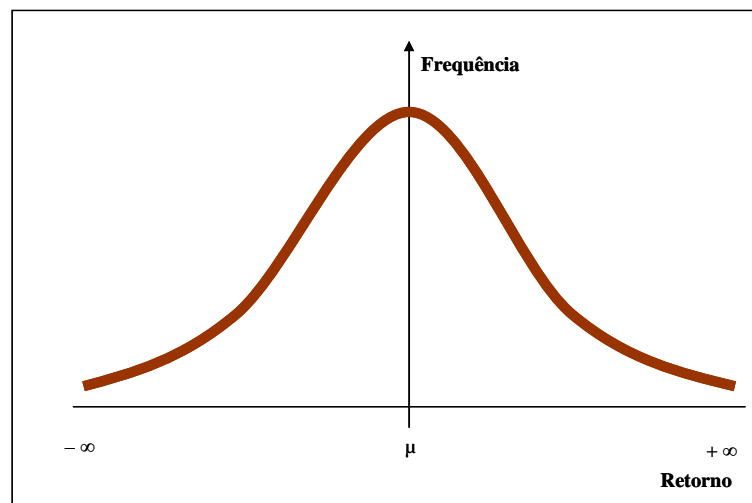


Gráfico 5: Distribuição dos retornos pela capitalização contínua
Fonte: Adaptado de Soares, Rostagno e Soares (2002, p. 6)

Na investigação empírica foi utilizado o método da capitalização contínua (ou logarítmica) para o cálculo das taxas de retorno das ações das empresas, uma vez que a Bovespa se assemelha a um mercado contínuo.

Para avaliação do real impacto de um evento será necessário calcular o retorno anormal. O retorno anormal da ação será calculado pela diferença existente entre o retorno realmente ocorrido, *ex post*, apurado na janela de evento determinada, e o retorno normal, também apurado na mesma janela de evento.

Então, para cada empresa i e a data t tem-se:

⁵⁰ Entretanto, a simetria não garante a normalidade da distribuição.

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - \hat{R}_{i,t} \quad \text{Equação 5}$$

Onde $AR_{i,t}$, $R_{i,t}$ e $\hat{R}_{i,t}$ são, respectivamente, o retorno anormal, o retorno real ocorrido e o retorno normal estimado para a empresa caso o evento não houvesse ocorrido.

Depois de calculado o retorno anormal diário dado para cada empresa, será calculado o retorno anormal médio, para um determinado dia, utilizando-se a seguinte equação:

$$\overline{AR}_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{i,t} \quad \text{Equação 6}$$

Onde \overline{AR}_t é o retorno anormal médio (*average residuals*) para um determinado dia t e N é o número de empresas da amostra.

O último passo dessa etapa se constituirá em acumular os retornos médios anormais por todo o período da janela do evento, conforme a Equação 7 a seguir:

$$\overline{CAR} = \sum_{t=t_1}^{t_2} \overline{AR}_t \quad \text{Equação 7}$$

Onde \overline{CAR} é o retorno anormal médio acumulado (*cumulative average residuals*) entre o período t_1 e t_2 da janela do evento.

De acordo com Weston, Siu e Johnson (2001) existem basicamente três métodos para se calcular os retornos normais das ações de uma determinada empresa selecionada. São eles: o ‘método de retorno da média ajustada’ (*mean adjusted return method*); o ‘método do modelo de mercado’ (*market model method*) e o ‘método de retorno de mercado ajustado’ (*market adjusted return method*). Os autores sustentam que, para a maioria dos casos, esses métodos

produzem resultados semelhantes. Entretanto, ainda segundo esses autores, o segundo método, ou método do modelo de mercado, apresenta como vantagem a combinação da associação do risco de mercado com a média do retorno das ações da empresa em estudo.

Na definição de Campbell, Lo e MacKinlay (1997) o método do modelo de mercado é um modelo estatístico linear que relaciona o retorno de uma determinada ação com o retorno da carteira de mercado. Assim, o modelo de mercado é estimado calculando-se a seguinte regressão:

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i R_{m,t} + \varepsilon_{i,t} \quad \text{Equação 8}$$

Onde $R_{m,t}$ é o índice de retorno da carteira de mercado para um determinado dia t .

Em geral, nos estudos de evento realizados no Brasil é utilizado o Ibovespa⁵¹, da Bolsa de Valores de São Paulo, como índice de retorno da carteira de mercado. O motivo da escolha do Ibovespa é devido à sua estabilidade, pois o índice tem mantido a integridade de sua série histórica e não sofreu modificações metodológicas desde sua implementação em 1968. Esta característica torna o Índice Bovespa relevante para esta pesquisa, uma vez que os dados da amostra definida para o estudo compreenderão um período de 5 anos.

O coeficiente β_i é a medida de risco que captura a sensibilidade da empresa i em relação à carteira de mercado; α_i captura a parte do retorno médio da empresa i não explicada pelo mercado e, $\varepsilon_{i,t}$ é o termo de erro estatístico ou ruído branco.

Depois de estimados os coeficientes α_i e β_i da regressão linear dada pela Equação 8 usando o método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO), o retorno normal da empresa para o período definido pela janela do evento será calculado utilizando-se o modelo a seguir:

⁵¹ O Índice Bovespa é o mais importante indicador do desempenho médio das cotações do mercado de ações brasileiro. É o valor atual, em moeda corrente, de uma carteira teórica de ações constituída em 02/01/1968. Sua relevância advém do fato do Ibovespa retratar o comportamento dos principais papéis negociados na Bovespa.

$$\hat{R}_{i,t} = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{m,t}$$

Equação 9

O terceiro método, ou método de retorno de mercado ajustado, é o mais simples dos três métodos. Nesse método considera-se como retorno normal da empresa em um determinado dia dentro da janela de eventos, o próprio índice de retorno do mercado para aquele dado dia.

Ou seja:

$$\hat{R}_{i,t} = R_{m,t}$$

Equação 10

O método de retorno de mercado ajustado pode ser considerado uma aproximação do método do modelo de mercado. De fato, trata-se de um caso particular do método do modelo de mercado quando $\hat{\alpha}_i = 0$ e $\hat{\beta}_i = 1$. Como na prática α_i é geralmente pequeno e a média de β_i para todas as empresas é igual a 1, essa aproximação produz, em geral, resultados aceitáveis (WESTON, SIU e JOHNSON, 2001).

Pela sua simplicidade de implementação e por apresentar resultados similares aos outros métodos de estimação de retornos normais, neste estudo optou-se pela utilização do método de retorno de mercado ajustado.

3.9.4 Procedimentos de estimação

No caso do método do modelo de mercado, para estimação dos coeficientes da regressão, é necessário arbitrar um período para cálculo dos retornos diários das ações da empresa escolhida, denominado de janela de estimação (*estimation window*), que deverá incluir somente dias livres da influência do anúncio do evento em estudo. A janela de estimação deverá posicionar-se, preferencialmente, antes do período definido para a janela do evento ou, embora de forma pouco comum, também poderá posicionar-se depois (ou mesmo antes e depois, simultaneamente) do período definido para a janela do evento. Entretanto, sob nenhuma hipótese, deverá incluir o próprio período da janela do evento (CAMPBELL, LO e MACKINLAY, 1997; WESTON, SIU e JOHNSON, 2001).

Para a maioria dos autores, a determinação do tamanho da janela de estimação é arbitrária e deve ser definida de forma subjetiva pelo pesquisador. Portanto, não são encontradas facilmente na literatura acadêmica, justificativas razoáveis para critério de escolha do período da janela de estimação.

Uma vez que se optou por adotar, na condução da pesquisa empírica, o método de retorno de mercado ajustado para definição dos retornos normais das empresas, não será necessário arbitrar período para janela de estimação.

3.9.5 Procedimentos de testes

A quinta etapa de um estudo de evento é a etapa relativa aos procedimentos de testes sobre os retornos anormais calculados. Para tanto, é necessário determinar a significância dos resultados. Para realização das inferências estatísticas sobre os dados agregados, foi adotado o modelo proposto por Campbell, Lo e MacKinlay (1997). Nesse modelo, assume-se não haver correlação entre os retornos anormais obtidos pelos (N) diferentes eventos. As inferências sobre o retorno anormal médio acumulado podem ser obtidas usando a expressão a seguir:

$$\overline{CAR}_{(t_1, t_2)} \sim N(0, \overline{\sigma}_{(t_1, t_2)}^2) \quad \text{Equação 11}$$

Onde:

$\overline{CAR}_{(t_1, t_2)}$ é o retorno anormal médio acumulado, considerando o período de t_1 a t_2 da janela do evento; segue uma distribuição t -student com (L_w) graus de liberdade, uma vez que sob a hipótese nula (H_0) a expectativa de retornos anormais é igual a zero. $\overline{CAR}_{(t_1, t_2)}$ pode ser

calculado pela expressão $\left[\sum_{i=t_1}^{t_2} CAR_i \right]$;

L_w é o tamanho ou número de dias da janela do evento, entre as datas t_1 a t_2 ;

$\overline{\sigma}_{(t_1, t_2)}^2$ é a variância média dos retornos anormais para o período de t_1 a t_2 da janela do evento.

Assim, pode-se testar a hipótese nula (H_0) usando-se a seguinte expressão:

$$J_1 = \frac{\overline{CAR}_{(t_1, t_2)}}{\overline{\sigma}_{(t_1, t_2)}} \sim N(0, 1) \quad \text{Equação 12}$$

Onde o resultado obtido em J_1 é comparado com os valores críticos correspondentes ao nível de significância estabelecido pelo pesquisador.

3.9.6 Resultados empíricos

A apresentação dos resultados empíricos deverá apoiar-se em modelos econométricos, na teoria científica ou em outros resultados empíricos de estudos comparáveis e já realizados. Essa seção somente poderá ser adequadamente explorada após conclusão da pesquisa empírica.

3.9.7 Interpretação e conclusões

Nesta etapa serão mostrados os resultados empíricos da pesquisa que, por sua vez, confirmarão ou rejeitarão as hipóteses previamente estabelecidas pelo pesquisador. Campbell, Lo e MacKinlay (1997) sugerem que a interpretação e conclusão dos resultados empíricos devem proporcionar reflexões sobre os mecanismos pelos quais os eventos em estudo afetam os preços das ações. Ainda, segundo os autores, análises adicionais deverão ser consideradas, caso sejam necessárias para distinguir explicações teóricas concorrentes.

3.10 Limitações do método da pesquisa

A pesquisa empírica apresenta algumas limitações que precisam ser devidamente destacadas. A primeira limitação refere-se à escolha das variáveis que foram utilizadas para medição dos fenômenos objeto do estudo: otimismo e confiança excessiva. É provável que as *proxies* adotadas neste estudo, ou pelo menos uma parte delas, possam apresentar imprecisões em algum grau extenso, trazendo como consequência o enviesamento dos resultados.

Uma outra limitação diz respeito à representatividade da amostra da pesquisa. Seguindo diversos outros estudos sobre finanças corporativas, priorizou-se a disponibilidade e a qualidade das informações em detrimento de uma amostragem puramente aleatória. Certamente, as empresas selecionadas (i.e., empresas de capital aberto) não representam apropriadamente a população das empresas brasileiras. Portanto, em princípio, não parece ser apropriado generalizar os resultados do estudo.

Com relação à seleção dos anúncios, somente os anúncios de investimentos estratégicos (i.e., investimentos que criam oportunidades de crescimento para as empresas) foram considerados no estudo. No entanto, é possível que certos anúncios relevantes não tenham sido incluídos na pesquisa, reduzindo assim o seu poder explanatório.

Existe ainda a questão da endogeneidade. Ou seja, as equações definidas e os modelos de regressão empregados estão naturalmente sujeitos aos efeitos da endogeneidade. Em termos práticos, a suposição fundamental para os modelos de regressão utilizados é a de que os regressores são não-correlacionados com o termo de erro. Prováveis causas da endogeneidade podem estar relacionadas com: variáveis omitidas no modelo, simultaneidade entre variáveis, erros de mensuração dos regressores, dentre outras.

Uma solução possível para o problema da endogeneidade é o uso de variáveis instrumentais. Teoricamente, é possível encontrar instrumentos estritamente exógenos para cada um dos regressores suspeitos de endogeneidade. No entanto, na prática, variáveis com estas características e que ainda apresentem forte correlação com os regressores não são facilmente encontradas em estudos de finanças corporativas. A pesquisa por variáveis instrumentais para tratamento da questão da endogeneidade não foi contemplada no escopo deste trabalho. Portanto, mesmo os métodos de MQO robustos utilizados neste estudo empírico podem não

terem sido capazes de eliminar completamente os possíveis problemas de endogeneidade, proporcionando espaço para algum grau de inconsistência na estimação.

4 RESULTADOS DA PESQUISA

4.1 Informações sobre a amostra da pesquisa

A amostra analisada compõe-se de 502 eventos de anúncios de investimentos estratégicos, de 116 empresas listadas na Bovespa, anunciadas por 131 gestores distintos. A lista completa das empresas participantes da pesquisa e a classificação setorial da Bovespa aparecem detalhadas nos Apêndices 7.1 e 7.2. A Tabela 1 apresentada a seguir detalha os setores de atividade das empresas participantes da amostra.

Tabela 1: Setores de atividades das empresas da amostra

#	Setor econômico	# Eventos	Frequência
1	Bens Industriais	33	6.57%
2	Construção e Transporte	63	12.55%
3	Consumo Cíclico	60	11.95%
4	Consumo não Cíclico	86	17.13%
5	Financeiro e Outros	91	18.13%
6	Materiais Básicos	86	17.13%
7	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	36	7.17%
8	Tecnologia da Informação	21	4.18%
9	Telecomunicações	11	2.19%
10	Utilidade Pública	15	2.99%
Total de eventos		502	100.00%

Fonte: Elaborado pelo autor

Dos 502 anúncios de eventos de investimentos utilizados na pesquisa, um total de 318 (ou 63,3% da amostra) refere-se a investimentos em fusões e aquisições. Investimentos em formação ou participação em *joint ventures* representam 103 (20,5%) da amostra total, ao passo que os outros 81 (16,1%) anúncios são relativos aos demais tipos de investimentos estratégicos⁵².

Um total de 110 anúncios foi realizado por gestores de empresas que são cumulativamente Diretores Presidentes, fundadores ou participantes do grupo de fundadores da empresa sendo, portanto, segundo *proxy* adotada na pesquisa, categorizados como gestores otimistas e/ou excessivamente confiantes. A Tabela 2 apresenta maior detalhamento desses dados.

⁵² Foram encontrados no período de análise da pesquisa somente 7 eventos referentes a anúncios de investimentos em P&D, representando 1,4% do total da amostra. Por esse motivo e, para efeito da análise estatística dos resultados da pesquisa, os investimentos em P&D foram incorporados à categoria dos demais investimentos de capital.

Tabela 2: Tipo de anúncios de investimentos

Tipo de anúncio	# Eventos	% por Tipo	Média CAR10	Fundador CEO	%
FA	318	63.3%	0.01891335	97	19.3%
JV	103	20.5%	0.00826006	7	1.4%
Investimento	81	16.1%	-0.01532769	6	1.2%
Greenfield	31	6.2%	0.00488706	0	0.0%
Expansão	34	6.8%	-0.00170012	4	0.8%
Novo produto	3	0.6%	0.02856445	0	0.0%
Novo mercado	6	1.2%	-0.01573891	1	0.2%
P&D	7	1.4%	-0.03134017	1	0.2%
Total	502	100.0%	0.01184571	110	21.9%

Fonte: Elaborado pelo autor

Do total dos 502 eventos da amostra, 264 eventos (52,6%) apresentaram reação positiva do mercado aos anúncios de investimento, sendo que 229 (45,6% do total da amostra), além de apresentarem retornos anormais positivos, apresentaram também significância estatística ao nível de pelo menos 10%. A Tabela 3 apresenta os retornos anormais médios acumulados obtidos por meio do estudo de evento realizado.

Tabela 3: Retornos anormais médios acumulados

Tipo de anúncio	# Eventos ⁺	Média CAR10 ⁺	% Sig CAR10 ⁺
FA	150	0.10525183	47.2%
JV	51	0.06422478	49.5%
Investimento	28	0.06330253	34.6%
Greenfield	15	0.05751529	48.4%
Expansão	9	0.07133088	26.5%
Novo produto	2	0.08988204	66.7%
Novo mercado	1	0.06686608	16.7%
P&D	1	0.00835036	14.3%
Total	229	0.23277914	45.6%

⁺ Eventos com CAR10 positivo e significância estatística melhor ou igual a 10%

Fonte: Elaborado pelo autor

Os outros 238 eventos restantes (47,4% do total da amostra) apresentaram reação negativa do mercado ao investimento anunciado. Entretanto, apenas 19 anúncios com retorno anormal acumulado negativo tiveram significância estatística ao nível de pelo menos 10%, o que representa 3,78% do total de eventos da amostra da pesquisa.

A Tabela 4 a seguir apresenta os retornos médios anormais acumulados para gestores enviesados (i.e., Fundador CEO) e gestores tidos como racionais ou menos enviesados (i.e., não-Fundador CEO), considerando o total da amostra da pesquisa.

Tabela 4: CAR10, gestores Fundador CEO e gestores Não-Fundador CEO

Tipo de anúncio	# Eventos gestores Fundador CEO	Média CAR10 Fundador CEO	# Eventos gestores Não-Fundador CEO	Média CAR10 Não-Fundador CEO
FA	97	-0.01141024	221	0.03222280
JV	7	-0.05100576	96	0.01258152
Investimento	6	-0.02425403	75	0.00014797
Greenfield	0	-	31	0.00488706
Expansão	4	0.00002468	30	-0.00193010
Novo produto	0	-	3	0.02856445
Novo mercado	1	-0.02031372	5	-0.01482395
P&D	1	-0.12530916	6	-0.01567867
Total	110	-0.01463052	392	0.02127592

Fonte: Elaborado pelo autor

A Tabela 5 apresenta os retornos médios normais acumulados, por tipo de anúncio de investimento, considerando o subconjunto de gestores enviesados (Fundador CEO) e o subconjunto de gestores tidos como racionais e menos enviesados (não-Fundador CEO). A tabela considera somente eventos positivos e estatisticamente significantes.

Tabela 5: CAR10⁺, gestores Fundador CEO e gestores Não-Fundador CEO

Tipo de anúncio	# Eventos⁺ Fundador CEO	Média CAR10⁺ Fundador CEO	# Eventos⁺ Não-Fundador CEO	Média CAR10⁺ Não-Fundador CEO
FA	38	0.07938496	112	0.11402809
JV	2	0.07120346	49	0.06393994
Investimento	1	0.06262968	27	0.06332745
Greenfield	0	-	15	0.05751529
Expansão	1	0.06262968	8	0.07241853
Novo produto	0	-	2	0.08988204
Novo mercado	0	-	1	0.06686608
P&D	0	-	1	0.02113352
Total	41	0.07857720	188	0.09369172

⁺ Eventos com CAR10 positivo e significância estatística melhor ou igual a 10%

Fonte: Elaborado pelo autor

4.2 Resultados para a Hipótese H_{1,1}

H_{1,1}: Gestores otimistas e/ou excessivamente confiantes são mais propensos a anunciarem decisões de investimentos estratégicos que, *ex ante*, tenham maior probabilidade de fracasso (i.e., gerem retornos negativos).

A Tabela 6 apresenta teste de média entre gestores enviesados (Fundador CEO) e gestores tidos como racionais e menos enviesados (não-Fundador CEO). Nota-se existência de significância estatística para a diferença entre as médias

Tabela 6: Teste de média para gestores enviesados e racionais

Variável Fundador_CEO	Fundador CEO			Não-Fundador CEO			Estat-t	P-value*
	N	Média CAR10	Desv. padrão	N	Média CAR10	Desv. padrão		
Amostra total	110	-0.014631	0.104391	392	0.021276	0.153087	-2.8489	0.0044

* Hipótese nula: as médias são iguais. Os valores de p-value são para teste bi-caudal.

A Tabela 8 apresenta os resultados da regressão entre os retornos médios anormais acumulados e a *proxy Fundador_CEO* utilizada para representar os gestores enviesados. Observa-se que, no Modelo 1, a variável *Fundador_CEO* apresenta coeficiente negativo e estatisticamente significativo no nível de 1%. De acordo com Heaton (2002), gestores otimistas sobrevalorizam projetos disponíveis às suas empresas e podem, eventualmente, envolverem-se na implementação de projetos que possuam valor presente líquido negativo, mesmo na ausência de problemas de agência, conforme prescrito por Jensen e Meckling (1976). Os resultados da regressão (Modelo 1) sugerem que o mercado brasileiro de capitais leva em consideração a presença dos vieses do otimismo/confiança excessiva nos gestores das empresas, quando do anúncio de decisões de investimento estratégicos, sendo, portanto, compatíveis com a Hipótese $H_{1,1}$ proposta para a pesquisa.

Entretanto, quando incluída na regressão a variável *InvestAnunciado* (Valor do investimento), a significância estatística do coeficiente do regressor *Fundador_CEO* desaparece. Este fato pode estar associado à considerável redução do tamanho da amostra, introduzindo provável viés de seleção. No Modelo 2, o número de observações ficou reduzido devido ao fato de que nem sempre, durante os anúncios de investimento, são informados os volumes financeiros envolvidos.

A Tabela 7 abaixo considera somente os eventos que possuem a variável *InvestAnunciado* diferente de zero, isto é, somente os eventos cujo valor do investimento em questão foi informado por ocasião do primeiro anúncio publicado. Listam-se os valores médios de *CAR10* para todos os eventos e segregados para *Fundador_CEO* = 1.

Observa-se grande concentração desses anúncios em eventos de FA e de investimentos em expansão ou construção de novas plantas (*greenfield*), que juntos representam quase 95% do total. Anúncios de formação de JV são praticamente inexistentes nessa subamostra. Quando se analisa somente eventos dessa subamostra em que *Fundador_CEO* = 1, os demais eventos de investimento praticamente desaparecem, restando quase que somente anúncios de FA.

É provável que esses efeitos combinados tenham contribuído para, de certa forma, enviesar os resultados obtidos nas regressões formadas por esta subamostra, reduzindo a significância estatística dos coeficientes.

Tabela 7: CAR10 para subamostra contendo valor dos investimentos anunciados

Tipo de anúncio	# Eventos	% por Tipo	Média CAR10	# Eventos Fundador CEO	Média CAR10 Fundador CEO
FA	225	75.3%	0.00470692	77	-0.00757788
JV	5	1.7%	0.01272550	1	-0.11008266
Investimento	69	23.1%	-0.00173916	4	-0.02894132
Greenfield	27	9.0%	0.00815454	0	-
Expansão	31	10.4%	-0.00378575	3	0.00318130
Novo produto	3	1.0%	0.02856445	0	-
Novo mercado	2	0.7%	-0.06930569	0	-
P&D	6	2.0%	-0.02831638	1	-0.12530916
Total	299	100.0%	0.01569326	82	-0.00987006

Fonte: Elaborado pelo autor

Observa-se também na Tabela 8 significância estatística (positiva) em ambos os modelos para *Dummy_FA*, enquanto nenhuma significância estatística foi observada para os regressores *Dummy_JV* e *Dummy_GC* (Governança corporativa). Observa-se também que, no Modelo 1, o setor de ‘consumo cíclico’ apresenta a maior reação (positiva) aos anúncios de investimentos, seguido dos setores ‘financeiro’ e de ‘bens industriais’.

Alternativamente, duas outras regressões foram realizadas para testar a Hipótese $H_{1,1}$. Nessas regressões, considerou-se somente os anúncios de investimentos (i.e., eventos) onde as variáveis *Fundador_CEO* ou *Profissional_CEO* fossem iguais a ‘1’. Ou seja, somente os eventos anunciados por Diretores Presidentes que fossem fundadores da empresa ou profissionais de mercado foram incluídos na regressão. Os anúncios de investimento feitos por gestores que fossem simultaneamente Diretores Presidentes e herdeiros da empresa (*Herdeiro_CEO* = 1) foram excluídos da amostra. O propósito da exclusão dos gestores-herdeiros do grupo de análise é devido ao fato desses gestores possuírem características

híbridas e comuns aos dois outros grupos. Os resultados da regressão são apresentados na Tabela 23, na Seção 7.5 do trabalho (Apêndice).

Uma vez mais, a variável *Fundador_CEO* apresenta coeficiente negativo e estatisticamente significativo no nível de 1% (ver Modelo 1A, na Tabela 23), sendo ligeiramente superior ao coeficiente resultante do Modelo 1, conforme apresentado na Tabela 8.

O Modelo 2A, onde se inclui o regressor *InvestAnunciado* (Valor do investimento), não apresentou significância estatística para o coeficiente do regressor *Fundador_CEO* (ver detalhes na Tabela 23).

No Apêndice deste trabalho (Seção 7.4, Tabela 22), apresenta-se a matriz de correlação entre as principais variáveis dessa regressão.

Tabela 8: Regressão CAR10, Fundador_CEO e variáveis de controle

Regressores	Modelo 1		Modelo 2	
Fundador_CEO	-0.049786 ***	(-2.7432)	-0.022042	(-1.3176)
Tamanho da empresa	-0.000639	(-0.143)	-0.010302 *	(-1.9454)
Intangibilidade			0.011112 **	(2.2843)
Valor do investimento			0.003345 *	(1.68)
Q de Tobin	0.005074	(0.9056)		
Dívida sobre PL	0.002368	(1.225)	0.001376	(0.4953)
Lucratividade	0.182103 **	(2.0042)	0.145541	(1.5974)
Governança corporativa	-0.038055	(-1.0114)	-0.009433	(-0.5106)
Dummy para FA	0.036399 **	(2.2041)	0.042664 ***	(2.6819)
Dummy para JV	0.014229	(1.2404)	0.042366	(0.8625)
Setor Bens Industriais	0.073029 **	(2.4517)	0.038368	(1.2168)
Setor Construção e Transporte	0.067889 **	(2.2443)	0.020368	(0.7492)
Setor Consumo Cíclico	0.122340 *	(1.9009)	0.004446	(0.1285)
Setor Consumo não Cíclico	0.058820 **	(2.4698)	0.028702	(1.1362)
Setor Financeiro e Outros	0.075408 ***	(2.7841)	0.055121 *	(1.7813)
Setor Materiais Básicos	0.025548	(1.0681)	0.049455 **	(2.1325)
Setor Petróleo, Gás e Biocombustíveis	0.020038	(0.7824)	0.056590 **	(2.1743)
Setor Tecnologia da Informação	0.054384 *	(1.7322)	0.044668	(1.3532)
Setor Telecomunicações	0.034611	(1.1785)	0.086614 ***	(2.5975)
Intercepto	-0.052232	(-0.6536)	0.027038	(0.2939)
Número de observações	451		281	
R ² ajustado	0.0193		0.0229	

A variável dependente utilizada em todas as regressões é o retorno anormal acumulado para uma janela do evento de 10 dias (CAR10; ver Seção 3.5).

Os regressores são: *Fundador_CEO* (ver definição na Seção 3.6.1), *AtivoTotal* (Tamanho da empresa), *Intangibilidade* (Intangibilidade), *InvestAnunciado* (Valor do investimento), *Q_Tobin* (Q de Tobin), *Divida_PL* (Dívida sobre PL), *EBIT_Ativo* (Lucratividade), *Dummy_GC* (Governança corporativa), *Dummy_FA* (fusão e aquisição), *Dummy_JV* (joint venture), *Dummy_Setor1* (Setor Bens Industriais), *Dummy_Setor2* (Setor Construção e Transporte), *Dummy_Setor3* (Setor Consumo Cíclico), *Dummy_Setor4* (Setor Consumo não Cíclico), *Dummy_Setor5* (Setor Financeiro e Outros), *Dummy_Setor6* (Setor Materiais Básicos), *Dummy_Setor7* (Setor Petróleo, Gás e Biocombustíveis), *Dummy_Setor8* (Setor Tecnologia da Informação) e *Dummy_Setor9* (Setor Telecomunicações). A variável *Dummy_Setor10* (Setor Utilidade Pública) foi omitida das regressões para evitar colinearidade exata.

No Modelo 2 foram incluídos os regressores *InvestAnunciado* e *Intangibilidade*. O número de observações ficou reduzido devido ao fato de que nem sempre, durante os anúncios de investimento, são informados os volumes financeiros envolvidos. O regressores *Q_Tobin* e *Intangibilidade* aparecem de forma separada nos dois modelos devido a problema de colinearidade.

Os erros-padrão calculados, para o método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO), são robustos a quaisquer formas de heterocedasticidade e autocorrelação dos erros do modelo.

Os valores informados indicam o coeficiente estimado. ***, ** e * denotam a significância estatística da estimativa nos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente. As estatísticas-t são apresentadas entre parênteses.

4.3 Resultados para a Hipótese H_{1,2}

H_{1,2}: Decisões de investimentos anunciadas por gestores moderadamente otimistas e/ou confiantes criam, na média, maior valor para as suas empresas do que aquelas anunciadas por gestores pronunciadamente otimistas e/ou confiantes.

A Tabela 9 apresenta o teste de média entre os gestores classificados como pronunciadamente enviesados ($Extremo_CEO = 1$) e os moderadamente enviesados ($Extremo_CEO = 0$). Os resultados do teste não suportam a hipótese de que existe diferença estatisticamente significativa entre essas médias.

Tabela 9: Teste de média para gestores pronunciadamente e moderadamente enviesados

Variável Extremo_CEO	Extremo_CEO=1			Extremo_CEO=0			Estat-t	p-value*
	N	Média CAR10	Desv. padrão	N	Média CAR10	Desv. padrão		
Amostra total	51	-0.012790	0.103278	56	-0.017090	0.108991	0.2095	0.8340

* Hipótese nula: as médias são iguais. Os valores de p-value são para teste bi-caudal.

Na Tabela 10, são apresentados os resultados da regressão entre as $CAR10$, $Extremo_CEO$ e demais variáveis de controle. Nessa regressão somente foram considerados os eventos anunciados por gestores $Fundador_CEO = 1$. Ou seja, o regressor $Extremo_CEO$ assume valor igual a '1' para o caso do fundador da empresa ser classificado como 'pronunciadamente' enviesado. E, no caso contrário, $Extremo_CEO$ assume valor igual a '0' para o caso do fundador da empresa ser classificado como 'moderadamente' enviesado

Uma vez que estudos realizados por psicólogos demonstraram que certos níveis de otimismo e de excesso de confiança são socialmente benéficos para os indivíduos, espera-se encontrar um grau de intensidade desses vieses que seja superior aos demais. Os modelos desenvolvidos por Gervais *et al.* (2003) e Hackbarth (2004) predizem que a presença de um 'moderado' nível de otimismo e/ou excesso de confiança nos gestores é benéfica para os acionistas da empresa, uma vez que gestores racionais e menos enviesados tendem a postergar a decisão de execução de projetos que seriam do interesse imediato dos acionistas. Entretanto, os resultados obtidos da regressão da Tabela 10 não apresentaram suporte à Hipótese $H_{1,2}$ da pesquisa.

Três conclusões podem emergir dos resultados extraídos da Tabela 10. A primeira delas diz respeito à composição intrínseca do grupo de fundadores presentes na amostra da pesquisa. É provável que o grupo de gestores-fundadores componentes da amostra seja de fato

homogêneo e, portanto, não apresente diferença significativa de comportamento quanto aos vieses objeto de estudo, sendo percebidos pelo mercado de forma indistinta.

A segunda refere-se ao procedimento metodológico adotado para segmentar o grau de intensidade dos vieses do otimismo e/ou confiança excessiva nos gestores da amostra (ver Seção 3.6.2). Assim, é também provável que a metodologia adotada não tenha sido capaz de segregar adequadamente os gestores fundadores em dois grupos, contendo indivíduos mais pronunciadamente enviesados e outros, moderadamente enviesados.

Por fim, uma terceira conclusão plausível é que embora possam existir diferenças entres esses dois grupos de gestores enviesados, e ainda, tais diferenças possam ser percebidas pelo mercado, o grau de enviesamento do gestor não é, de fato, relevante, pelo menos do ponto de vista dos investidores.

Para responder a esses questionamentos, nas Seções 7.7 e 7.8 do Apêndice deste trabalho são mostradas regressões adicionais que apresentam pequeno suporte à hipótese de que: a) o procedimento metodológico proposto, de certa forma, conseguiu separar o grupo de gestores enviesados em dois outros, contendo indivíduos mais pronunciados e moderados quando à intensidade dos vieses; b) existe, de fato, diferença estatisticamente significante entre os dois grupos e; c) do ponto de vista dos investidores, o grau de enviesamento do gestor é relevante (ver Tabela 24 e Tabela 25).

O coeficiente do regressor *Extremo_CEO* (Modelo 3A) apresenta sinal negativo e significância estatística no nível de 1%. Por outro lado, na comparação com a regressão efetuada com a variável *Moderado_CEO* (Modelo 3B)⁵³, a mesma não apresenta qualquer significância estatística (embora ainda apresente sinal negativo). Esses resultados podem sugerir a existência de alguma relevância na percepção dos investidores quando ao grau de enviesamento dos gestores das empresas.

Quando incluída na regressão a variável *InvestAnunciado* (Valor do investimento), a significância estatística dos coeficientes dos regressores *Extremo_CEO* e *Moderado_CEO* também desaparece (ver Modelos 4A e 4B, nas Tabelas Tabela 24 e Tabela 25).

⁵³ A variável *Moderado_CEO* é definida como sendo igual a $1 - \textit{Extremo_CEO}$.

Tabela 10: Regressão CAR10, Extremo_CEO e variáveis de controle

Regressores	Modelo 3		Modelo 4	
Extremo_CEO	-0.004340	(-0.1314)	-0.012498	(-0.3421)
Tamanho da empresa	0.004787	(0.3091)	-0.004174	(-0.1875)
Intangibilidade			0.003205	(0.3536)
Valor do investimento			0.001943	(0.4145)
Q de Tobin	0.009852	(1.257)		
Dívida sobre PL	-0.003019	(-0.1704)	-0.012869	(-0.6655)
Lucratividade	0.460399 *	(1.9431)	0.116600	(0.4595)
Governança corporativa	-0.000669	(-0.0103)	-0.092710	(-1.2260)
Dummy para FA	0.013232	(0.427)	0.060674	(1.0912)
Dummy para JV	-0.043915	(-0.9631)	-0.010381	(-0.1182)
Setor Bens Industriais	-0.011930	(-0.1969)	0.019123	(0.3623)
Setor Construção e Transporte	-0.014727	(-0.3322)	-0.033917	(-0.5842)
Setor Consumo Cíclico	-0.002156	(-0.0501)	-0.041522	(-0.8952)
Setor Consumo não Cíclico	-0.005036	(-0.1126)	-0.002068	(-0.0431)
Setor Financeiro e Outros	0.034426	(0.5611)	-0.045124	(-0.4641)
Setor Materiais Básicos	0.009414	(0.1402)	-0.016985	(-0.2193)
Intercepto	-0.119299	(-0.5461)	0.077905	(0.2761)
Número de observações	96		78	
R ² ajustado	-0.0784		-0.1147	

A variável dependente utilizada em todas as regressões é o retorno anormal acumulado para uma janela do evento de 10 dias (CAR10; ver Seção 3.5). Nessa regressão somente foram considerados os eventos anunciados por gestores $Fundador_CEO = 1$.

Os regressores são: *Extremo_CEO* (ver definição na Seção 3.6.2), *AtivoTotal* (Tamanho da empresa), *Intangibilidade* (Intangibilidade), *InvestAnunciado* (Valor do investimento), *Q_Tobin* (Q de Tobin), *Divida_PL* (Dívida sobre PL), *EBIT_Ativo* (Lucratividade), *Dummy_GC* (Governança corporativa), *Dummy_FA* (fusão e aquisição), *Dummy_JV* (joint venture), *Dummy_Setor1* (Setor Bens Industriais), *Dummy_Setor2* (Setor Construção e Transporte), *Dummy_Setor3* (Setor Consumo Cíclico), *Dummy_Setor4* (Setor Consumo não Cíclico), *Dummy_Setor5* (Setor Financeiro e Outros) e *Dummy_Setor6* (Setor Materiais Básicos). As variáveis *Dummy_Setor8* (Setor Tecnologia da Informação) e *Dummy_Setor10* (Setor Utilidade Pública) foram omitidas das regressões para evitar colinearidade exata. As variáveis *Dummy_Setor7* (Setor Petróleo, Gás e Biocombustíveis) e *Dummy_Setor9* (Setor Telecomunicações) foram omitidas por apresentarem todos os valores iguais a zero.

No Modelo 4 foram incluídos os regressores *InvestAnunciado* e *Intangibilidade*. O número de observações ficou reduzido devido ao fato de que nem sempre, durante os anúncios de investimento, são informados os volumes financeiros envolvidos. O regressores *Q_Tobin* e *Intangibilidade* aparecem de forma separada nos dois modelos devido a problema de colinearidade.

Os erros-padrão calculados, para o método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO), são robustos a quaisquer formas de heterocedasticidade e autocorrelação dos erros do modelo.

Os valores informados indicam o coeficiente estimado. ***, ** e * denotam a significância estatística da estimativa nos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente. As estatísticas-t são apresentadas entre parênteses.

4.4 Resultados para as Hipóteses $H_{1,3}$, $H_{1,3A}$ e $H_{1,3B}$

4.4.1 Hipótese $H_{1,3}$

$H_{1,3}$: Decisões de investimentos em FA, quando anunciadas por gestores otimistas e/ou confiantes criam, na média, menor valor para as suas empresas do que decisões de investimentos em JV anunciadas por gestores igualmente enviesados.

A Tabela 11 apresenta teste de média para anúncios de FA realizados por gestores otimistas e/ou excessivamente confiantes ($Fundador_CEO = 1$; $Dummy_FA = 1$) e anúncios de JV realizados por gestores igualmente enviesados ($Fundador_CEO = 1$; $Dummy_JV = 1$). Posto que as FA estão entre as formas mais intensas de integração entre empresas, espera-se que, dentro do paradigma da completa racionalidade dos investidores, anúncios de investimentos em FA gerem retornos maiores que os anúncios de investimentos em JV, uma vez que processos de FA apresentam maiores riscos de implementação que empreendimentos em *joint ventures* (LORANGE e ROOS, 1996). Os resultados reportados na Tabela 11 não apresentam diferença de média estatisticamente significativa para os dois grupos analisados.

Tabela 11: Teste de média para Fundador_CEO e FA, Fundador_CEO e JV

Variáveis Fundador_CEO, FA e JV	Fundador_CEO e FA			Fundador_CEO e JV			Estat-t	p-value*
	N	Média CAR10	Desv. padrão	N	Média CAR10	Desv. padrão		
Amostra total	94	-0.011774	0.108912	7	-0.051006	0.095708	1.0357	0.3003

* Hipótese nula: as médias são iguais. Os valores de p-value são para teste bi-caudal.

Para se confirmar (ou refutar) a Hipóteses $H_{1,3}$ da pesquisa, construiu-se duas variáveis de interação: a primeira, como sendo o produto entre as variáveis $Fundador_CEO * Dummy_FA$; e a segunda, formada pelo produto entre $Fundador_CEO * Dummy_JV$. Os resultados das regressões são apresentados na Tabela 12.

No Modelo 5, a variável *dummy* de interação $Fundador_CEO * Dummy_FA$ apresentou coeficiente negativo e estatisticamente significativo, sugerindo que os investidores subavaliavam

os anúncios de investimentos em FA quando realizados por gestores que apresentem os vieses do otimismo e da confiança excessiva. Esse resultado corrobora com os resultados reportados por Malmendier e Tate (2004). Esses autores sustentam que executivos que apresentam tais vieses são mais propensos a envolverem as suas empresas em empreendimentos de FA e, particularmente, em processos de diversificação. Sugerem também que os investidores racionais são mais céticos acerca de anúncios de FA quando realizados por gestores enviesados. No Modelo 6, embora o coeficiente da variável de interação tenha assumido valor consoante com a literatura (sinal negativo), o mesmo não apresentou significância estatística.

A outra variável de interação construída e introduzida no modelo de regressão, *Fundador_CEO*Dummy_JV*, também apresentou coeficiente com valor negativo em ambas as regressões (Modelos 5 e 6), embora somente o coeficiente obtido pelo Modelo 6 apresentou significância estatística, ao nível de 1%.

Quando comparados os dois modelos de regressão (Modelos 5 e 6), observamos suporte no primeiro modelo à Hipótese $H_{1,3}$ da pesquisa, sugerindo que os investidores preferem investimentos em JV realizados por gestores otimistas e excessivamente confiantes a investimentos em FA realizados por gestores que exibem esses mesmos vieses. Uma provável explicação pode ser encontrada na literatura sobre senso de controle. Indivíduos excessivamente confiantes acreditam que a maioria dos eventos está sob seu domínio ou controle. Uma vez que investimentos em JV possuem como traço característico de sua estrutura de gestão o mando compartilhado e, geralmente, simétrico entre os parceiros, é provável que os investidores vejam de forma positiva o compartilhamento da gestão, reduzindo assim os efeitos proporcionados pelos vieses do otimismo e confiança excessiva presentes nos gestores das empresas.

O Modelo 6, ao contrário do anterior, sugere suporte à literatura em estratégia corporativa. Uma vez que as FA estão entre as formas mais intensas de integração entre empresas, independentemente da presença (ou não) de vieses cognitivos nos gestores, *ceteris paribus*, os anúncios de investimentos em FA produzem retornos maiores que os anúncios de investimentos em JV.

Assim, concluímos que os resultados reportados na Tabela 12 são, apenas parcialmente, compatíveis com a Hipótese H_{1,3} da pesquisa⁵⁴.

Tabela 12: Regressão CAR10, Fundador_CEO, FA, JV e variáveis de controle

Regressores	Modelo 5		Modelo 6	
Fundador_CEO*Dummy_FA	-0.052512 **	(-2.336)	-0.018043	(-1.023)
Fundador_CEO*Dummy_JV	-0.059465	(-1.538)	-0.163498 ***	(-3.275)
Tamanho da empresa	-0.000285	(-0.0636)	-0.010536 **	(-1.996)
Intagibilidade			0.010645 **	(2.173)
Valor do investimento			0.003199	(1.608)
Q de Tobin	0.005214	(0.9532)		
Dívida sobre PL	0.002428	(1.246)	0.001600	(0.5716)
Lucratividade	0.185975 **	(2.092)	0.155965 *	(1.724)
Governança corporativa	-0.037787	(-1.007)	-0.009136	(-0.4955)
Dummy para FA	0.042018 **	(2.306)	0.042748 ***	(2.672)
Dummy para JV	0.018679	(1.599)	0.070962	(1.409)
Setor Bens Industriais	0.074297 **	(2.468)	0.039934	(1.274)
Setor Construção e Transporte	0.068967 **	(2.34)	0.020600	(0.7582)
Setor Consumo Cíclico	0.124599 *	(1.894)	0.003270	(0.0951)
Setor Consumo não Cíclico	0.059369 **	(2.467)	0.027436	(1.092)
Setor Financeiro e Outros	0.075882 ***	(2.839)	0.055017 *	(1.785)
Setor Materiais Básicos	0.027427	(1.186)	0.049693 **	(2.141)
Setor Petróleo, Gás e Biocombustíveis	0.020874	(0.8542)	0.058696 **	(2.257)
Setor Tecnologia da Informação	0.054429 *	(1.724)	0.042661	(1.281)
Setor Telecomunicações	0.035687	(1.235)	0.088452 ***	(2.644)
Intercepto	-0.063973	(-0.8015)	0.030989	(0.3369)
Número de observações	451		281	
R ² ajustado	0.0181		0.0252	

A variável dependente utilizada em todas as regressões é o retorno anormal acumulado para uma janela do evento de 10 dias (CAR10; ver Seção 3.5).

Os regressores são: *Fundador_CEO*Dummy_FA* (variável de interação; ver definição para *Fundador_CEO* na Seção 3.6.2), *Fundador_CEO*Dummy_JV* (variável de interação), *AtivoTotal* (Tamanho da empresa), *Intangibilidade* (Intangibilidade), *InvestAnunciado* (Valor do investimento), *Q_Tobin* (Q de Tobin), *Divida_PL* (Dívida sobre PL), *EBIT_Ativo* (Lucratividade), *Dummy_GC* (Governança corporativa), *Dummy_FA* (fusão e aquisição), *Dummy_JV* (joint venture), *Dummy_Sector1* (Setor Bens Industriais), *Dummy_Sector2* (Setor Construção e Transporte), *Dummy_Sector3* (Setor Consumo Cíclico), *Dummy_Sector4* (Setor Consumo não Cíclico), *Dummy_Sector5* (Setor Financeiro e Outros), *Dummy_Sector6* (Setor Materiais Básicos), *Dummy_Sector7* (Setor Petróleo, Gás e Biocombustíveis), *Dummy_Sector8* (Setor Tecnologia da Informação) e *Dummy_Sector9* (Setor Telecomunicações). A variável *Dummy_Sector10* (Setor Utilidade Pública) foi omitida das regressões para evitar colinearidade exata.

No Modelo 6 foram incluídos os regressores *InvestAnunciado* e *Intangibilidade*. O número de observações ficou reduzido devido ao fato de que nem sempre, durante os anúncios de investimento, são informados os volumes financeiros envolvidos. O regressores *Q_Tobin* e *Intangibilidade* aparecem de forma separada nos dois modelos devido a problema de colinearidade.

Os erros-padrão calculados, para o método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO), são robustos a quaisquer formas de heterocedasticidade e autocorrelação dos erros do modelo.

Os valores informados indicam o coeficiente estimado. ***, ** e * denotam a significância estatística da estimativa nos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente. As estatísticas-t são apresentadas entre parênteses.

⁵⁴ Na Tabela 28, Seção 7.10 do Apêndice, são apresentadas regressões adicionais realizadas considerando as variáveis de interação *NFundador_CEO*Dummy_FA* e *NFundador_CEO*Dummy_JV*, onde *NFundador_CEO* = 1 - *Fundador_CEO*. Os resultados obtidos são compatíveis com os aqui reportados, apresentando apenas suporte parcial à Hipótese H_{1,3} da pesquisa.

4.4.2 Hipótese H_{1,3A}

H_{1,3A}: Decisões de investimentos em FA, quando anunciadas por gestores otimistas e/ou confiantes criam, na média, menor valor para as suas empresas do que outras decisões de investimentos em FA anunciadas por gestores tidos como racionais e menos enviesados.

A Tabela 13 apresenta os resultados do teste de média para anúncios de FA realizados por gestores enviesados e pelos gestores tidos como racionais e menos enviesados. Os resultados reportados apresentam diferença estatisticamente significativa entre os grupos analisados, sendo que o grupo formado por gestores fundadores apresenta média negativa para CAR10, enquanto o outro grupo, formado por gestores não-fundadores apresenta média positiva para CAR10, indicando provável confirmação da Hipótese H_{1,3A}.

Tabela 13: Teste de média para Fundador_CEO, Não-Fundador_CEO e FA

Variáveis Fundador_CEO e FA	Fundador_CEO e FA			Não-Fundador_CEO e FA			Estat-t	p-value*
	N	Média CAR10	Desv. padrão	N	Média CAR10	Desv. padrão		
Amostra total	94	-0.011774	0.108912	219	0.032517	0.194567	-2.5612	0.0104

* Hipótese nula: as médias são iguais. Os valores de p-value são para teste bi-caudal.

Da mesma forma reportada na seção anterior, para se confirmar (ou refutar) a Hipóteses H_{1,3A} da pesquisa, construiu-se as seguintes variáveis de interação: *Fundador_CEO*Dummy_FA* e *NFundador_CEO*Dummy_FA*, onde *NFundador_CEO* = 1 – *Fundador_CEO*. Os resultados da regressão encontram-se na Tabela 26, Seção 7.8 do Apêndice deste trabalho.

Embora o coeficiente da variável de interação *Fundador_CEO*Dummy_FA* não tenha apresentado significância estatística nos dois modelos de regressão executados (Modelos 5A e 6A), a variável *NFundador_CEO*Dummy_FA* apresentou coeficientes positivos e estatisticamente significantes nos dois modelos, para os níveis de 5% e 1%, respectivamente, sugerindo suporte aos resultados reportados por Malmendier e Tate (2003 e 2004), onde os autores sustentam que investidores racionais são mais céticos acerca de anúncios de FA

quando realizados por gestores enviesados. Assim, Os resultados encontrados corroboram para suportar a Hipótese H_{1,3A} da pesquisa.

4.4.3 Hipótese H_{1,3B}

H_{1,3B}: Decisões de investimentos em JV, quando anunciadas por gestores otimistas e/ou confiantes criam, na média, menor valor para as suas empresas do que outras decisões de investimentos em JV anunciadas por gestores tidos como racionais e menos enviesados.

Os resultados do teste de média para anúncios de JV realizados por gestores enviesados e pelos gestores tidos como racionais são descritos na Tabela 14, e indicam diferença estatisticamente significativa, em nível de 10%, para a média entre os dois grupos.

Tabela 14: Teste de média para Fundador_CEO, Não-Fundador_CEO e JV

Variáveis Fundador_CEO e JV	Fundador_CEO e JV			Não-Fundador_CEO e JV			Estat-t	P-value*
	N	Média CAR10	Desv. padrão	N	Média CAR10	Desv. padrão		
Amostra total	7	-0.051006	0.095708	96	0.012582	0.075013	-1.7197	0.0855

* Hipótese nula: as médias são iguais. Os valores de p-value são para teste bi-caudal.

Na Seção 7.9 do Apêndice, Tabela 27, são apresentados os resultados da regressão realizada com as variáveis de interação *Fundador_CEO*Dummy_JV* e *NFundador_CEO*Dummy_JV*, onde $NFundador_CEO = 1 - Fundador_CEO$. Os resultados encontrados corroboram parcialmente para suportar a Hipótese H_{1,3B} da pesquisa, uma vez que para o Modelo 6B, o coeficiente da variável de interação é negativo e estatisticamente significativo, enquanto o coeficiente da segunda variável de interação apresenta valor positivo (embora não seja estatisticamente significativo). O Modelo 5B não apresentou significância estatística para os coeficientes das variáveis de interação (embora indique sinais compatíveis com a hipótese de pesquisa).

Um ponto que deve ser mencionado e levado em consideração na análise dos resultados é o fato do conjunto formado por gestores fundadores e anúncios de JV ser bastante reduzido (i.e., apenas 7 anúncios). Este fato certamente contribui para reduzir a significância e consistência dos resultados obtidos.

4.5 Resultados para a Hipótese H_{1,4}

H_{1,4}: Investimentos em FA serão realizados preferencialmente pelos gestores otimistas e/ou excessivamente confiantes, enquanto os demais gestores tidos como racionais e menos enviesados preferirão investimentos em JV.

A Tabela 15 apresenta a diferença de médias para o número de anúncios de investimentos em FA e JV quando realizados por gestores enviesados e por outros gestores tidos como racionais e menos enviesados. Os anúncios foram computados de forma individualizada para cada gestor, separados por tipo e total. A amostra da pesquisa apresentou 131 diferentes gestores, sendo 25 fundadores das empresas (considerados enviesados) e 106 gestores profissionais ou herdeiros (tidos como racionais). Para cálculo da diferença entre as médias, separou-se a amostra em quatro grupos: gestores fundadores e anúncios de FA, fundadores e JV, não-fundadores e FA, não-fundadores e JV. A relação completa dos gestores, empresas e quantidade de anúncios realizados pode ser encontrada na Seção 7.3 do Apêndice.

Nota-se na Tabela 15 que, conforme reportado por Malmendier e Tate (2003 e 2004), gestores otimistas e excessivamente confiantes são mais propensos a realizarem anúncios de FA. Quanto aos anúncios de investimentos em JV, embora a média de anúncios realizados pelos gestores tidos como racionais e menos enviesados seja superior à média dos anúncios realizados pelos gestores enviesados, a diferença de média apresentada não é estatisticamente significativa, sugerindo que os resultados reportados suportam somente parcialmente a Hipótese H_{1,4} da pesquisa.

Tabela 15: Teste de média para anúncios de FA, JV e Fundador_CEO

Variável Fundador_CEO	Fundador_CEO			Não-Fundador_CEO			Estat-t	p-value*
	N	Média Anúncios	Desv. padrão	N	Média Anúncios	Desv. padrão		
Anúncios de FA	21	4.571430	4.456140	82	2.707320	2.462000	1.8462	0.0648
Anúncios de JV	4	1.750000	1.500000	40	2.400000	3.678070	-0.6849	0.4934

* Hipótese nula: as médias são iguais. Os valores de p-value são para teste bi-caudal.

Para reforçar os resultados encontrados, novo teste de média foi realizado excluindo da amostra as empresas Vale e Petrobrás. Os gestores dessas duas empresas (Roger Agnelli e José Sergio Gabrielli de Azevedo, respectivamente) participam com 36 e 35 anúncios de investimento, cada um deles, sendo, portando, considerados *outliers*. A Tabela 16 apresenta o mesmo teste de média já realizado, excluindo da amostra as empresas Vale e Petrobrás. Os resultados se mantêm consistentes com os reportados na tabela anterior.

Tabela 16: Teste de média para anúncios de FA, JV e Fundador_CEO (sem outliers)

Variável Fundador_CEO	Fundador_CEO			Não-Fundador_CEO			Estat-t	p-value*
	N	Média Anúncios	Desv. padrão	N	Média Anúncios	Desv. padrão		
Anúncios de FA**	21	4.571430	4.456140	80	2.475000	1.889180	2.1068	0.0351
Anúncios de JV**	4	1.750000	1.500000	38	1.631580	1.125170	0.1534	0.8780

* Hipótese nula: as médias são iguais. Os valores de p-value são para teste bi-caudal.

** Excluído da amostra anúncios das empresas Vale e Petrobrás.

4.6 Resultados para a Hipótese $H_{1,5}$

$H_{1,5}$: Gestores otimistas e/ou excessivamente confiantes são, na média, mais propensos a anunciar investimentos estratégicos que os demais gestores racionais e menos enviesados.

A Tabela 17 apresenta o teste de média para o número total de anúncios de investimentos realizados pelos 131 gestores considerados na amostra total da pesquisa, sendo 25 enviesados e 106 tidos como racionais e menos enviesados. Os resultados encontrados não corroboram para suportar a hipótese de que gestores enviesados são mais propensos a realizarem anúncios

de investimento que outros gestores tidos como racionais e menos enviesados. Embora a média de anúncio para os primeiros seja maior que a dos demais, os resultados não apresentaram significância estatística.

Tabela 17: Teste de média para o número de anúncios de investimentos e Fundador_CEO

Variável Fundador_CEO	Fundador_CEO			Não-Fundador_CEO			Estat-t	p-value*
	N	Média Anúncios	Desvio padrão	N	Média Anúncios	Desvio padrão		
Total anúncios	25	4.360000	4.599640	106	3.707550	5.072740	0.6252	0.5318
Total anúncios **	25	4.360000	4.599640	104	3.096150	2.494730	1.3277	0.1843

* Hipótese nula: as médias são iguais. Os valores de p-value são para teste bi-caudal.

** Excluído da amostra anúncios das empresas Vale e Petrobrás.

4.7 Resultados para teste de robustez

Para validação do construto principal da pesquisa, foram realizadas regressões com as variáveis *Professional_CEO* e *Herdeiro_CEO*. Na primeira regressão, espera-se encontrar resultados estatisticamente significantes e na direção oposta aos resultados obtidos com as regressões realizadas com a *proxy* adotada para representar os gestores otimistas e excessivamente confiantes, no caso, a variável *Fundador_CEO*.

No caso das regressões realizadas com a variável *Herdeiro_CEO*, espera-se encontrar resultados ambíguos e sem significância estatística, pois é provável que esse grupo apresente características híbridas e comuns aos dois outros grupos: gestores fundadores e profissionais.

Além disso, também foi construída *proxy* alternativa considerando o construto utilizado por Shrand e Zechman (2008). A variável *ShrZec* assume valor igual a '1' no caso de certos indicadores (no caso, pagamento de dividendos, agressividade tributária e remuneração dos administradores das empresas) presentes na amostra apresentarem valores acima (abaixo) da média de mercado reportada para o setor da indústria na qual estão inseridas, caracterizando assim serem geridas por executivos enviesados. *ShrZec* assume valor igual a '0' para o caso contrário, caracterizando a presença de executivo tido como racional ou menos enviesado na gestão da empresa.

Considerando o construto adotado por Shrand e Zechman (2008), foram categorizados 288 gestores como sendo otimistas e excessivamente confiantes, isto é, $ShrZec = 1$. Quando comparado o grau de comunalidade entre a principal *proxy* para otimismo/confiança excessiva adotada na pesquisa (i.e., $Fundador_CEO = 1$) e o construto de Shrand e Zechman (2008), encontrou-se que 60.91% dos gestores que sejam simultaneamente Diretor-Presidente e fundadores da empresa são também classificados neste construto como sendo enviesados. A Tabela 18 a seguir apresenta o resumo dos resultados obtidos por meio construto de Shrand e Zechman (2008).

Tabela 18: CAR10 e gestores enviesados segundo Shrand e Zechman (2008)

Tipo de anúncio	# Eventos	% por Tipo	Média CAR10 ShrZec
FA	172	59.7%	0.00040295
JV	56	19.4%	0.01277502
Investimento	60	20.8%	-0.00225357
Greenfield	24	8.3%	0.00559962
Expansão	24	8.3%	0.00319413
Novo produto	2	0.7%	0.02094600
Novo mercado	4	1.4%	-0.04586414
P&D	6	2.1%	-0.034116648
Total	288	100.0%	0.00225519

Fonte: Elaborado pelo autor

Todos os testes de robustez realizados corroboraram para validar o construto adotado na pesquisa. As tabelas contendo os resultados das regressões realizadas para os testes de robustez encontram-se nas Seções 7.11, 7.12 e 7.13 do Apêndice desta pesquisa.

4.8 Outros resultados

Duas regressões adicionais foram realizadas considerando o regressor $Fundador_CEO$ como *proxy* representativa dos vieses do otimismo e da confiança excessiva dos gestores. Na primeira, foram excluídas todas as empresas estatais da amostra da pesquisa. A premissa por trás dessa estratégia se baseia no fato de que os anúncios de investimentos, quando realizados por gestores de empresas estatais, possam carregar conteúdo informacional diverso (e, por vezes, contrário) ao pressuposto da maximização da riqueza dos seus acionistas. Esse fato pode enviesar, em algum grau de extensão, os resultados da pesquisa. Assim, empresas como Petrobrás, Eletrobrás, Celesc, Cemig, Banco do Brasil, dentre outras, foram retiradas da amostra da pesquisa.

Uma segunda possibilidade para teste de consistência dos resultados apresentados consistiu em retirar da amostra as empresas Vale e Petrobrás, consideradas *outliers*. As duas empresas juntas são responsáveis por 71 anúncios de investimento no período compreendido entre janeiro/2005 a dezembro/2009, representando 14,1% do total de anúncios investigados. Além disso, as duas empresas participam em 28,975% na composição do Índice Bovespa (Carteira Teórica do Ibovespa; consulta ao site <<http://www.bmfbovespa.com.br>> realizada em 08/02/2011). Assim, buscou-se verificar se a presença dessas duas empresas na amostra pesquisada enviesam, de alguma forma, os resultados do estudo.

As tabelas contendo as regressões realizadas são apresentadas na Seção 7.14 e 7.15 do Apêndice, nas Tabela 32 e Tabela 33. Pode-se observar que os resultados apresentados apontam para validar os construtos e hipóteses propostos na pesquisa.

4.9 Resumo dos resultados

A seguir, no Quadro 7, faz-se um resumo dos resultados obtidos por meio da pesquisa empírica realizada. Neste quadro, são listadas as hipóteses de pesquisa e os resultados reportados no estudo.

De forma geral, os resultados foram suportados ou suportados parcialmente com base na amostra de dados coletada para a investigação empírica, principalmente quando considerado apenas os modelos econométricos que utilizavam a maior quantidade de eventos da amostra coletada (modelos ‘ímpares’).

Os modelos nos quais a variável de controle *InvestAnunciado* foi incluída (modelos ‘pares’), tiveram uma significativa redução na quantidade de dados utilizadas nas regressões. Assim, é bastante provável que esta redução tenha introduzido um viés de seleção na amostra, contribuindo para enviesar os resultados obtidos nas regressões formadas por esta subamostra, reduzindo assim a significância estatística dos coeficientes.

Isto posto, não foi possível obter resultados conclusivos sobre a relevância (ou não) do conteúdo informacional eventualmente carregado por esse regressor.

Hipótese	Descrição	Resultado	Observação
H _{1,1}	Gestores otimistas e/ou excessivamente confiantes são mais propensos a anunciarem decisões de investimentos estratégicos que, <i>ex ante</i> , tenham maior probabilidade de fracasso (i.e., gerem retornos negativos).	Suportado	Tabela 8; Página 108
H _{1,2}	Decisões de investimentos anunciadas por gestores moderadamente otimistas e/ou confiantes criam, na média, maior valor para as suas empresas do que aquelas anunciadas por gestores pronunciadamente otimistas e/ou confiantes.	Suportado parcialmente	Tabela 24; Tabela 25; Páginas 155 e 156
H _{1,3}	Decisões de investimentos em FA, quando anunciadas por gestores otimistas e/ou confiantes criam, na média, menor valor para as suas empresas do que decisões de investimentos em JV anunciadas por gestores igualmente enviesados.	Suportado parcialmente	Tabela 12; Página 114
H _{1,3A}	Decisões de investimentos em FA, quando anunciadas por gestores otimistas e/ou confiantes criam, na média, menor valor para as suas empresas do que outras decisões de investimentos em FA anunciadas por gestores tidos como racionais e menos enviesados.	Suportado	Tabela 26; Página 157
H _{1,3B}	Decisões de investimentos em JV, quando anunciadas por gestores otimistas e/ou confiantes criam, na média, menor valor para as suas empresas do que outras decisões de investimentos em JV anunciadas por gestores tidos como racionais e menos enviesados.	Suportado parcialmente	Tabela 27; Página 158
H _{1,4}	Investimentos em FA serão realizados preferencialmente pelos gestores otimistas e/ou excessivamente confiantes, enquanto os demais gestores tidos como racionais e menos enviesados preferirão investimentos em JV.	Suportado parcialmente	Tabela 15; Página 118
H _{1,5}	Gestores otimistas e/ou excessivamente confiantes são, na média, mais propensos a anunciar investimentos estratégicos que os demais gestores racionais e menos enviesados.	Não suportado	Tabela 17; Página 119

Quadro 7: Resumo dos resultados obtidos na pesquisa empírica

Fonte: Elaborado pelo autor

5 CONCLUSÕES

Esta pesquisa, de natureza descritiva e quantitativa, buscou analisar o impacto das decisões de investimentos estratégicos na criação de valor para as empresas, quando tomadas por gestores otimistas e excessivamente confiantes. A pesquisa utilizou procedimentos estatísticos para a produção de inferências com base em uma amostra formada por 502 anúncios de investimentos estratégicos, realizados por 131 gestores, de 116 diferentes empresas brasileiras de capital aberto, no período compreendido entre janeiro/2005 e dezembro/2009. São considerados investimentos estratégicos todos aqueles dispêndios de capital que criam oportunidade de crescimento para as empresas (KESTER, 1984).

De forma geral, o otimismo costuma ser modelado como uma superestimação da probabilidade de ocorrência de eventos favoráveis, enquanto que o excesso de confiança reflete-se na subestimação da volatilidade dos processos que envolvem incerteza (DE LONG *et al.*, 1991; GOEL e THAKOR, 2000). Entretanto, otimismo e excesso de confiança estão intimamente ligados, sendo bastante provável que muitos gestores apresentem esses dois traços cognitivos simultaneamente. Nesta pesquisa, bem como em parte considerável da literatura, ambos os termos foram utilizados de forma intercambiável. Tampouco se buscou identificar separadamente a presença desses dois vieses nos gestores presentes na amostra.

Nesse ponto, cabe ressaltar que um dos maiores desafios da pesquisa em Finanças Comportamentais é encontrar e propor variáveis substitutas que busquem representar o fenômeno cognitivo objeto de estudo. Uma vez que as variáveis ‘otimismo’ e ‘confiança excessiva’ não são observáveis diretamente, necessariamente deverão ser utilizadas *proxies* que sejam adequadas aos objetivos perseguidos na pesquisa. Neste trabalho, adotou-se como estratégia de identificação dos vieses do otimismo e da confiança excessiva o fato do principal executivo da empresa, no caso o Diretor Presidente, ser também fundador da empresa ou tenha participado do grupo de fundadores. A classificação do gestor-fundador da empresa seguiu o mesmo critério adotado por Fahlenbrach (2009). O construto utilizado baseia-se em sólida literatura prévia, que conta com estudos empíricos em contextos experimentais e observacionais apoiados por diferentes modelos teóricos. Esses estudos sugerem, de forma categórica, que os indivíduos que gerem o seu próprio negócio (i.e., empreendedores) são

significativamente mais propensos do que os demais a exibirem confiança excessiva e otimismo injustificado em seus julgamentos (ver Seção 3.4).

Uma provável crítica ao construto utilizado é o fato de que o conjunto dos gestores enviesados apresenta uma clara contaminação. Ou seja, é esperado que no conjunto formado por Diretores Presidentes/fundadores estejam presentes, além dos indivíduos enviesados, outros indivíduos menos enviesados e tidos como racionais. Entretanto, tal ruído não serviu para enviesar os resultados da pesquisa na direção do favorecimento das estimativas. Pelo contrário, a presença de indivíduos menos enviesados neste grupo serviu para enfraquecer a significância dos coeficientes, aumentando dessa forma, a consistência dos resultados da pesquisa.

Os resultados da pesquisa empírica, pelos menos para parte dos modelos econométricos utilizados, sugerem que os investidores reagem negativamente aos anúncios de investimentos estratégicos, quando realizados por gestores otimistas e excessivamente confiantes. Aparentemente, as diferenças de estilo, opinião e de percepção da realidade motivadas por características pessoais dos gestores são consideradas pelo mercado, e descontadas do preço das ações das empresas. Esses resultados são compatíveis com os resultados reportados por Malmendier e Tate (2004), que sugerem que os investidores racionais são mais céticos acerca de anúncios de FA quando realizados por gestores enviesados⁵⁵.

Entretanto, estudos realizados por psicólogos demonstraram que certos níveis de otimismo e de excesso de confiança são socialmente benéficos para os indivíduos. Por outro lado, modelos desenvolvidos por Gervais *et al.* (2003) e Hackbarth (2004) predizem que a presença de um ‘moderado’ nível de otimismo e/ou excesso de confiança nos gestores é benéfica para os acionistas da empresa, uma vez que gestores racionais e menos enviesados tendem a postergar a decisão de execução de projetos que seriam do interesse imediato dos acionistas. Assim, um dos propósitos desta pesquisa foi investigar se, no caso do mercado brasileiro, existe um grau de intensidade para otimismo/confiança excessiva que seja benéfico aos acionistas e, ao mesmo tempo, superior aos demais.

Para procurar responder a essa questão, foi proposto e utilizado na pesquisa empírica um construto capaz de separar o grupo de gestores enviesados presentes na amostra em dois

⁵⁵ A pesquisa de Malmendier e Tate (2004) limitou-se apenas aos anúncios de fusões e aquisições no mercado norte-americano.

outros subgrupos: um deles contendo indivíduos mais pronunciadamente enviesados e o outro, contendo indivíduos apenas moderadamente enviesados.

Encontrou-se suporte apenas parcial à hipótese de que o grau de enviesamento do gestor é relevante. De fato, os resultados da pesquisa sugerem que os gestores com grau de otimismo e excesso de confiança moderados são melhor percebidos pelos investidores do que outros considerados pronunciadamente enviesados. Entretanto, os resultados não confirmam a existência de um grau de intensidade para otimismo/confiança excessiva que seja benéfico à empresa e, ainda, superior aos demais. Gestores tidos como racionais e menos enviesados foram, em todas as regressões, os que tiveram seus anúncios de investimento melhor percebidos pelo mercado. Até onde se tenha conhecimento, a abordagem metodológica aqui adotada é inédita na literatura e constitui-se em uma das contribuições principais do trabalho.

Um outro resultado decorrente da pesquisa empírica diz respeito à preferência dos investidores aos anúncios de investimentos em *joint venture*, quando anunciados pelos gestores otimistas e excessivamente confiantes, aos anúncios de investimentos em fusões e aquisições realizados por gestores igualmente enviesados. *Ceteris paribus*, espera-se que os anúncios de investimentos em FA gerem retornos maiores que os anúncios de investimentos em JV, posto que as FA estão entre as formas mais intensas de integração entre empresas, apresentando maiores riscos de implementação que empreendimentos em *joint ventures*. Foi encontrado suporte apenas parcial à preferência de investidores por empreendimentos em JV, quando anunciados por gestores otimistas/confiantes, a investimentos em FA anunciados por gestores que exibem os mesmos vieses. Maior investigação necessita ser feita para melhor elucidar o tema (ver Tabela 12).

Outras hipóteses do trabalho encontraram suporte na pesquisa empírica, sendo compatíveis com outros estudos já publicados. Por exemplo, gestores otimistas e excessivamente confiantes são mais propensos a se envolverem em anúncios de FA que outros gestores menos enviesados (Hipótese H_{1,4}; corroborando com Malmendier e Tate, 2003 e 2004). Entretanto, nenhum padrão de preferência foi encontrado para os gestores – enviesados ou não, se envolverem com outros tipos de anúncios (ainda Hipótese H_{1,4}) ou com relação ao total de anúncios de investimentos estratégicos (Hipótese H_{1,5}).

É importante ressaltar que a presente pesquisa apresenta algumas limitações restritivas. A primeira delas diz respeito ao isolamento dos vieses cognitivos escolhidos para o tema da

pesquisa: otimismo e excesso de confiança. É possível que, considerando o conjunto de gestores que fazem parte da amostra da pesquisa, outros vieses cognitivos que não são objeto deste estudo possam estar presentes na amostra selecionada, como por exemplo: representatividade, ancoragem, disponibilidade, dissonância cognitiva, dentre outros. No entanto, esses vieses não foram levados em consideração, embora as suas presenças possam ser relevantes para a compreensão das questões de interesse da pesquisa.

A segunda limitação refere-se à escolha das variáveis que serviram de *proxies* para medir os fenômenos objeto do estudo. É provável que as *proxies* adotadas neste estudo, ou pelo menos uma parte delas, possam apresentar vieses ou imprecisões, em algum grau extensão.

A terceira limitação está relacionada ao método pelo qual foi avaliada a assertividade da tomada de decisão dos gestores das empresas, representada pela intensidade e direção da reação do mercado às decisões de investimentos anunciadas. Imprecisões na aplicação do método de estudo de evento, omissão de anúncios relevantes na amostra ou problemas de endogeneidade não completamente eliminados pelo método de MQO robusto podem ter introduzido vieses nos resultados reportados.

As possibilidades de novas pesquisas neste campo de investigação são numerosas. Uma delas é investir na construção de novas *proxies* que visem representar os vieses do otimismo e confiança excessiva de forma mais precisa. Essa empreitada demandará tempo e planejamento do pesquisador, além de necessário envolvimento institucional para acesso aos principais executivos das empresas. Por exemplo, Landier e Thesmar (2004) e Ben-David *et al.* (2007) utilizaram medidas mais diretas, através de aplicação sistemática de questionários e entrevistas, além da identificação de variáveis instrumentais para medida desses vieses. Como decorrência desse trabalho, novos estudos podem ser propostos visando criar uma escala mais precisa para medição do grau de enviesamento dos gestores, no caso, o otimismo e a confiança excessiva. Uma outra possibilidade é analisar as decisões de investimento das empresas à luz de outros vieses da cognição, tais como: o viés da confirmação ou o efeito da ancoragem. Para isso, será necessário definir e propor novas *proxies* ou instrumentos que capturem e isolem adequadamente esses vieses.

Por fim, vale ressaltar que no caso específico desta pesquisa e, para condução da investigação empírica, parte-se da suposição que a irracionalidade está presente apenas do lado dos gestores e os investidores são considerados como racionais (BAKER, RUBACK e

WURGLER, 2005). Assume-se também que a HEM é válida e os mercados de capitais são eficientes em sua forma semiforte. As diversas regressões que suportaram as hipóteses da pesquisa são robustas com relação à correlação com os termos de erro e foram controladas para diversas variáveis intervenientes. Além disso, várias estratégias para teste da validade, consistência e robustez dos construtos adotados foram utilizadas.

6 REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALDRIGHI, Dante M.; MILANEZ, Daniel Y. *Finança comportamental e a hipótese dos mercados eficientes*. **Revista de Economia Contemporânea**, Rio de Janeiro, v. 9, n. 1, pp. 41-72, jan./abr. 2005.

AKERLOF, George A. *The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism*. **Quarterly Journal of Economics**, Vol. 84, Issue 3, p. 488-500, August, 1970.

ANAND, Jaideep; DELIOS, Andrew. *Absolute and relative resources as determinants of international acquisitions*. **Strategic Management Journal**, v. 23, 2002.

ANDERSON, Ronald C.; REEB David M. *Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500*. **The Journal of Finance**, v. LVIII, n. 3, jun 2003.

ANTUNES, M. A.; PROCIANOY, J. L. *Os efeitos das decisões de investimento das empresas sobre os preços de suas ações no mercado de capitais*. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo (RAUSP)**, v.38, n.1, p.5-14, jan./fev./mar. 2003.

ARABSHEIBANI, Gholamreza et al. *And a vision appeared unto them of a great profit: evidence of self-deception among the self-employed*. **Economic Letters**. Amsterdam: Elsevier, v. 67, n. 1, p. 35-41, April 2000.

BAKER, Malcolm; RUBACK, Richard S.; WURGLER, Jeffrey. *Behavioral Corporate Finance: A Survey*. **Working Paper Series**. September 2005. Disponível em <<http://ssrn.com/abstract=602902>>. Acesso em: 14/07/2009.

BALAKRISHNAN, Srinivasan; KOZA, Mitchell P. *Information Asymmetry, Adverse Selection and Joint Ventures*. **Journal of Economic Behavior and Organization**, v. 20, p. 99-117, 1993.

BARBERIS, Nicholas; THALER, Richard. *A Survey of Behavioral Finance*. **Handbook of the Economics of Finance**, Edited by G.M. Constantinides, M. Harris and R. Stulz, , North-Holland, Amsterdam, 2003.

BARBOSA, F. V.; CAMARGOS M. A. *Estudo de evento: teoria e operacionalização. Caderno de Pesquisas em Administração* (PPGA/FEA/USP). São Paulo, v. 10, n. 3, pp. 1-20, jul./set. 2003.

BARNEY, Jay. **Gain and Sustaining Competitive Advantage**. 2nd ed. New Jersey: Prentice Hall, 2002.

BARON, Robert A. *Cognitive mechanisms in entrepreneurship: why and when entrepreneurs think differently than other people*. **Journal of Business Venturing**. Amsterdam: Elsevier, v. 13, n. 4, p. 275-94, July 1998.

BARROS, Lucas A. B. C.; **Decisões de financiamento e de investimento das empresas sob a ótica de gestores otimistas e excessivamente confiantes**. Tese de Doutorado em Administração. Universidade de São Paulo, USP, 2005.

BAZERMAN, M. H. **Judgment in Managerial Decision Making**. 5 ed. New York: Wiley, 2002.

BENARTZI, Shlomo; THALER, Richard. *Naïve diversification strategies in defined contribution savings plans*. **American Economic Review**, v. 91, pp. 79-98, 2001.

BEN-DAVID, Itzhak; GRAHAM, John; HARVEY, Campbell. *Managerial overconfidence and corporate policies*, **Working paper**, Duke University, 2007.

BERKOVITCH, E.; NARAYANAN, M.P. *Motives for takeovers: an empirical investigation*. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 28, n. 3, 1993.

BESANKO, David; DRANOVE, David; SHANLEY, Mark; SCHAEFER, Scott. **Economics of Strategy**. 3rd ed. EUA: John Wiley & Sons, 2004.

BIRD, Barbara J. **Entrepreneurial behavior**. Glenview: Scott, Foresman and Company, 1989.

BLACK, Fischer. *Noise*. **The Journal of Finance**, v. 51, n. 3, pp. 529-543, July 1986.

BLACKWELL, D.W.; MARR, M.W.; SPIVEY, M.F. *Plant-closing decisions and the market value of the firm*. **Journal of Financial Economics**, v.26, n.2, p.277-288, Aug. 1990.

BREALEY, R. A.; MYERS, S. C. **Principles of Corporate Finance**. 7th Edition. New York: McGraw-Hill/Irwin, 2003.

BROCKHAUS, Robert H. Risk *taking propensity of entrepreneur*. **Academy of Management Journal**. Briarcliff Manor, New York: Academy of Management, v. 23, n. 3, p. 509-20, September 1980.

BROUTHERS, Keith D.; BROUTHERS, Lance E. *Acquisition or Greenfield start-up? Institutional, cultural and transaction cost influences*. **Strategic Management Journal**, v. 21, n. 1, 2000.

BROWN, Keith C.; HARLOW, W. V.; TINIC, Seha. M. *Risk Aversion, Uncertain Information and Market Efficiency*. **Journal of Financial Economics**, n. 22, pp. 355-385, 1988.

BUEHLER, R.; GRIFFIN, D.; ROSS, M. *Exploring the planning fallacy: why people underestimate their task completion times*. **Journal of Personality and Social Psychology**, v. 67, pp. 366-381, 1994.

BURTON, B. M.; LONIE A. A.; POWER, D. M. *The stock market reaction to investment announcements: The case of individual capital expenditure projects*. **Journal of Business Finance & Accounting**, Oxford, v. 26, n. 5/6, pp. 681-709, Jun/Jul 1999.

BUSENITZ, Lowell; BARNEY, J. *Differences between Entrepreneurs and Managers in Large Organization: Biases and Heuristics in Strategic Decision Making*. **Journal of Business Venturing**, v. 12, pp. 9-30, 1997.

CAMARGOS, M.A. de; BARBOSA, F.V. *Análise empírica da reação do mercado de capitais brasileiro aos anúncios de fusões e aquisições ocorridos entre 1994 e 2001*. **Revista de Administração da USP (RAUSP)**, São Paulo, v. 42, n.4, 2007.

CAMPBELL, John Y.; LO, Andrew W.; MACKINLAY, A. Craig. **The Econometrics of Financial Markets**. New Jersey: Princeton University Press, 1997.

CAPRON, L.; PISTRE, N. *When do acquirers earn abnormal returns?* **Strategic Management Journal**, v. 23, n. 9, p. 781-794, 2002.

CHAN, S. H.; GAU, G. W.; WANG, K. *Stock market reaction to capital investment decisions: Evidence from business relocations*. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 30, p. 81-100, 1995.

CHAN, S. H.; MARTIN, J. D.; KENSINGER, J. W. *Corporate research and development expenditures and share value*. **Journal of Financial Economics**, v. 26, p. 255-276, 1990.

CHATTERJEE, Sayan. *Types of synergy and Economic Value: the impact of Acquisitions on Merging and Rival Firms*. **Strategic Management Journal**, v.7, n.2, pp.119-139, 1986.

_____. *The gains to acquiring firms: The related principle revisited*. **Academy of Management Proceedings**, p.12-16, 1990.

CHUNG, Kwang S. *Investment Opportunities, Synergies and Conglomerate Mergers*. Unpublished doctoral dissertation. **The Anderson School at UCLA**, 1982.

CLOTFELTER, C. T.; COOK, P. J. *The gambler's fallacy in lottery play*. **Management Science**, v. 39, p. 93-95, 1993.

CONLISK, J. *Why bounded rationality?* **Journal of Economic Literature**, v. 34, pp. 669-700, 1996.

COOPER, Arnold C.; WOO, Carolyn Y.; DUNKELBERG, William C. *Entrepreneurs' perceived chances for success*. **Journal of Business Venturing**, v. 3, pp. 97-108, 1988.

CREMERS, Martijn; GRINSTEIN, Yaniv. *The market for CEO talent: Implications for CEO compensation*. **Working paper**, 2008.

DAMODARAN, Aswath. **Finanças Corporativas: Teoria e Prática**. 2a. Edição. Porto Alegre: Bookman, 2004.

DAS, Somnath; SEN, Pradyot K; SENGUPTA, Sanjit. *Impact of Strategic Alliances on Firm Valuation*. **Academy of Management Journal**, v. 41, n. 1, p. 27, Feb 1998.

DE BONDT, Werner F. M.; THALER, Richard. *Does the Stock Market Overreact?* **Journal of Finance**, v. 40, pp. 793-805, 1985.

DE LA ROSA, Leonidas Enrique. *Overconfidence and moral hazard*. **Working paper**, Danish Center for Accounting and Finance (D-CAF), 2007.

DE LONG, J. Bradford; SHLEIFER, Andrei; SUMMERS, Lawrence H.; WALDMANN, Robert J. *Noise Trader Risk in Financial Markets*. **Journal of Political Economy**, v. 98, n. 4, pp. 703-738, 1990.

_____. *The Survival of Noise Traders in Financial Markets*. **Journal of Business**, v. 64, pp. 1-19, 1991.

DYER, J. H. *Specialized supplier networks as a source of competitive advantage: Evidence from the auto industry*. **Strategic Management Journal**, v. 17, n. 4, p. 271-291, 1996.

DYER, J. H.; SINGH, H. *The relational view: Cooperative strategy and sources of interorganizational competitive advantage*. **The Academy of Management Review**, v. 23, n. 4, p. 660-679, 1998.

DYRENG, Scott; HANLON, Michelle; MAYDEW, Edward L. *Long-run corporate tax avoidance*. **The Accounting Review**, v. 83, n. 1, pp. 61-82, 2008.

ERICKSON, Merle; HANLON, Michelle; MAYDEW, Edward L. *Is there a link between executive equity incentives and accounting fraud?* **Journal of Accounting Research**, v. 44, n. 1, pp. 113-143, 2006.

FAHLENBRACH, Rüdiger. *Founder-CEOs, Investment Decisions, and Stock Market Performance*. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 44, n. 2, pp. 439-466, Apr. 2009.

FAIRCHILD, Richard J. *The Effect of Managerial Overconfidence, Asymmetric Information, and Moral Hazard on Capital Structure Decisions*. **Working Paper Series**. April 2005. Disponível em <<http://papers.ssrn.com/abstract=711845>>. Acesso em: 14/07/2009.

FAMÁ, Rubens; BARROS, Lucas A. B. de C. *Q de Tobin e seu uso em finanças: Aspectos metodológicos e conceituais*. **Caderno de Pesquisas em Administração**, v. 07, n. 4, p. 27 – 43, out./dez. 2000.

FAMA, Eugene F. *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*. **The Journal of Finance**. v. 25, n. 2, p. 383-418, 1970.

_____. *Efficient Capital Markets: II*. **The Journal of Finance**. v. 46, n. 5, p. 1575-1617, December 1991.

FERREIRA, Gabriela Cardozo. *Alianças Empresariais em Cadeias de Produção: Estrutura, Motivação e Estratégias na Produção de Carne Bovina*. **3ES ANPAD**, 2003.

FESTINGER, L. **A Theory of Cognitive Dissonance**. Stanford, CA: Stanford University Press, 1957.

FISCHHOFF, B.; SLOVIC, P.; LICHTENSTEIN, S. *Knowing with Certainty: The Appropriateness of Extreme Confidence*. **Journal of Experimental Psychology**, v. 3, pp. 552-564, 1977.

FRIEDMAN, M. *The Case for Flexible Exchange Rates*. **In: Essays in Positive Economics**, p. 157–203. Chicago, IL: University of Chicago Press, 1953.

GERINGER, J. Michael. *Strategic Determinants of Partner Selection Criteria in International Joint Ventures*. **Journal of International Business Studies**. Vol. 22, Issue 1, p. 41-62, 1991.

GERVAIS, Simon; HEATON, J. B.; ODEAN, Terrance. *The Positive Role of Overconfidence and Optimism in Investment Policy*. **Rodney L. White Center for Financial Research Working Paper**. September 4, 2002.

_____. *Overconfidence, Investment Policy, and Executive Stock Options*. **Rodney L. White Center for Financial Research Working Paper**. No. 15-02. July 24, 2003.

GLAESER, Markus; WEBER, Martin. *Overconfidence and trading volume*. **CEPR Discussion Paper No. 3941**. 2003.

GLEASON, Kimberly C.; MATHUR, Ike; WIGGINS, Roy A. *Evidence on Value Creation in the Financial Services Industries through the Use of Joint Ventures and Strategic Alliances*. **The Financial Review**. n. 38, p. 213-234, 2003.

GOEL, A. M.; THAKOR, A. V. *Rationality, Overconfidence, and Leadership*. **Mimeo**, University of California, Berkeley, 2000.

GOMBOLA, M. J.; TSETSEKOS, G. P. *The information content of plant closing announcements: evidence from financial profiles and the stock price reaction*. **Financial Management**, v. 21, n. 2, p. 31-40, Summer 1992.

HACKBARTH, Dirk. *Managerial Traits and Capital Structure Decisions*. **Working Paper Series**. September 2004. Disponível em <<http://papers.ssrn.com/abstract=362740>>. Acesso em: 14/07/2009.

HALL, Brian J.; MURPHY, Kevin J. *Stock options for undiversified executives*. **Journal of Accounting and Economics**, v. 33, n. 1, pp. 3-42, February 2002.

HARFORD, Jarrad. *What drives merger waves?* **Journal of Financial Economics**, v. 77, pp. 529-560, 2005.

HARRIGAN, Kathryn R. **Strategies for Joint Ventures**. Lexington, MA: Lexington Books, 1985.

_____. *Strategic Alliances and Partner Asymmetries*. **Management International Review**. v. 28, p. 53, 1988.

HEATON, J. B. *Managerial Optimism and Corporate Finance*. **Financial Management**, v. 31, n. 2, p. 33-45, Summer 2002.

HENNART, Jean-François. *A Transaction Cost Theory of Equity Joint Ventures*. **Strategic Management Journal**. v. 9, p. 361-74, 1988.

IBGE. **Estatísticas do Cadastro Central de Empresas 2002**. Rio de Janeiro, 2004. <<http://www.ibge.gov.br/home/estatistica/economia/cadastroempresa/2002/cempre2002.pdf>>. Acesso em: 29/12/2010.

IYER, D. N.; MILLER, K. D. *Performance feedback, slack, and the timing of acquisitions*. **Academy of Management Journal**, v. 51, n. 4, 2008.

JENSEN, Michael C., MECKLING, William H. *Theory of the firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure*. **Journal of Financial Economics**. v.3, n.4, p.305-360, October 1976.

JENSEN, Michael C. *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers*. **American Economic Review**. v. 76, n. 2, p. 323-329, 1986.

JONES, Edward A. E. *Developing a framework for researching the stock market reaction to capital project announcements*. **Working Paper 98/IAF**, Heriot-Watt University, UK, January 1998.

JONES, Edward A. E. *Company Investment Announcements and the Market Value of the Firm*. In: **European Financial Management Association Annual Meeting 2000**, Athens. Proceedings... 2000.

KAHNEMAN, Daniel; LOVALLO, D. *Timid Choices and Bold Forecasts: A Cognitive Perspective on Risk Taking*. **Management Science**. v. 39, n. 1, pp. 17-31, 1993.

KAHNEMAN, Daniel; TVERSKY, Amos. *Prospect Theory: An analysis of decision under risk*. **Econometrica**, v. 47, p. 263, 1979.

KAYO, Eduardo Kazuo. **A estrutura de capital e o risco das empresas tangível e intangível-intensivas: uma contribuição ao estudo da valoração de empresas**. Tese de Doutorado em Administração – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade São Paulo, São Paulo, 2002.

KAYO, E. K.; PATROCINIO, M. R.; MARTIN, D. M. L. *Intangibilidade e criação de valor em aquisições: o papel moderador do endividamento*. In: **EnAnpad. Encontro da Anpad 2008**, Rio de Janeiro. Anais..., 2008.

KESTER, W. C. *Today's options for tomorrow's growth*. **Harvard Business Review**, pp. 153-160, March-April 1984.

KIMURA, Herbert. *Aspectos Comportamentais Associados às Reações do Mercado de Capitais*. **RAE-eletrônica**, v. 2, n. 1, jan-jun/2003.

KOH, Jeongsuk, VENKATRAMAN, N. *Joint Venture Formations and Stock Market Reactions: An Assessment in the Information Technology Sector*. **Academy of Management Journal**. Briarcliff Manor: v. 34, n. 4; p. 869-892, Dec 1991.

KYLE, Albert S. *Continuous Auctions and Insider Trading*. **Econometrica**, v. 53, n. 6, pp. 1315-1335, November 1985.

LAFIS Consultoria, Análises Setoriais e de Empresas. Disponível em <www.lafis.com.br>. Acessos diversos entre os meses de janeiro a julho de 2010.

LAMB, R. *A decisão de investimento nas empresas e a reação do mercado de capitais: uma abordagem informacional*. Dissertação de Mestrado. **Universidade Federal do Rio Grande do Sul**, Porto Alegre, Rio Grande do Sul, Brasil, 1993.

LAMBERT, Richard A.; LARCKER, David F.; VERRECCHIA, Robert E. *Portfolio Considerations in Valuing Executive Compensation*. **Journal of Accounting Research**, vol. 29, n. 1, pp. 129-149, 1991.

LANDIER, Augustin; THESMAR, David. *Financial contracting with optimistic entrepreneurs: Theory and evidence*. **University of Chicago working paper**, 2004.

LAVIE, Dovev. *The competitive advantage of interconnected firms: an extension of the resource-based view*. **The Academy of Management Review**, v. 31, n. 3, 2006.

LEASE, Ronald C.; LEWELLEN, Wilbur G.; SCHLARBAUM, Gary G. *The Individual Investor: Attributes and Attitude*. **Journal of Finance**, v. 29, n. 2, p. 413, May 1974.

LORANGE, P.; ROOS, J. **Alianças estratégicas: Formação, Implementação e Evolução**. São Paulo: Atlas, 1996.

LOW, Murray B.; MACMILLAN, Ian C. *Entrepreneurship: past research and future challenges*. **Journal of Management**. Bloomington: Southern Management Association, v. 14, n. 2, p. 139-61, June 1988.

LUBATKIN, Michael. *Mergers and the performance of the acquiring firm*. **The Academy of Management Review**, v.8, n.2, pp.218-225, 1983.

LUCCHESI, E. P.; FAMÁ, R. *O impacto das decisões de investimento das empresas no valor de mercado das ações negociadas na Bovespa no período de 1996 a 2003*. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo (RAUSP)**, v.42, n.2, p.249-260, abr./maio/jun. 2007.

LYNCH, R. P. **The Practical Guide to Joint Ventures and Corporate Alliances**. New York: Wiley, 1989.

MADHAVAN, Ravindranath; PRESCOTT, John E. *Market Value Impact of Joint Ventures: The Effect of Industry Information-Processing Load*. **Academic of Management Journal**. v. 38, n. 3, p. 900-915, 1995.

MALKIEL, Burton G. *The Efficient Market Hypothesis and Its Critics*. **Princeton University CEPS Working Paper**, n. 91, April 2003.

MALMENDIER, Ulrike; TATE, Geoffrey. *Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the market's reaction*. **Stanford GSB Research Paper No. 1798**. 2003.

_____. *Who makes acquisitions? A Test of the Overconfidence Hypothesis*. **Stanford GSB Working Paper**. 2004.

_____. *Does Overconfidence Affect Corporate Investment? CEO Overconfidence Measures Revisited*. **European Financial Management**, v. 11, n. 5, p. 649-659, November 2005.

MARCELINO, Ana P. F.; MATSUSHITA, Anderson K.; HATIMINE, Renata; SILVEIRA, A. Di Miceli. *O Impacto das Decisões de Investimento das Empresas sobre o Valor de Mercado das suas Ações*. In: **IX SEMEAD – Seminários em Administração FEA/USP**, São Paulo, 2006.

MATOS, Vitor Alberto; SANTOS JÚNIOR, Walter Luiz dos. *A Avicultura Brasileira e suas Articulações: uma Análise do Desenvolvimento dos Negócios a partir das Alianças Estratégicas*. **EnANPAD**, 1998.

McCONNELL, J. J.; MUSCARELLA, C. J. *Corporate Capital Expenditures Decisions and the Market Value of the Firm*. **Journal of Financial Economics**. v. 14, p. 399-422, 1985.

McCONNEL, J.; NANTELL, T. *Corporate Combinations and Common Stock Returns: The Case of Joint Ventures*. **The Journal of Finance**, p. 519-536, June 1985.

McKENNA, Frank P. *It won't happen to me: unrealistic optimism or illusion of control?* **British Journal of Psychology**. Leicester: British Psychological Society, v. 84, n. 1, p. 39-50, Feb. 1993.

McWILLIAMS, Abigail; SIEGEL, Donald. *Event Studies in Management Research: Theoretical and Empirical Issues*. **Academy of Management Journal**, v. 40, n. 3; p. 626, Jun 1997.

MENDES-DA-SILVA, Wesley; YU, Abraham Sin Oih. *Análise Empírica do Senso de Controle: Buscando Entender o Excesso de Confiança*. **Revista de Administração Contemporânea**, Curitiba, v. 13, n. 2, art. 5, p. 247-271, Abr./Jun. 2009.

MERROW, Edward W.; PHILLIPS, Kenneth E.; MYERS, Christopher W. **Understanding cost growth and performance shortfalls in pioneer process plants**. Santa Monica, CA: Rand, 1981.

MINARDI, Andréa M. A. F. *Retornos passados prevêm retornos futuros?* **RAE-eletrônica**, v. 3, n. 2, Art. 14, jul./dez. 2004.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. *Dividend policy, growth and the valuation of shares*. **Journal of Business**, Chicago, v. 34, n. 4, p. 411-433, Oct. 1961.

MORCK, R.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R.W. *Do managerial objectives drive bad acquisitions?* **The Journal of Finance**, Cambridge, v.45, n.1, p.31-48, Mar 1990.

MYERS, S.C.; MAJLUF, N.S. *Corporate Financing and Investment Decisions When Firms have Information that Investors do not Have*. **Journal of Financial Economics**, v. 13, pp. 187-221, 1984.

NOVIS NETO, J. A.; SAITO, R. *Dividend yields e persistência de retornos anormais das ações: evidência do mercado brasileiro*. In: **XXVI ENANPAD**, Anais... Salvador (BA), set. 2002, 15 p.

O'BRIEN, Jonathan P . *The capital structure implications of pursuing a strategy of innovation*. **Strategic Management Journal**, v. 24, n. 5, p. 415-431, May 2003.

ODEAN, T. *Are investors reluctant to realize their losses?* **Journal of Finance**, v. 53, pp. 1775-1798, 1998.

OLIVEIRA NETO, Luis E. **A formação de alianças estratégicas no Brasil e a criação de valor para as empresas participantes**. Dissertação de mestrado. Universidade Presbiteriana Mackenzie, São Paulo, 2007.

OLIVEIRA NETO, Luis E.; KAYO, Eduardo K.; BARROS, Lucas A. *A formação de alianças estratégicas no Brasil e a criação de valor para as empresas participantes: um estudo de evento*. **Revista de Administração - eletrônica, Universidade de São Paulo (RAUSP-e)**, v.1, n.2, 2008.

OLSEN, Robert A. *Cognitive Dissonance: The Problem Facing Behavioral Finance*. **The Journal of Behavioral Finance**, v. 9, pp. 1-4, 2008.

PATROCÍNIO, Mauricio Réa. **Ativos intangíveis e a criação de valor em operações de aquisição: uma análise sob o ponto de vista da empresa adquirente**. Dissertação de mestrado. Universidade Presbiteriana Mackenzie, São Paulo, 2005.

PARKHE, Arvind. *International Joint Ventures*. **Handbook for International Management Research**. p. 429-459, 1996.

PINFOLD, John. *The Expectations of New Business Founders*. **Journal of Small Business Management**. v. 39, n. 3, pp. 279-285, 2001.

RABIN, M. *Psychology and economics*. **Journal of Economic Literature**, v. 36, pp. 11-46, 1998.

REUER, Jeffrey J. **Strategic Alliance: Theory and Evidence**. New York: Oxford University Press, Inc., 2004.

RHODES-KROPF, Matthew; VISWANATHAN, S. *Market Valuation and Merger Waves*. **The Journal of Finance**, v. 59, n. 6, pp. 2685-2718, Dec. 2004.

RITTER, Jay R. *Behavioral Finance*. **Pacific-Basin Finance Journal**, v. 11, n. 4, pp. 429-437, September 2003.

ROLL, Richard. *The hubris hypothesis of corporate takeovers*. **The Journal of Business**. v. 59, n. 2, p. 197-216, 1986.

ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph W.; JAFFE, Jeffrey F. **Administração Financeira: Corporate Finance**. São Paulo: Atlas, 1995.

ROTTER, Julian B. *Generalized expectancies for internal versus external control of reinforcement*. **Psychological Monographs** **80**, n. 609, 1966.

RUFFONI, Janaína Passuello; ZAWISLAK, Paulo Antônio. *Uma Análise da Adoção de Alianças Estratégicas a partir das Características Tecnológicas de um Setor: o Caso da Cadeia de Fornecimento da Indústria Automotiva do Rio Grande do Sul*. **EnANPAD**, 2000.

SAVAGE, Leonard J. **The Foundations of Statistics**. New York: Wiley, 1954.

SCHRAND, Catherine M.; ZECHMAN, Sarah L. C. *Executive Overconfidence and the Slippery Slope to Fraud*. **Working Paper**, December 2008.

SEEMAN; DUBIN; SEEMAN. *Religiosity/Spirituality and Health: A Critical Review of the Evidence for Biological Pathways*. **American Psychologist**. January 2003.

SEPE, J. F.; STATMAN, M. *Project termination announcements and the market value of the firm*. **Financial Management**, v.18, n.4, p.74-81, Winter 1989.

SETH, Anju. *Sources of value creation in acquisitions: an empirical investigation*. **Strategic Management Journal**, v. 11, p. 431-446, 1990.

SETH, A.; SONG, K. P.; PETTIT, R. *Value creation and destruction in cross-border acquisition: an empirical analysis of foreign acquisitions of U.S. firms*. **Strategic Management Journal**, v. 23, 2002.

SEWELL, Martin. *Behavioural Finance*. **University College London, Working paper**, 2008.

SHEFRIN, Hersh. **Beyond greed and fear: understanding behavioral finance and the psychology of investing**. New York, USA: Oxford University Press, 2000.

SHILLER, Robert J. *Do Stock Prices Move Too Much to be Justified by Subsequent Changes in Dividends?* **The American Economic Review**, v. 71, n. 3, pp. 421–436, 1981.

SHLEIFER, A.; SUMMERS, L. *The Noise Trader Approach to Finance*. **Journal of Economic Perspectives**, v. 4, p. 19-33, 1990.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. *The limits of arbitrage*. **Journal of Finance**, v. 52, n. 1, p. 35, March 1997.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. *A Survey of Corporate Governance*. **Journal of Finance**, v. 52, n.2, pp. 737-783, 1997.

SHLEIFER, Andrei. **Inefficient Markets: an Introduction to Behavioral Finance**. New York: Oxford University Press, Inc., 2000.

SILVEIRA, Alexandre M.; BARROS, Lucas A. B. de C. *Corporate Governance Quality and Firm Value in Brazil*. **Working Paper**, jun. 2007. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=923310>. Acesso em 06/02/2011.

SIMON, Herbet A. *A Behavioral Model of Rational Choice*. **Quarterly Journal of Economics**. Cambridge, Massachusetts: MIT, v. 69, n. 1, p. 99-118, February 1955.

SINGH, Harbir; MONTGOMERY, Cyntia A. *Corporate acquisitions strategies and economic performance*. **Strategic Management Journal**, v. 8, n. 4, pp. 377-386, 1987.

SLOVIC, P.; FISCHOFF, B.; LICHTENSTEIN, S. *Rating the risks*. **Environment**, v. 21, n. 3, pp. 61-74, 1979.

SOARES, R. O.; ROSTAGNO, L. M.; SOARES, K. T. C. *Estudo de Evento: o Método e as Formas de Cálculo do Retorno Anormal*. In: **Encontro Nacional dos Programas de Pós Graduação em Administração**, XXVI. Salvador: ANPAD, set. 2002.

STUCKEY, John; WHITE, David. *When and When not to Vertically Integrate*. **Sloan Management Review**. p. 71-83, Spring 1993.

SUBRAHMANYAM, Avaidhar. Behavioural Finance: A Review and Synthesis. *European Financial Management*, v. 14, n. 1, pp. 12–29, 2007.

TAYLOR, S.; BROWN, J. D. *Illusion and Well-Being: A Social Psychological Perspective on Mental Health*. **Psychological Bulletin**, v. 103, p. 193-210, 1988.

TSETSEKOS, G. P.; ZANTOUT, Z. *The wealth effects of announcements of R&D expenditure increases*. **The Journal of Financial Research**, v.XVII, n.2, p.205-216, Summer 1994.

TVERSKY, Amos; KAHNEMAN, Daniel. *Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases*. **Science**, New Series, v. 185, n. 4157, pp. 1124-1131, Sep. 27, 1974.

_____. *The Framing of Decisions and the Psychology of Choice*. **Science**, v. 211, pp. 453–458, 1981.

UHLENBRUCK, K.; HITT, M.A.; SEMADENI, M. *Market value effects of acquisitions involving internet firms: a resource-based analysis*. **Strategic Management Journal**, v. 27, n. 10, p. 899-913, 2006.

VENKATRAMAN, N., RAMANUJAM, V. *Measurement of Business Performance in Strategy Research: A Comparison of Approaches*. **Academy of Management Review**. v.11, p.801-14, 1986.

VILLALONGA, Belén. *Intangible resources, Tobin's q, and sustainability of performance differences*. **Journal of Economic Behavior & Organization**, v. 54, n. 2, p. 205-230, 2004.

VILLALONGA, Belén; AMIT, Raphael. *How Do Family Ownership, Control, and Management Affect Firm Value?* **Working Paper**, dez. 2004. Disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=556032. Acesso em: 06/02/2011.

VON NEUMANN, J., MORGENSTERN, O. **Theory of Games and Economic Behavior**. Princeton: Princeton University Press, 1944.

WEINSTEIN, N. *Unrealistic optimism about future life events*. **Journal of Personality and Social Psychology**, v. 39, pp. 806-820, 1980.

WEINSTEIN, Neil D.; KLEIN, William M. *Unrealistic optimism: Present and future*. **Journal of Social and Clinical Psychology**, v. 15, n. 1, pp. 1-8, 1996.

WESTON, J. Fred, SIU, Juan A.; JOHNSON, Brian A. **Takeovers, restructuring, & corporate governance**. 3a ed. New Jersey: Prentice Hall, 2001.

WILLE, J. R. *Joint Venturing Strategies*. **The Handbook of Joint Venturing**. Homewood, IL: Dow Jones-Irwin, 1988.

WILLIAMSON, Oliver E. **Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications**. New York: Basic Books, 1975.

WOOLRIDGE, J. Randall; SNOW, Charles C. *Stock Market Reaction to Strategic Investment Decisions*. **Strategic Management Journal**, v. 11, n. 5, p. 353-363, 1990.

7 APÊNDICES

7.1 Lista de empresas participantes da pesquisa

Tabela 19: Empresas participantes da amostra da pesquisa

#	Empresa focal	# Eventos	Frequência
1	ALL AMERICA LATINA LOGISTICA S.A.	4	0.80%
2	AMBEV - CIA DE BEBIDAS DAS AMERICAS	4	0.80%
3	AMERICAN BANKNOTE	1	0.20%
4	AMIL PARTICIPACOES S.A.	2	0.40%
5	ANHANGUERA EDUCACIONAL PARTICIPACOES	16	3.19%
6	ARACRUZ CELULOSE S.A.	2	0.40%
7	BANCO BRADESCO	6	1.20%
8	BANCO DO BRASIL	11	2.19%
9	BANCO ITAÚ	6	1.20%
10	BANCO MERCANTIL DO BRASIL	1	0.20%
11	BEMATECH S.A.	4	0.80%
12	BR MALLS	16	3.19%
13	BRSCAN RESIDENTIAL PROPERTIES	1	0.20%
14	BRASIL TELECOM S.A	3	0.60%
15	BRASILAGRO	7	1.39%
16	BRASKEM S.A.	9	1.79%
17	CAMARGO CORREA DESENV. IMOBILIARIO S.A.	6	1.20%
18	CEMIG	3	0.60%
19	CENTRAIS ELET BRAS S.A. - ELETROBRAS	1	0.20%
20	CENTRAIS ELETRICAS SANTA CATARINA - CELESC	2	0.40%
21	CIA BRASILEIRA DESENV IMOBILIARIO TURISTICO	10	1.99%
22	CIA CONCESSOES RODOVIARIAS - CCR	3	0.60%
23	CIA PARANAENSE DE ENERGIA - COPEL	1	0.20%
24	CIA PROVIDENCIA IND COM	1	0.20%
25	CIA SIDERURGICA NACIONAL	8	1.59%
26	COSAN S.A. INDÚSTRIA E COMÉRCIO	7	1.39%
27	COTEMINAS	2	0.40%
28	CPFL ENERGIA	3	0.60%
29	CR2 EMPREENDIMENTOS IMOBILIARIOS S.A.	1	0.20%
30	CYRELA	4	0.80%
31	DATASUL	8	1.59%
32	DIAGNOSTICOS DA AMERICA S.A.	13	2.59%
33	DOCAS INVESTIMENTO	1	0.20%
34	DROGASIL S.A.	1	0.20%
35	DURATEX S.A.	3	0.60%
36	EMBRAER-EMPRESA BRAS DE AERONAUTICA S.A.	7	1.39%
37	EMBRATEL PARTICIPACOES	2	0.40%

38	ESTACIO PARTICIPACOES	2	0.40%
39	FERTILIZANTES FOSFATADOS S.A.- FOSFERTIL	2	0.40%
40	GAFISA	2	0.40%
41	GENERAL SHOPPING BRASIL	7	1.39%
42	GERDAU S.A.	7	1.39%
43	GOL LINHAS AEREAS INTELIGENTES S.A.	4	0.80%
44	GRADIENTE	1	0.20%
45	HYPERMARCAS S.A.	5	1.00%
46	IDEIASNET	1	0.20%
47	IGUATEMI EMPRESA DE SHOPPING CENTERS S.A.	7	1.39%
48	INDUSTRIAS ROMI	1	0.20%
49	IPIRANGA DISTRIBUIDORA	1	0.20%
50	ITAUTEC - GRUPO ITAUTEC	1	0.20%
51	J B DUARTE	3	0.60%
52	JBS S.A.	6	1.20%
53	JHSF PARTICIPACOES	1	0.20%
54	KLABIN S.A.	4	0.80%
55	KLABIN SEGALL	1	0.20%
56	KROTON EDUCACIONAL S.A.	7	1.39%
57	KROTON PARTICIPACOES	5	1.00%
58	LAEP INVESTMENTS	2	0.40%
59	LOG-IN LOGISTICA INTERMODAL S.A.	3	0.60%
60	LOJAS AMERICANAS	1	0.20%
61	LOPES BRASIL CONSULTORIA DE IMOVEIS	7	1.39%
62	LUPATECH S.A.	12	2.39%
63	MAHLE METAL LEVE	2	0.40%
64	MARCOPOLO S.A.	4	0.80%
65	MARFRIG FRIGORIFICOS E COM ALIMENTOS	16	3.19%
66	MARISA S.A.	1	0.20%
67	MEDIAL SAUDE S.A.	4	0.80%
68	METALFRIO SOLUTIONS	2	0.40%
69	MINERVA S.A.	1	0.20%
70	MMX MINERACAO E METALICOS	1	0.20%
71	MRV ENGENHARIA E PARTICIPACOES	2	0.40%
72	MULTIPLAN - EMPREEND IMOBILIARIOS S.A.	4	0.80%
73	NET SERVIÇOS DE COMUNICAÇÃO	3	0.60%
74	NOVA AMERICA AGROENERGIA	1	0.20%
75	OBRASCON HUARTE LAIN BRASIL	1	0.20%
76	ODONTOPREV S.A.	6	1.20%
77	PDG REALTY	8	1.59%
78	PERDIGAO S.A.	7	1.39%
79	PETROLEO BRASILEIRO S.A. PETROBRAS	35	6.97%
80	PETROQUISA	2	0.40%
81	PORTOBELLO S.A.	1	0.20%
82	PROFARMA DISTR PROD FARMACEUTICOS	1	0.20%
83	RANDON S.A. IMPLEMENTOS E PARTICIPACOES	1	0.20%
84	RIMET S.A.	1	0.20%
85	ROSSI RESIDENCIAL	1	0.20%
86	SADIA S.A.	7	1.39%

87	SANTOS BRASIL PARTICIPACOES	2	0.40%
88	SAO CARLOS EMPREENDIMENTOS E PARTICIPACOES	5	1.00%
89	SAO MARTINHO	1	0.20%
90	SAO PAULO ALPARGATAS	2	0.40%
91	SARAIVA S.A. LIVREIROS EDITORES	3	0.60%
92	SEB - SISTEMA EDUCACIONAL BRASILEIRO S.A.	6	1.20%
93	SLC AGRICOLA	3	0.60%
94	SPRINGS GLOBAL PARTICIPACOES S.A.	1	0.20%
95	SUBMARINO	2	0.40%
96	SUZANO PAPEL E CELULOSE S.A.	1	0.20%
97	SUZANO PETROQUIMICA	1	0.20%
98	TAM S.A.	8	1.59%
99	TELEFONICA SA	2	0.40%
100	TELEMAR PARTICIPACOES S.A.	2	0.40%
101	TERNA PARTICIPACOES	3	0.60%
102	TOTVS S.A.	6	1.20%
103	TRACTEBEL ENERGIA	2	0.40%
104	TRIUNFO PARTICIPACOES	4	0.80%
105	ULTRAPAR PARTICIPACOES S.A.	5	1.00%
106	UNIBANCO	1	0.20%
107	UNIPAR UNIAO DE IND PETROQ S.A.	1	0.20%
108	UNIVERSO ONLINE - UOL	1	0.20%
109	USINAS SID DE MINAS GERAIS S.A.-USIMINAS	6	1.20%
110	VALE S.A.	36	7.17%
111	VICUNHA TEXTIL	1	0.20%
112	VIVO PARTICIPACOES S.A.	2	0.40%
113	VOTORANTIM CELULOSE E PAPEL S.A.	1	0.20%
114	VULCABRAS S.A.	5	1.00%
115	WEG S.A.	3	0.60%
116	WILSON SONS LTD.	1	0.20%
Total de eventos		502	100.00%

Fonte: Elaborado pelo autor

7.2 Classificação setorial Bovespa

Tabela 20: Classificação setorial Bovespa

Setor econômico	Subsetor	Segmento
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	Exploração e/ou Refino
		Máquinas e Equipamentos
Materiais Básicos	Mineração	Minerais Metálicos
		Siderurgia
	Siderurgia e Metalurgia	Artefatos de Ferro e Aço
		Artefatos de Cobre
		Químicos
	Químicos	Petroquímicos
		Fertilizantes e Defensivos
		Químicos Diversos
	Madeira e Papel	Madeira
		Papel e Celulose
Embalagens	Embalagens	
	Materiais Diversos	
Bens Industriais	Material de Transporte	Material Aeronáutico
		Material Ferroviário
		Material Rodoviário
	Equipamentos Elétricos	Equipamentos Elétricos
	Máquinas e Equipamentos	Motores, Compressores e Outros
		Máqs. e Equip. Industriais
		Máqs. e Equip. Construção e Agrícolas
		Máqs. e Equip. Hospitalares
		Armas e Munições
	Serviços	Serviços Diversos
	Comércio	Material de Transporte
		Máquinas e Equipamentos
	Construção e Transporte	Construção e Engenharia
Construção Civil		
Construção Pesada		
Engenharia Consultiva		
Serviços Diversos		
Intermediação Imobiliária		
Transporte		Transporte Aéreo
		Transporte Ferroviário
		Transporte Hidroviário
		Transporte Rodoviário
Consumo Não Cíclico	Agropecuária	Exploração de Rodovias
		Serviços de Apoio e Armazenagem
	Alimentos Processados	Agricultura
		Açúcar e Álcool
		Café
		Grãos e Derivados
		Carnes e Derivados
		Laticínios

		Alimentos Diversos
	Bebidas	Cervejas e Refrigerantes
	Fumo	Cigarros e Fumo
	Prods. de Uso Pessoal e de Limpeza	Produtos de Uso Pessoal Produtos de Limpeza
	Saúde	Medicamentos e Outros Produtos Serviços Médico - Hospitalares, Análises e Diagnósticos
	Diversos	Produtos Diversos
	Comércio e Distribuição	Alimentos Medicamentos
Consumo Cíclico	Tecidos, Vestuário e Calçados	Fios e Tecidos Couro Vestuário Calçados Acessórios
	Utilidades Domésticas	Eletrrodomésticos Utensílios Domésticos
	Mídia	Televisão por Assinatura Jornais, Livros e Revistas Publicidade e Propaganda
	Hotelaria e Restaurantes	Hotelaria
	Lazer	Bicicletas Brinquedos e Jogos Parques de Diversão Produção de Eventos e Shows Atividades Esportivas
	Diversos	Serviços Educacionais Aluguel de Carros Programas de Fidelização
	Comércio	Tecidos, Vestuário e Calçados Eletrrodomésticos Livrarias e Papelarias Produtos Diversos
Tecnologia da Informação	Computadores e Equipamentos Programas e Serviços	Computadores e Equipamentos Programas e Serviços
Telecomunicações	Telefonia Fixa Telefonia Móvel	Telefonia Fixa Telefonia Móvel
Utilidade Pública	Energia Elétrica Água e Saneamento Gás	Energia Elétrica Água e Saneamento Gás
Financeiro e Outros	Intermediários Financeiros	Bancos Soc. Crédito e Financiamento Soc. Arrendamento Mercantil Outros Intermediários Financeiros
	Securitizadoras de Recebíveis	Securitizadoras de Recebíveis
	Serviços Financeiros Diversos	Gestão de Recursos e Investimentos Serviços Financeiros Diversos
	Previdência e Seguros	Seguradoras
	Exploração de Imóveis	Exploração de Imóveis
	Holdings Diversificadas	Holdings Diversificadas

Outros

Fundos

Outros

Fundos Imobiliários

Fundos de Ações

Fundos de Direitos Creditórios

Fundos de Incentivo Setorial

Fonte: Bovespa

7.3 Relação de gestores, empresas e total de anúncios

Tabela 21: Relação dos Diretores-Presidentes anunciantes de investimentos estratégicos

#	Nome Diretor-Presidente	Empresa focal	Fundador?	Total de anúncios
1	Bernardo Vieira Hees	ALL - America Latina Logistica S.A.		4
2	Milton Seligman	Ambev -Cia de Bebidas das Americas		3
3	João Maurício G. de Castro Neves	Ambev -Cia de Bebidas das Americas		1
4	Sidney Levy	American Banknote		1
5	Edson de Godoy Bueno	Amil Participacoes S.A.	Sim	2
6	Antonio Carbonari Netto	Ananguera Educacional	Sim	16
7	Carlos Augusto Lira Aguiar	Aracruz Celulose S.A.		2
8	Lázaro de Mello Brandão	Banco Bradesco		6
9	Antonio Francisco de Lima Neto	Banco do Brasil		1
10	Aldemir Bendine	Banco do Brasil		10
11	Roberto Egydio Setubal	Banco Itaú		6
12	Milton de Araújo	Banco Mercantil do Brasil	Sim	1
13	Marcel Martins Malczewski	Bematech S.A.		1
14	Carlos Seara da Costa Pinto	Bematech S.A.		3
15	Carlos Medeiros Silva Neto	BR Malls		16
16	Nicholas Vincent Reade	Brascan Residential Properties		1
17	Ricardo Knoepfelmacher	Brasil Telecom S.A		1
18	Luiz Eduardo Falco Pires Correa	Brasil Telecom S.A		2
19	Ivo Alves da Cunha	Brasilagro		3
20	Julio Cesar de Toledo Piza Neto	Brasilagro		4
21	José Carlos Grubisich Filho	Braskem S.A.		5
22	Bernardo Afonso de A. Gradin	Braskem S.A.		4
23	Marcelo G. de Figueiredo Mendes	Camargo Correa Desenv. Imobiliario		4
24	Francisco Sciarotta Neto	Camargo Correa Desenv. Imobiliario		2
25	Djalma Bastos de Moraes	Cemig		3
26	Valter Luiz Cardeal	Centrais Elet Bras S.A. - Eletrobras		1
27	Eduardo Pinho Moreira	Centrais Eletricas Santa Catarina		2
28	José Romeu Ferraz Neto	Invest Tur Brasil	Sim	10
29	Renato Alves Vale	Cia Concessoes Rodoviaras - CCR		3
30	Rubens Ghilardi	Cia Paranaense De Energia - Copel		1
31	Herminio Vicente Smania de Freitas	Cia Providencia Ind Com		1
32	Benjamin Steinbruch	Cia Siderurgica Nacional		8
33	Rubens Ometto Silveira Mello	Cosan S.A. Indústria eComércio	Sim	6
34	Marcos Marinho Lutz	Cosan S.A. Indústria e Comércio	Sim	1
35	Josué Christiano Gomes da Silva	Coteminas		3
36	Wilson P. Ferreira Júnior	CPFL Energia		3
37	Carlos Antonio Guedes Valente	CR2 Empreendimentos Imobiliarios	Sim	1
38	Elie Horn	Cyrela	Sim	4
39	Jorge Steffens	Datasul		8
40	Marcelo Marques Moreira Filho	Diagnosticos da America S.A.		8
41	Marcelo Noll Barboza	Diagnosticos da America S.A.		5
42	Nelson Sequeiros Rodriguez Tanure	Docas Investimento		1

43	Cláudio Roberto Ely	Drogasil S.A.		1
44	Henri Penchas	Duratex S.A.		3
45	Frederico Pinheiro Fleury Curado	Embraer		7
46	Carlos Henrique Moreira	Embratel Participacoes		2
47	Eduardo Alcalay	Estacio Participacoes		2
48	Vital Jorge Lopes	Fosfertil		2
49	Wilson Amaral de Oliveira	Gafisa		2
50	Ricardo Castro da Silva	General Shopping Brasil		7
51	André Bier Gerdau Johannpeter	Gerdau S.A.		7
52	Constantino de Oliveira Junior	Gol Linhas Aereas Inteligentes S.A.		4
53	Eugênio Emílio Staub	Gradiente	Sim	1
54	Claudio Bergamo dos Santos	Hypermarcas S.A.		5
55	Luis Alberto M. Lobato Reategui	Ideiasnet		1
56	Carlos Jereissati	Iguatemi Shopping Centers S.A.		7
57	Livaldo Aguiar dos Santos	Industrias Romi		1
58	Leocadio de Almeida Antunes Filho	Ipiranga		1
59	Paulo Setubal Neto	Itautec - Grupo Itautec		1
60	Laodse Denis de Abreu Duarte	J B Duarte		3
61	Joesley Mendonça Batista	JBS S.A.		6
62	José Auriemo Neto	JHSF Participacoes		1
63	Miguel Sampol Pou	Klabin S.A.		3
64	Reinoldo Poernbacher	Klabin S.A.		1
65	Sergio de Toledo Segall	Klabin Segall	Sim	1
66	Luiz Kaufmann	Kroton Educacional S.A.		7
67	Walter Luiz Diniz Braga	Kroton Participacoes	Sim	5
68	Marcus Alberto Elias	Laep Investments	Sim	2
69	Mauro Oliveira Dias	Log-In Logistica Intermodal S.A.		3
70	Miguel Gomes P. Sarmiento Gutierrez	Lojas Americanas		1
71	Marcos Bulle Lopes	Lopes Brasil Consultoria de Imoveis		7
72	Nestor Perini	Lupatech S.A.	Sim	12
73	Claus Hoppen	Mahle Metal Leve		2
74	Paulo Pedro Bellini	Marcopolo S.A.		4
75	Marcos Antonio Molina dos Santos	Marfrig Frigorificos	Sim	16
76	Marcio Luiz Goldfarb	Marisa S.A.		1
77	Emílio Humberto Carazzai Sobrinho	Medial Saude S.A.		2
78	Henning Heinz Martin Von Koss	Medial Saude S.A.		2
79	Luiz Eduardo Moreira Caio	Metalfrio Solutions		2
80	Fernando Galletti de Queiroz	Minerva S.A.	Sim	1
81	Eike Fuhrken Batista	MMX Mineracao e Metalicos	Sim	1
82	Rubens Menin Teixeira de Souza	MRV Engenharia e Participacoes	Sim	2
83	José Isaac Peres	Multiplan - Empreend Imobiliarios	Sim	4
84	Francisco Tosta Valim Filho	Net Serviços De Comunicação		2
85	José Antônio G. Felix	Net Serviços De Comunicação		1
86	Franklin Vieira Walter	Nova America Agroenergia		1
87	José Carlos F. de Oliveira Filho	Obrascon Huarte Lain Brasil		1
88	Randal Luiz Zanetti	Odontoprev S.A.	Sim	6
89	José Antônio Tornaghi Grabowsky	PDG Realty		8
90	Nildemar Secches	Perdigao S.A.		2
91	José Antonio do Prado Fay	Perdigao S.A.		5

92	José Sergio Gabrielli de Azevedo	Petroleo Brasileiro S.A. - Petrobras		35
93	José Lima de Andrade Neto	Petroquisa		2
94	Cesar Gomes Júnior	Portobello S.A.		1
95	Sammy Birmarcker	Profarma Distr Prod Farmaceuticos	Sim	1
96	Raul Anselmo Randon	Randon S.A. Implementos e Part.	Sim	1
97	Eduardo Mastandrea Junior	Rimet S.A.		1
98	Heitor Cantergiani	Rossi Residencial		1
99	Gilberto Tomazoni	Sadia S.A.		4
100	José Júlio Cardoso de Lucena	Sadia S.A.		3
101	Wady Santos Jasmin	Santos Brasil Participacoes		2
102	Rolando Mifano	Sao Carlos Empreendimentos e Part.		5
103	Fábio Venturelli	Sao Martinho		1
104	Márcio Luiz Simões Utsch	Sao Paulo Alpargatas		2
105	José Luiz M. Alvim de Próspero	Saraiva S.A. Livreiros Editores		3
106	Chaim Zaher	SEB - Sistema Educacional Brasileiro	Sim	6
107	Arlindo de Azevedo Moura	SLC Agricola		3
108	Flávio Benício Jansen Ferreira	Submarino	Sim	2
109	Antonio dos Santos Maciel Neto	Suzano Papel e Celulose S.A.		1
110	José Ricardo Roriz Coelho	Suzano Petroquimica		1
111	Marco Antonio Bologna	Tam S.A.		3
112	David Barioni Neto	Tam S.A.		5
113	Cesar Alierta Izuel	Telefonica S.A.		2
114	Pedro Jereissati	Telemar Participacoes S.A.		2
115	Claudio Marchiori	Terna Participacoes		3
116	Laércio José de Lucena Cosentino	Totvs S.A.	Sim	6
117	Manoel Arlindo Zaroni Torres	Tractebel Energia		2
118	Carlo Alberto Bottarelli	Triunfo Participacoes		4
119	Pedro Wongtschowski	Ultrapar Participacoes S.A.		5
120	Pedro Moreira Salles	Unibanco		1
121	Roberto Pinho Dias Garcia	Unipar Uniao de Ind Petroq S.A.		1
122	Luis Frias	Universo Online - UOL	Sim	1
123	Marco Antônio Castello Branco	Usiminas		1
124	Wilson Nélio Brumer	Usiminas		5
125	Roger Agnelli	Vale S.A.		36
126	Ricardo Steinbruch	Vicunha Textil		1
127	Roberto Oliveira de Lima	Vivo Participacoes S.A.		2
128	José Luciano Duarte Penido	Votorantim Celulose e Papel S.A.		1
129	Milton Cardoso dos Santos Filho	Vulcabras S.A.		5
130	Harry Schmelzer Junior	Weg S.A.		3
131	Augusto Cezar Tavares Baião	Wilson Sons Ltd.		1
Total de anúncios				502

Fonte: Elaborado pelo autor

7.4 Matriz de correlação regressões com variável Fundador_CEO

Tabela 22: Matriz de correlação das variáveis das regressões com Fundador_CEO

Variáveis	CAR10	Fundador _CEO	Ativo Total	Invest Anunciado	Intangibilidade	Q_Tobin	EBIT _Ativo	Divida _PL
CAR10	1.0000	-0.1032	-0.0431	-0.0026	0.0529	0.0596	0.0470	0.0267
Fundador_CEO		1.0000	-0.3314	-0.1978	0.2376	0.1825	-0.2886	-0.0464
AtivoTotal			1.0000	0.5840	-0.2780	-0.1664	0.5797	0.0702
InvestAnunciado				1.0000	-0.4085	-0.3424	0.3902	0.0799
Intangibilidade					1.0000	0.9667	0.0606	-0.0500
Q_Tobin						1.0000	0.1280	0.0414
EBIT_Ativo							1.0000	0.0198
Divida_PL								1.0000

Fonte: Elaborado pelo autor. Valores ausentes descartados

7.5 Regressão CAR10, Fundador_CEO e variáveis controle

Tabela 23: Regressão CAR10, Fundador_CEO e variáveis de controle (modificada)

Regressores	Modelo 1A		Modelo 2A	
Fundador_CEO	-0.050822 ***	(-2.633)	-0.019908	(-1.133)
Tamanho da empresa	-0.004750	(-1.045)	-0.011923 **	(-2.29)
Intangibilidade			0.007725	(1.571)
Valor do investimento			0.002277	(1.057)
Q de Tobin	0.001290	(0.1903)		
Dívida sobre PL	0.002356	(0.5403)	-0.001490	(-0.3236)
Lucratividade	0.181475 *	(1.843)	0.127436	(1.283)
Governança corporativa	-0.052625	(-1.196)	-0.019873	(-1.053)
Dummy para FA	0.041740 **	(2.216)	0.039051 **	(2.269)
Dummy para JV	0.013000	(1.075)	0.053252	(0.8983)
Setor Bens Industriais	0.069402 **	(2.295)	0.040229	(1.241)
Setor Construção e Transporte	0.071419 **	(2.247)	0.018849	(0.6759)
Setor Consumo Cíclico	0.120456 *	(1.737)	-0.002325	(-0.0673)
Setor Consumo não Cíclico	0.060175 **	(2.526)	0.030807	(1.211)
Setor Financeiro e Outros	0.066367 **	(2.304)	0.046902	(1.377)
Setor Materiais Básicos	0.025749	(1.041)	0.047235 **	(2.011)
Setor Petróleo, Gás e Biocombustíveis	0.027970	(1.086)	0.059036 **	(2.241)
Setor Tecnologia da Informação	0.044437	(1.371)	0.040532	(1.217)
Setor Telecomunicações	0.028721	(0.8892)	0.079454 **	(2.207)
Intercepto	0.024627	(0.2905)	0.087751	(1.0000)
Número de observações	381		249	
R ² ajustado	0.0184		0.0173	

A variável dependente utilizada em todas as regressões é o retorno anormal acumulado para uma janela do evento de 10 dias (CAR10; ver Seção 3.5). Entretanto, nesta regressão são considerados somente os anúncios onde *Fundador_CEO* = 1 ou *Profissional_CEO* = 1. Eventos contendo a variável *Herdeiro_CEO* = 1 foram excluídos da amostra.

Os regressores são: *Fundador_CEO* (ver definição na Seção 3.6.1), *AtivoTotal* (Tamanho da empresa), *Intangibilidade* (Intangibilidade), *InvestAnunciado* (Valor do investimento), *Q_Tobin* (Q de Tobin), *Divida_PL* (Dívida sobre PL), *EBIT_Ativo* (Lucratividade), *Dummy_GC* (Governança corporativa), *Dummy_FA* (fusão e aquisição), *Dummy_JV* (joint venture), *Dummy_Setor1* (Setor Bens Industriais), *Dummy_Setor2* (Setor Construção e Transporte), *Dummy_Setor3* (Setor Consumo Cíclico), *Dummy_Setor4* (Setor Consumo não Cíclico), *Dummy_Setor5* (Setor Financeiro e Outros), *Dummy_Setor6* (Setor Materiais Básicos), *Dummy_Setor7* (Setor Petróleo, Gás e Biocombustíveis), *Dummy_Setor8* (Setor Tecnologia da Informação) e *Dummy_Setor9* (Setor Telecomunicações). A variável *Dummy_Setor10* (Setor Utilidade Pública) foi omitida das regressões para evitar colinearidade exata.

No Modelo 2A foram incluídos os regressores *InvestAnunciado* e *Intangibilidade*. O número de observações ficou reduzido devido ao fato de que nem sempre, durante os anúncios de investimento, são informados os volumes financeiros envolvidos. O regressores *Q_Tobin* e *Intangibilidade* aparecem de forma separada nos dois modelos devido a problema de colinearidade.

Os erros-padrão calculados, para o método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO), são robustos a quaisquer formas de heterocedasticidade e autocorrelação dos erros do modelo.

Os valores informados indicam o coeficiente estimado. ***, ** e * denotam a significância estatística da estimativa nos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente. As estatísticas-t são apresentadas entre parênteses.

7.6 Regressão CAR10, Extremo_CEO e variáveis controle

Tabela 24: Regressão CAR10, Extremo_CEO e variáveis de controle (modificada)

Regressores	Modelo 3A		Modelo 4A	
Extremo_CEO	-0.052481	*** (-2.72)	-0.029405	(-1.399)
Tamanho da empresa	-0.001369	(-0.308)	-0.008442	(-1.455)
Intangibilidade			0.007695	(0.8309)
Valor do investimento			0.001544	(0.6509)
Q de Tobin	0.003459	(0.4424)		
Dívida sobre PL	0.001423	(0.3386)	-0.001024	(-0.2245)
Lucratividade	0.074904	(0.7698)	0.075287	(0.6603)
Governança corporativa	-0.066387	(-1.357)	-0.018131	(-0.886)
Dummy para FA	0.042988	** (2.218)	0.035838	** (2.035)
Dummy para JV	0.010557	(0.869)	0.046059	(0.7888)
Setor Bens Industriais	0.071307	** (2.351)	0.046062	(1.367)
Setor Construção e Transporte	0.073466	** (2.225)	0.019145	(0.6777)
Setor Consumo Cíclico	0.134536	* (1.709)	0.001668	(0.0423)
Setor Consumo não Cíclico	0.049025	** (2.093)	0.027366	(1.012)
Setor Financeiro e Outros	0.062395	** (2.133)	0.045430	(1.308)
Setor Materiais Básicos	0.016135	(0.5775)	0.047616	* (1.942)
Setor Petróleo, Gás e Biocombustíveis	0.014236	(0.4991)	0.052935	** (1.975)
Setor Tecnologia da Informação	0.046328	(1.333)	0.050277	(1.375)
Setor Telecomunicações	0.011384	(0.3329)	0.074220	** (2.002)
Intercepto	-0.008484	(-0.1026)	0.051721	(0.5662)
Número de observações		350		224
R ² ajustado		0.0236		0.0045

A variável dependente utilizada em todas as regressões é o retorno anormal acumulado para uma janela do evento de 10 dias (CAR10; ver Seção 3.5). Entretanto, nesta regressão são considerados somente os anúncios onde *Extremo_CEO* = 1 ou *Profissional_CEO* = 1. Eventos contendo a variável *Herdeiro_CEO* = 1 foram excluídos da amostra.

Os regressores são: *Extremo_CEO* (ver definição na Seção 3.6.2), *AtivoTotal* (Tamanho da empresa), *Intangibilidade* (Intangibilidade), *InvestAnunciado* (Valor do investimento), *Q_Tobin* (Q de Tobin), *Divida_PL* (Dívida sobre PL), *EBIT_Ativo* (Lucratividade), *Dummy_GC* (Governança corporativa), *Dummy_FA* (fusão e aquisição), *Dummy_JV* (joint venture), *Dummy_Setor1* (Setor Bens Industriais), *Dummy_Setor2* (Setor Construção e Transporte), *Dummy_Setor3* (Setor Consumo Cíclico), *Dummy_Setor4* (Setor Consumo não Cíclico), *Dummy_Setor5* (Setor Financeiro e Outros), *Dummy_Setor6* (Setor Materiais Básicos), *Dummy_Setor7* (Setor Petróleo, Gás e Biocombustíveis), *Dummy_Setor8* (Setor Tecnologia da Informação) e *Dummy_Setor9* (Setor Telecomunicações). A variável *Dummy_Setor10* (Setor Utilidade Pública) foi omitida das regressões para evitar colinearidade exata.

No Modelo 4A foram incluídos os regressores *InvestAnunciado* e *Intangibilidade*. O número de observações ficou reduzido devido ao fato de que nem sempre, durante os anúncios de investimento, são informados os volumes financeiros envolvidos. O regressores *Q_Tobin* e *Intangibilidade* aparecem de forma separada nos dois modelos devido a problema de colinearidade.

Os erros-padrão calculados, para o método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO), são robustos a quaisquer formas de heterocedasticidade e autocorrelação dos erros do modelo.

Os valores informados indicam o coeficiente estimado. ***, ** e * denotam a significância estatística da estimativa nos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente. As estatísticas-t são apresentadas entre parênteses.

7.7 Regressão CAR10, Moderado_CEO e variáveis controle

Tabela 25: Regressão CAR10, Moderado_CEO e variáveis de controle (modificada)

Regressores	Modelo 3B		Modelo 4B	
Moderado_CEO	-0.055724	(-1.582)	0.000988	(0.0408)
Tamanho da empresa	-0.010104 *	(-1.791)	-0.013988 ***	(-2.916)
Intangibilidade			0.007997 **	(1.984)
Valor do investimento			0.002424	(1.152)
Q de Tobin	0.000586	(0.0789)		
Dívida sobre PL	0.004159	(0.9607)	0.001311	(0.3057)
Lucratividade	0.175512 *	(1.768)	0.163926	(1.589)
Governança corporativa	-0.058009	(-1.144)	-0.005659	(-0.3198)
Dummy para FA	0.047262 **	(2.162)	0.035612 **	(2.154)
Dummy para JV	0.020142	(1.578)	0.095030	(1.562)
Setor Bens Industriais	0.078177 ***	(2.754)	0.072274 **	(2.117)
Setor Construção e Transporte	0.065779 **	(2.193)	0.017617	(0.6177)
Setor Consumo Cíclico	0.132385	(1.613)	-0.015342	(-0.4151)
Setor Consumo não Cíclico	0.046825 **	(2.022)	0.025584	(1.002)
Setor Financeiro e Outros	0.047600 *	(1.723)	0.056381 *	(1.674)
Setor Materiais Básicos	0.030000	(1.21)	0.054548 **	(2.328)
Setor Petróleo, Gás e Biocombustíveis	0.041912 *	(1.743)	0.074267 ***	(2.892)
Setor Tecnologia da Informação	0.003394	(0.0801)	0.055416	(1.523)
Setor Telecomunicações	0.027263	(0.7761)	0.095877 ***	(2.681)
Intercepto	0.109306	(1.002)	0.101230	(1.242)
Número de observações	316		196	
R ² ajustado	0.0130		0.0415	

A variável dependente utilizada em todas as regressões é o retorno anormal acumulado para uma janela do evento de 10 dias (CAR10; ver Seção 3.5). Entretanto, nesta regressão são considerados somente os anúncios onde *Moderado_CEO* = 1 ou *Profissional_CEO* = 1. Eventos contendo a variável *Herdeiro_CEO* = 1 foram excluídos da amostra.

Os regressores são: *Moderado_CEO* (definida como sendo igual a $1 - Extremo_CEO$; a definição da variável *Extremo_CEO* é encontrada na Seção 3.6.2), *AtivoTotal* (Tamanho da empresa), *Intangibilidade* (Intangibilidade), *InvestAnunciado* (Valor do investimento), *Q_Tobin* (Q de Tobin), *Divida_PL* (Dívida sobre PL), *EBIT_Ativo* (Lucratividade), *Dummy_GC* (Governança corporativa), *Dummy_FA* (fusão e aquisição), *Dummy_JV* (joint venture), *Dummy_Setor1* (Setor Bens Industriais), *Dummy_Setor2* (Setor Construção e Transporte), *Dummy_Setor3* (Setor Consumo Cíclico), *Dummy_Setor4* (Setor Consumo não Cíclico), *Dummy_Setor5* (Setor Financeiro e Outros), *Dummy_Setor6* (Setor Materiais Básicos), *Dummy_Setor7* (Setor Petróleo, Gás e Biocombustíveis), *Dummy_Setor8* (Setor Tecnologia da Informação) e *Dummy_Setor9* (Setor Telecomunicações). A variável *Dummy_Setor10* (Setor Utilidade Pública) foi omitida das regressões para evitar colinearidade exata.

No Modelo 4B foram incluídos os regressores *InvestAnunciado* e *Intangibilidade*. O número de observações ficou reduzido devido ao fato de que nem sempre, durante os anúncios de investimento, são informados os volumes financeiros envolvidos. O regressores *Q_Tobin* e *Intangibilidade* aparecem de forma separada nos dois modelos devido a problema de colinearidade.

Os erros-padrão calculados, para o método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO), são robustos a quaisquer formas de heterocedasticidade e autocorrelação dos erros do modelo.

Os valores informados indicam o coeficiente estimado. ***, ** e * denotam a significância estatística da estimativa nos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente. As estatísticas-t são apresentadas entre parênteses.

7.8 Regressão Fundador_CEO, FA e variáveis de controle

Tabela 26: Regressão CAR10, Fundador_CEO, FA e variáveis de controle

Regressores	Modelo 5A		Modelo 6A	
Fundador_CEO*Dummy_FA	-0.008267	(-0.4268)	0.027279	(1.22)
NFundador_CEO*Dummy_FA	0.043566 **	(2.426)	0.044108 ***	(2.751)
Tamanho da empresa	-0.000309	(-0.0685)	-0.010264 *	(-1.937)
Intangibilidade			0.010775 **	(2.192)
Valor do investimento			0.003324 *	(1.67)
Q de Tobin	0.005211	(0.9487)		
Dívida sobre PL	0.002487	(1.26)	0.001303	(0.4656)
Lucratividade	0.178105 **	(1.989)	0.145325	(1.581)
Governança corporativa	-0.040139	(-1.084)	-0.011634	(-0.6295)
Dummy para JV	0.013616	(1.176)	0.040588	(0.8046)
Setor Bens Industriais	0.072119 **	(2.366)	0.034891	(1.108)
Setor Construção e Transporte	0.066468 **	(2.219)	0.020686	(0.7602)
Setor Consumo Cíclico	0.123190 *	(1.868)	0.001263	(0.0365)
Setor Consumo não Cíclico	0.057485 **	(2.376)	0.026447	(1.049)
Setor Financeiro e Outros	0.074473 ***	(2.774)	0.053890 *	(1.743)
Setor Materiais Básicos	0.027654	(1.193)	0.048642 **	(2.096)
Setor Petróleo, Gás e Biocombustíveis	0.023200	(0.9389)	0.055895 **	(2.146)
Setor Tecnologia da Informação	0.050013	(1.594)	0.041381	(1.237)
Setor Telecomunicações	0.036320	(1.264)	0.084903 **	(2.538)
Intercepto	-0.061492	(-0.7669)	0.027660	(0.2996)
Número de observações	451		281	
R ² ajustado	0.0182		0.0193	

A variável dependente utilizada em todas as regressões é o retorno anormal acumulado para uma janela do evento de 10 dias (CAR10; ver Seção 3.5).

Os regressores são: *Fundador_CEO*Dummy_FA* (variável de interação; ver definição para *Fundador_CEO* na Seção 3.6.2), *NFundador_CEO*Dummy_FA* (variável de interação; a variável *NFundador_CEO* foi definida como sendo igual a $1 - Fundador_CEO$), *AtivoTotal* (Tamanho da empresa), *Intangibilidade* (Intangibilidade), *InvestAnunciado* (Valor do investimento), *Q_Tobin* (Q de Tobin), *Divida_PL* (Dívida sobre PL), *EBIT_Ativo* (Lucratividade), *Dummy_GC* (Governança corporativa), *Dummy_JV* (joint venture), *Dummy_Setor1* (Setor Bens Industriais), *Dummy_Setor2* (Setor Construção e Transporte), *Dummy_Setor3* (Setor Consumo Cíclico), *Dummy_Setor4* (Setor Consumo não Cíclico), *Dummy_Setor5* (Setor Financeiro e Outros), *Dummy_Setor6* (Setor Materiais Básicos), *Dummy_Setor7* (Setor Petróleo, Gás e Biocombustíveis), *Dummy_Setor8* (Setor Tecnologia da Informação) e *Dummy_Setor9* (Setor Telecomunicações). As variáveis *Dummy_FA* (fusão e aquisição) e *Dummy_Setor10* (Setor Utilidade Pública) foram omitidas das regressões para evitar colinearidade exata.

No Modelo 6A foram incluídos os regressores *InvestAnunciado* e *Intangibilidade*. O número de observações ficou reduzido devido ao fato de que nem sempre, durante os anúncios de investimento, são informados os volumes financeiros envolvidos. O regressores *Q_Tobin* e *Intangibilidade* aparecem de forma separada nos dois modelos devido a problema de colinearidade.

Os erros-padrão calculados, para o método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO), são robustos a quaisquer formas de heterocedasticidade e autocorrelação dos erros do modelo.

Os valores informados indicam o coeficiente estimado. ***, ** e * denotam a significância estatística da estimativa nos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente. As estatísticas-t são apresentadas entre parênteses.

7.9 Regressão Fundador_CEO, JV e variáveis de controle

Tabela 27: Regressão CAR10, Fundador_CEO, JV e variáveis de controle

Regressores	Modelo 5B		Modelo 6B	
Fundador_CEO*Dummy_JV	-0.036850	(-0.9536)	-0.085562 ***	(-2.866)
NFundador_CEO*Dummy_JV	0.018149	(1.553)	0.072263	(1.461)
Tamanho da empresa	-0.000572	(-0.1286)	-0.010717 **	(-2.033)
Intagibilidade			0.009474 **	(2.136)
Valor do investimento			0.003055	(1.558)
Q de Tobin	0.002312	(0.385)		
Dívida sobre PL	0.002299	(1.192)	0.001343	(0.4652)
Lucratividade	0.226230 **	(2.45)	0.160688 *	(1.799)
Governança corporativa	-0.049400	(-1.212)	-0.014410	(-0.8115)
Dummy para FA	0.035056 **	(2.103)	0.039645 **	(2.499)
Setor Bens Industriais	0.061460 **	(2.134)	0.032003	(0.999)
Setor Construção e Transporte	0.073256 **	(2.405)	0.020578	(0.7575)
Setor Consumo Cíclico	0.104959 *	(1.721)	-0.007232	(-0.2066)
Setor Consumo não Cíclico	0.045095 **	(2.057)	0.021061	(0.8448)
Setor Financeiro e Outros	0.078086 ***	(2.857)	0.052903 *	(1.689)
Setor Materiais Básicos	0.016642	(0.6601)	0.044909 *	(1.932)
Setor Petróleo, Gás e Biocombustíveis	0.008689	(0.3267)	0.053816 **	(2.054)
Setor Tecnologia da Informação	0.041510	(1.334)	0.036517	(1.097)
Setor Telecomunicações	0.027516	(0.9084)	0.084273 **	(2.501)
Intercepto	-0.048166	(-0.5996)	0.043646	(0.4795)
Número de observações	451		281	
R ² ajustado	0.0078		0.0240	

A variável dependente utilizada em todas as regressões é o retorno anormal acumulado para uma janela do evento de 10 dias (CAR10; ver Seção 3.5).

Os regressores são: *Fundador_CEO*Dummy_JV* (variável de interação; ver definição para *Fundador_CEO* na Seção 3.6.2), *NFundador_CEO*Dummy_JV* (variável de interação; a variável *NFundador_CEO* foi definida como sendo igual a $1 - Fundador_CEO$), *AtivoTotal* (Tamanho da empresa), *Intangibilidade* (Intangibilidade), *InvestAnunciado* (Valor do investimento), *Q_Tobin* (Q de Tobin), *Divida_PL* (Dívida sobre PL), *EBIT_Ativo* (Lucratividade), *Dummy_GC* (Governança corporativa), *Dummy_FA* (fusão e aquisição), *Dummy_Setor1* (Setor Bens Industriais), *Dummy_Setor2* (Setor Construção e Transporte), *Dummy_Setor3* (Setor Consumo Cíclico), *Dummy_Setor4* (Setor Consumo não Cíclico), *Dummy_Setor5* (Setor Financeiro e Outros), *Dummy_Setor6* (Setor Materiais Básicos), *Dummy_Setor7* (Setor Petróleo, Gás e Biocombustíveis), *Dummy_Setor8* (Setor Tecnologia da Informação) e *Dummy_Setor9* (Setor Telecomunicações). As variáveis *Dummy_JV* (joint venture) e *Dummy_Setor10* (Setor Utilidade Pública) foram omitidas das regressões para evitar colinearidade exata. No Modelo 6B foram incluídos os regressores *InvestAnunciado* e *Intangibilidade*. O número de observações ficou reduzido devido ao fato de que nem sempre, durante os anúncios de investimento, são informados os volumes financeiros envolvidos. O regressores *Q_Tobin* e *Intangibilidade* aparecem de forma separada nos dois modelos devido a problema de colinearidade.

Os erros-padrão calculados, para o método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO), são robustos a quaisquer formas de heterocedasticidade e autocorrelação dos erros do modelo.

Os valores informados indicam o coeficiente estimado. ***, ** e * denotam a significância estatística da estimativa nos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente. As estatísticas-t são apresentadas entre parênteses.

7.10 Regressão NFundador_CEO, FA, JV e variáveis de controle

Tabela 28: Regressão CAR10, NFundador_CEO, FA, JV e variáveis de controle

Regressores	Modelo 5C		Modelo 6C	
NFundador_CEO*Dummy_FA	0.052512 **	(2.336)	0.018043	(1.023)
NFundador_CEO*Dummy_JV	0.059465	(1.538)	0.163498 ***	(3.275)
Tamanho da empresa	-0.000285	(-0.0636)	-0.010536 **	(-1.996)
Intangibilidade			0.010645 **	(2.173)
Valor do investimento			0.003199	(1.608)
Q de Tobin	0.005214	(0.9532)		
Dívida sobre PL	0.002428	(1.246)	0.001600	(0.5716)
Lucratividade	0.185975 **	(2.092)	0.155965 *	(1.724)
Governança corporativa	-0.037787	(-1.007)	-0.009136	(-0.4955)
Dummy para FA	-0.010494	(-0.5395)	0.024706	(1.11)
Dummy para JV	-0.040786	(-1.076)	-0.092537 ***	(-3.204)
Setor Bens Industriais	0.074297 **	(2.468)	0.039934	(1.274)
Setor Construção e Transporte	0.068967 **	(2.34)	0.020600	(0.7582)
Setor Consumo Cíclico	0.124599 *	(1.894)	0.003270	(0.0951)
Setor Consumo não Cíclico	0.059369 **	(2.467)	0.027436	(1.092)
Setor Financeiro e Outros	0.075882 ***	(2.839)	0.055017 *	(1.785)
Setor Materiais Básicos	0.027427	(1.186)	0.049693 **	(2.141)
Setor Petróleo, Gás e Biocombustíveis	0.020874	(0.8542)	0.058696 **	(2.257)
Setor Tecnologia da Informação	0.054429 *	(1.724)	0.042661	(1.281)
Setor Telecomunicações	0.035687	(1.235)	0.088452 ***	(2.644)
Intercepto	-0.063973	(-0.8015)	0.030989	(0.3369)
Número de observações	451		281	
R ² ajustado	0.0181		0.0252	

A variável dependente utilizada em todas as regressões é o retorno anormal acumulado para uma janela do evento de 10 dias (CAR10; ver Seção 3.5).

Os regressores são: *NFundador_CEO*Dummy_FA* (variável de interação; a variável *NFundador_CEO* foi definida como sendo igual a $1 - Fundador_CEO$; ver definição para *Fundador_CEO* na Seção 3.6.2), *NFundador_CEO*Dummy_JV* (variável de interação), *AtivoTotal* (Tamanho da empresa), *Intangibilidade* (Intangibilidade), *InvestAnunciado* (Valor do investimento), *Q_Tobin* (Q de Tobin), *Divida_PL* (Dívida sobre PL), *EBIT_Ativo* (Lucratividade), *Dummy_GC* (Governança corporativa), *Dummy_FA* (fusão e aquisição), *Dummy_JV* (joint venture), *Dummy_Setor1* (Setor Bens Industriais), *Dummy_Setor2* (Setor Construção e Transporte), *Dummy_Setor3* (Setor Consumo Cíclico), *Dummy_Setor4* (Setor Consumo não Cíclico), *Dummy_Setor5* (Setor Financeiro e Outros), *Dummy_Setor6* (Setor Materiais Básicos), *Dummy_Setor7* (Setor Petróleo, Gás e Biocombustíveis), *Dummy_Setor8* (Setor Tecnologia da Informação) e *Dummy_Setor9* (Setor Telecomunicações). A variável *Dummy_Setor10* (Setor Utilidade Pública) foi omitida das regressões para evitar colinearidade exata.

No Modelo 6C foram incluídos os regressores *InvestAnunciado* e *Intangibilidade*. O número de observações ficou reduzido devido ao fato de que nem sempre, durante os anúncios de investimento, são informados os volumes financeiros envolvidos. O regressores *Q_Tobin* e *Intangibilidade* aparecem de forma separada nos dois modelos devido a problema de colinearidade.

Os erros-padrão calculados, para o método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO), são robustos a quaisquer formas de heterocedasticidade e autocorrelação dos erros do modelo.

Os valores informados indicam o coeficiente estimado. ***, ** e * denotam a significância estatística da estimativa nos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente. As estatísticas-t são apresentadas entre parênteses.

7.11 Teste de robustez utilizando a variável Herdeiro_CEO

Tabela 29: Regressão CAR10, Herdeiro_CEO e variáveis de controle

Regressores	Modelo 7A		Modelo 8A	
Herdeiro_CEO	-0.002101	(-0.1486)	-0.001246	(-0.0839)
Tamanho da empresa	-0.000562	(-0.1254)	-0.010399 *	(-1.944)
Intangibilidade			0.009645 **	(2.133)
Valor do investimento			0.003173	(1.595)
Q de Tobin	0.002314	(0.3792)		
Dívida sobre PL	0.002445	(1.139)	0.001104	(0.3744)
Lucratividade	0.217888 **	(2.359)	0.149679 *	(1.656)
Governança corporativa	-0.051395	(-1.28)	-0.016435	(-0.9224)
Dummy para FA	0.036651 **	(2.215)	0.041184 **	(2.592)
Dummy para JV	0.013493	(1.169)	0.042744	(0.8651)
Setor Bens Industriais	0.059923 **	(2.016)	0.027815	(0.8559)
Setor Construção e Transporte	0.071174 **	(2.252)	0.020798	(0.7613)
Setor Consumo Cíclico	0.104143 *	(1.684)	-0.008362	(-0.2368)
Setor Consumo não Cíclico	0.043617 **	(1.971)	0.020619	(0.8211)
Setor Financeiro e Outros	0.077811 ***	(2.679)	0.052340	(1.643)
Setor Materiais Básicos	0.017378	(0.7015)	0.044512 *	(1.864)
Setor Petróleo, Gás e Biocombustíveis	0.011030	(0.4107)	0.051446 *	(1.961)
Setor Tecnologia da Informação	0.037801	(1.222)	0.035892	(1.064)
Setor Telecomunicações	0.028186	(0.9353)	0.081098 **	(2.411)
Intercepto	-0.046586	(-0.5782)	0.039103	(0.4263)
Número de observações	451		281	
R ² ajustado	0.0060		0.0150	

A variável dependente utilizada em todas as regressões é o retorno anormal acumulado para uma janela do evento de 10 dias (CAR10; ver Seção 3.5).

Os regressores são: *Herdeiro_CEO* (ver definição na Seção 3.6.1), *AtivoTotal* (Tamanho da empresa), *Intangibilidade* (Intangibilidade), *InvestAnunciado* (Valor do investimento), *Q_Tobin* (Q de Tobin), *Divida_PL* (Dívida sobre PL), *EBIT_Ativo* (Lucratividade), *Dummy_GC* (Governança corporativa), *Dummy_FA* (fusão e aquisição), *Dummy_JV* (joint venture), *Dummy_Setor1* (Setor Bens Industriais), *Dummy_Setor2* (Setor Construção e Transporte), *Dummy_Setor3* (Setor Consumo Cíclico), *Dummy_Setor4* (Setor Consumo não Cíclico), *Dummy_Setor5* (Setor Financeiro e Outros), *Dummy_Setor6* (Setor Materiais Básicos), *Dummy_Setor7* (Setor Petróleo, Gás e Biocombustíveis), *Dummy_Setor8* (Setor Tecnologia da Informação) e *Dummy_Setor9* (Setor Telecomunicações). A variável *Dummy_Setor10* (Setor Utilidade Pública) foi omitida das regressões para evitar colinearidade exata.

No Modelo 8A foram incluídos os regressores *InvestAnunciado* e *Intangibilidade*. O número de observações ficou reduzido devido ao fato de que nem sempre, durante os anúncios de investimento, são informados os volumes financeiros envolvidos. O regressores *Q_Tobin* e *Intangibilidade* aparecem de forma separada nos dois modelos devido a problema de colinearidade.

Os erros-padrão calculados, para o método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO), são robustos a quaisquer formas de heterocedasticidade e autocorrelação dos erros do modelo.

Os valores informados indicam o coeficiente estimado. ***, ** e * denotam a significância estatística da estimativa nos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente. As estatísticas-t são apresentadas entre parênteses.

7.12 Teste de robustez utilizando a variável *Professional_CEO*

Tabela 30: Regressão *CAR10*, *Professional_CEO* e variáveis de controle

Regressores	Modelo 7B		Modelo 8B	
<i>Professional_CEO</i>	0.035734 **	(2.337)	0.016789	(1.332)
Tamanho da empresa	-0.000129	(-0.0294)	-0.009769 *	(-1.85)
Intangibilidade			0.010344 **	(2.28)
Valor do investimento			0.003148	(1.6)
Q de Tobin	0.003798	(0.6754)		
Dívida sobre PL	0.003873 *	(1.761)	0.001736	(0.6053)
Lucratividade	0.182599 **	(2.06)	0.141140	(1.551)
Governança corporativa	-0.041086	(-1.106)	-0.010463	(-0.5774)
Dummy para FA	0.037779 **	(2.264)	0.042587 ***	(2.695)
Dummy para JV	0.014459	(1.238)	0.041845	(0.8603)
Setor Bens Industriais	0.074775 **	(2.389)	0.038169	(1.179)
Setor Construção e Transporte	0.073565 **	(2.352)	0.022262	(0.8206)
Setor Consumo Cíclico	0.121460 *	(1.849)	0.003096	(0.0884)
Setor Consumo não Cíclico	0.056131 **	(2.348)	0.028105	(1.11)
Setor Financeiro e Outros	0.093752 ***	(3.096)	0.059610 *	(1.904)
Setor Materiais Básicos	0.029869	(1.301)	0.052365 **	(2.209)
Setor Petróleo, Gás e Biocombustíveis	0.018201	(0.7144)	0.055663 **	(2.133)
Setor Tecnologia da Informação	0.053475 *	(1.711)	0.045396	(1.365)
Setor Telecomunicações	0.032562	(1.113)	0.085131 **	(2.544)
Intercepto	-0.095214	(-1.198)	0.006520	(0.0692)
Número de observações	451		281	
R ² ajustado	0.0159		0.0213	

A variável dependente utilizada em todas as regressões é o retorno anormal acumulado para uma janela do evento de 10 dias (*CAR10*; ver Seção 3.5).

Os regressores são: *Professional_CEO* (ver definição na Seção 3.6.1), *AtivoTotal* (Tamanho da empresa), *Intangibilidade* (Intangibilidade), *InvestAnunciado* (Valor do investimento), *Q_Tobin* (Q de Tobin), *Divida_PL* (Dívida sobre PL), *EBIT_Ativo* (Lucratividade), *Dummy_GC* (Governança corporativa), *Dummy_FA* (fusão e aquisição), *Dummy_JV* (joint venture), *Dummy_Setor1* (Setor Bens Industriais), *Dummy_Setor2* (Setor Construção e Transporte), *Dummy_Setor3* (Setor Consumo Cíclico), *Dummy_Setor4* (Setor Consumo não Cíclico), *Dummy_Setor5* (Setor Financeiro e Outros), *Dummy_Setor6* (Setor Materiais Básicos), *Dummy_Setor7* (Setor Petróleo, Gás e Biocombustíveis), *Dummy_Setor8* (Setor Tecnologia da Informação) e *Dummy_Setor9* (Setor Telecomunicações). A variável *Dummy_Setor10* (Setor Utilidade Pública) foi omitida das regressões para evitar colinearidade exata.

No Modelo 8B foram incluídos os regressores *InvestAnunciado* e *Intangibilidade*. O número de observações ficou reduzido devido ao fato de que nem sempre, durante os anúncios de investimento, são informados os volumes financeiros envolvidos. O regressores *Q_Tobin* e *Intangibilidade* aparecem de forma separada nos dois modelos devido a problema de colinearidade.

Os erros-padrão calculados, para o método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO), são robustos a quaisquer formas de heterocedasticidade e autocorrelação dos erros do modelo.

Os valores informados indicam o coeficiente estimado. ***, ** e * denotam a significância estatística da estimativa nos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente. As estatísticas-t são apresentadas entre parênteses.

7.13 Teste de robustez utilizando a variável ShrZec

Tabela 31: Regressão CAR10, ShrZec e variáveis de controle

Regressores	Modelo 7C		Modelo 8C	
ShrZec	-0.032737 **	(-2.441)	-0.019472	(-1.59)
Tamanho da empresa	0.001593	(0.3442)	-0.008441	(-1.541)
Intagibilidade			0.010013 **	(2.153)
Valor do investimento			0.002854	(1.464)
Q de Tobin	0.002480	(0.4087)		
Dívida sobre PL	0.003042	(1.502)	0.001544	(0.5335)
Lucratividade	0.239857 **	(2.518)	0.154086 *	(1.729)
Governança corporativa	-0.045542	(-1.178)	-0.012457	(-0.6968)
Dummy para FA	0.033165 **	(2.091)	0.036765 **	(2.284)
Dummy para JV	0.006293	(0.5047)	0.042748	(0.8517)
Setor Bens Industriais	0.081099 **	(2.438)	0.040124	(1.223)
Setor Construção e Transporte	0.090167 **	(2.517)	0.030727	(1.108)
Setor Consumo Cíclico	0.113794 *	(1.782)	-0.002438	(-0.0692)
Setor Consumo não Cíclico	0.055489 **	(2.272)	0.027174	(1.077)
Setor Financeiro e Outros	0.085004 ***	(2.957)	0.055687 *	(1.8)
Setor Materiais Básicos	0.031551	(1.34)	0.051843 **	(2.196)
Setor Petróleo, Gás e Biocombustíveis	0.008439	(0.302)	0.048825 *	(1.788)
Setor Tecnologia da Informação	0.059082 *	(1.82)	0.048123	(1.42)
Setor Telecomunicações	0.035691	(1.244)	0.081234 **	(2.487)
Intercepto	-0.075992	(-0.9349)	0.018709	(0.2002)
Número de observações	451		281	
R ² ajustado	0.0154		0.0244	

A variável dependente utilizada em todas as regressões é o retorno anormal acumulado para uma janela do evento de 10 dias (CAR10; ver Seção 3.5).

Os regressores são: *ShrZec* (ver definição na Seção 3.6.1), *AtivoTotal* (Tamanho da empresa), *Intangibilidade* (Intangibilidade), *InvestAnunciado* (Valor do investimento), *Q_Tobin* (Q de Tobin), *Divida_PL* (Dívida sobre PL), *EBIT_Ativo* (Lucratividade), *Dummy_GC* (Governança corporativa), *Dummy_FA* (fusão e aquisição), *Dummy_JV* (joint venture), *Dummy_Setor1* (Setor Bens Industriais), *Dummy_Setor2* (Setor Construção e Transporte), *Dummy_Setor3* (Setor Consumo Cíclico), *Dummy_Setor4* (Setor Consumo não Cíclico), *Dummy_Setor5* (Setor Financeiro e Outros), *Dummy_Setor6* (Setor Materiais Básicos), *Dummy_Setor7* (Setor Petróleo, Gás e Biocombustíveis), *Dummy_Setor8* (Setor Tecnologia da Informação) e *Dummy_Setor9* (Setor Telecomunicações). A variável *Dummy_Setor10* (Setor Utilidade Pública) foi omitida das regressões para evitar colinearidade exata.

No Modelo 8C foram incluídos os regressores *InvestAnunciado* e *Intangibilidade*. O número de observações ficou reduzido devido ao fato de que nem sempre, durante os anúncios de investimento, são informados os volumes financeiros envolvidos. O regressores *Q_Tobin* e *Intangibilidade* aparecem de forma separada nos dois modelos devido a problema de colinearidade.

Os erros-padrão calculados, para o método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO), são robustos a quaisquer formas de heterocedasticidade e autocorrelação dos erros do modelo.

Os valores informados indicam o coeficiente estimado. ***, ** e * denotam a significância estatística da estimativa nos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente. As estatísticas-t são apresentadas entre parênteses.

7.14 Regressão excluindo empresas estatais

Tabela 32: Regressão CAR10, Fundador_CEO e variáveis de controle (sem estatal)

Regressores	Modelo 9A		Modelo 10A	
Fundador_CEO	-0.049645 ***	(-2.775)	-0.022178	(-1.321)
Tamanho da empresa	-0.001357	(-0.285)	-0.010379 *	(-1.94)
Intangibilidade			0.011347 **	(2.308)
Valor do investimento			0.003353	(1.638)
Q de Tobin	0.004965	(0.8593)		
Dívida sobre PL	0.002395	(1.239)	0.001392	(0.4993)
Lucratividade	0.190952 **	(2.036)	0.150718	(1.563)
Governança corporativa	-0.038188	(-0.9544)	-0.008715	(-0.4383)
Dummy para FA	0.036163 **	(2.089)	0.041587 **	(2.497)
Dummy para JV	0.015316	(1.062)	0.042078	(0.8527)
Setor Bens Industriais	0.075303 **	(2.201)	0.042739	(1.084)
Setor Construção e Transporte	0.069951 **	(2.1)	0.024700	(0.7099)
Setor Consumo Cíclico	0.124301 **	(2.047)	0.009113	(0.213)
Setor Consumo não Cíclico	0.061553 **	(1.968)	0.033372	(0.9684)
Setor Financeiro e Outros	0.077916 **	(2.278)	0.059843	(1.499)
Setor Materiais Básicos	0.028194	(0.6843)	0.053714	(1.593)
Setor Petróleo, Gás e Biocombustíveis	-0.034607	(-0.7659)	-	-
Setor Tecnologia da Informação	0.055544	(1.384)	0.049189	(1.181)
Setor Telecomunicações	0.037824	(0.8121)	0.091956 **	(2.101)
Intercepto	-0.044411	(-0.4897)	0.023193	(0.2334)
Número de observações	409		267	
R ² ajustado	0.0151		0.0220	

A variável dependente utilizada em todas as regressões é o retorno anormal acumulado para uma janela do evento de 10 dias (CAR10; ver Seção 3.5). Entretanto, nessa regressão foram excluídas as empresas estatais da base de dados da pesquisa.

Os regressores são: *Fundador_CEO* (ver definição na Seção 3.6.1), *AtivoTotal* (Tamanho da empresa), *Intangibilidade* (Intangibilidade), *InvestAnunciado* (Valor do investimento), *Q_Tobin* (Q de Tobin), *Divida_PL* (Dívida sobre PL), *EBIT_Ativo* (Lucratividade), *Dummy_GC* (Governança corporativa), *Dummy_FA* (fusão e aquisição), *Dummy_JV* (joint venture), *Dummy_Setor1* (Setor Bens Industriais), *Dummy_Setor2* (Setor Construção e Transporte), *Dummy_Setor3* (Setor Consumo Cíclico), *Dummy_Setor4* (Setor Consumo não Cíclico), *Dummy_Setor5* (Setor Financeiro e Outros), *Dummy_Setor6* (Setor Materiais Básicos), *Dummy_Setor7* (Setor Petróleo, Gás e Biocombustíveis), *Dummy_Setor8* (Setor Tecnologia da Informação) e *Dummy_Setor9* (Setor Telecomunicações). A variável *Dummy_Setor10* (Setor Utilidade Pública) foi omitida das regressões para evitar colinearidade exata. No Modelo 10A a variável *Dummy_Setor7* (Setor Petróleo, Gás e Biocombustíveis) foi omitida devido apresentar todos os seus valores iguais a zero.

No Modelo 10A foram incluídos os regressores *InvestAnunciado* e *Intangibilidade*. O número de observações ficou reduzido devido ao fato de que nem sempre, durante os anúncios de investimento, são informados os volumes financeiros envolvidos. O regressores *Q_Tobin* e *Intangibilidade* aparecem de forma separada nos dois modelos devido a problema de colinearidade.

Os erros-padrão calculados, para o método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO), são robustos a quaisquer formas de heterocedasticidade e autocorrelação dos erros do modelo.

Os valores informados indicam o coeficiente estimado. ***, ** e * denotam a significância estatística da estimativa nos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente. As estatísticas-t são apresentadas entre parênteses.

7.15 Regressão excluindo Vale e Petrobrás

Tabela 33: Regressão CAR10, Fundador_CEO e variáveis de controle (sem outliers)

Regressores	Modelo 11A		Modelo 12A	
Fundador_CEO	-0.049487 ***	(-2.736)	-0.022701	(-1.352)
Tamanho da empresa	0.002135	(0.3744)	-0.007414	(-1.089)
Intangibilidade			0.012307 **	(2.328)
Valor do investimento			0.003064	(1.423)
Q de Tobin	0.006752	(1.132)		
Dívida sobre PL	0.002136	(1.101)	0.001390	(0.4837)
Lucratividade	0.230995 **	(2.186)	0.184705 *	(1.733)
Governança corporativa	-0.037283	(-0.9877)	-0.006418	(-0.3296)
Dummy para FA	0.041161 **	(2.099)	0.044501 **	(2.364)
Dummy para JV	0.016868	(0.9546)	0.044484	(0.7256)
Setor Bens Industriais	0.080923 **	(2.567)	0.046203	(1.403)
Setor Construção e Transporte	0.076189 **	(2.334)	0.027267	(0.9522)
Setor Consumo Cíclico	0.132404 **	(1.988)	0.015290	(0.4134)
Setor Consumo não Cíclico	0.065545 ***	(2.596)	0.034776	(1.302)
Setor Financeiro e Outros	0.086281 ***	(2.904)	0.065861 *	(1.952)
Setor Materiais Básicos	0.040028 *	(1.656)	0.059942 **	(2.316)
Setor Petróleo, Gás e Biocombustíveis	-0.026777	(-0.9315)	-	-
Setor Tecnologia da Informação	0.065569 *	(1.918)	0.055765	(1.525)
Setor Telecomunicações	0.039465	(1.345)	0.092000 ***	(2.634)
Intercepto	-0.110670	(-1.09)	-0.026490	(-0.2268)
Número de observações	380		248	
R ² ajustado	0.0151		0.0223	

A variável dependente utilizada em todas as regressões é o retorno anormal acumulado para uma janela do evento de 10 dias (CAR10; ver Seção 3.5). Entretanto, nessa regressão foram excluídas as empresas Vale e Petrobrás da base de dados da pesquisa (consideradas *outliers*).

Os regressores são: *Fundador_CEO* (ver definição na Seção 3.6.1), *AtivoTotal* (Tamanho da empresa), *Intangibilidade* (Intangibilidade), *InvestAnunciado* (Valor do investimento), *Q_Tobin* (Q de Tobin), *Divida_PL* (Dívida sobre PL), *EBIT_Ativo* (Lucratividade), *Dummy_GC* (Governança corporativa), *Dummy_FA* (fusão e aquisição), *Dummy_JV* (joint venture), *Dummy_Setor1* (Setor Bens Industriais), *Dummy_Setor2* (Setor Construção e Transporte), *Dummy_Setor3* (Setor Consumo Cíclico), *Dummy_Setor4* (Setor Consumo não Cíclico), *Dummy_Setor5* (Setor Financeiro e Outros), *Dummy_Setor6* (Setor Materiais Básicos), *Dummy_Setor7* (Setor Petróleo, Gás e Biocombustíveis), *Dummy_Setor8* (Setor Tecnologia da Informação) e *Dummy_Setor9* (Setor Telecomunicações). A variável *Dummy_Setor10* (Setor Utilidade Pública) foi omitida das regressões para evitar colinearidade exata. No Modelo 10A a variável *Dummy_Setor7* (Setor Petróleo, Gás e Biocombustíveis) foi omitida devido apresentar todos os seus valores iguais a zero.

No Modelo 12A foram incluídos os regressores *InvestAnunciado* e *Intangibilidade*. O número de observações ficou reduzido devido ao fato de que nem sempre, durante os anúncios de investimento, são informados os volumes financeiros envolvidos. O regressores *Q_Tobin* e *Intangibilidade* aparecem de forma separada nos dois modelos devido a problema de colinearidade.

Os erros-padrão calculados, para o método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO), são robustos a quaisquer formas de heterocedasticidade e autocorrelação dos erros do modelo.

Os valores informados indicam o coeficiente estimado. ***, ** e * denotam a significância estatística da estimativa nos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente. As estatísticas-t são apresentadas entre parênteses.