

## INCERTEZA AMBIENTAL E NÍVEL CONFIANÇA DOS GESTORES DE COMPANHIAS BRASILEIRAS

Aluno Doutorado/Ph.D. Student Risolene Alves de Macena Araújo [ORCID iD](#)<sup>1,2</sup>, Aluno Doutorado/Ph.D. Student Ingrid Laís de Sena Costa [ORCID iD](#)<sup>3,2</sup>, Doutor/Ph.D. Wenner Glaucio Lopes Lucena [ORCID iD](#)<sup>2</sup>

<sup>1</sup>UFPA, BELÉM, PARÁ, Brazil. <sup>2</sup>UFPB, JOÃO PESSOA, PARAÍBA, Brazil. <sup>3</sup>UFT, PALMAS, TOCANTINS, Brazil

**Aluno Doutorado/Ph.D. Student Risolene Alves de Macena Araújo**

[0000-0001-6423-6299](#)

**Programa de Pós-Graduação/Course**  
PPGCC UFPB

**Aluno Doutorado/Ph.D. Student Ingrid Laís de Sena Costa**

[0000-0001-7777-3501](#)

**Programa de Pós-Graduação/Course**  
PPGCC UFPB

**Doutor/Ph.D. Wenner Glaucio Lopes Lucena**

[0000-0002-2476-7383](#)

**Programa de Pós-Graduação/Course**  
PPGCC UFPB

### Resumo/Abstract

O estudo teve como objetivo analisar a relação da incerteza e da hostilidade ambiental no nível de confiança dos gestores das empresas brasileiras. Para isso, foram 315 princípios de acordo com a B3 no período de uma 2019, por meio de uma metodologia de cálculo. Os resultados permitem identificar que em níveis superiores de confiança dos gerentes, os aspectos relacionados com a hostilidade dos gerentes de gestão, ou seja, os gerentes mais hostis e competitivos tendem a diminuir esse excesso de confiança dos gerentes. Já a incerteza ambiental se relaciona de forma direta com a confiança gerencial, impulsionando esse otimismo muito dos gestores. Destacam-se como contribuições a evidência mental das organizações, pelo processo decisório das organizações, que sofrem impactos na perspectiva comportamental nas organizações, que sofrem na perspectiva comportamental.

### Modalidade/Type

Artigo Científico / Scientific Paper

### Área Temática/Research Area

Controladoria e Contabilidade Gerencial (CCG) / Management Accounting

## INCERTEZA AMBIENTAL E O NÍVEL CONFIANÇA DOS GESTORES DE COMPANHIAS BRASILEIRAS

### RESUMO

O estudo teve por objetivo analisar a relação da incerteza e da hostilidade ambiental no nível de confiança dos gestores de companhias brasileiras. Para isso, foram analisadas 315 companhias listadas na B3 no período de 2010 a 2019, por meio de uma metodologia quantitativa. Os resultados permitiram identificar que em níveis elevados de confiança dos gestores, aspectos de hostilidade se relacionam indiretamente com o otimismo dos gerentes, ou seja, ambientes mais hostis e competitivos tendem a diminuir esse excesso de confiança gerencial. Já a incerteza ambiental se relaciona de forma direta com a confiança gerencial, impulsionando esse otimismo demasiado dos gestores. Destacam-se como contribuições a evidenciação dos desafios enfrentados pelo processo decisório nas organizações, que sofrem impactos na perspectiva comportamental, em que estes podem ser potencializados, em menor ou maior grau, conforme as condições ambientais as quais estão sujeitas.

**Palavras-chave:** Excesso de Confiança, Incerteza Ambiental, Hostilidade Ambiental, Tomada de Decisão.

### 1 INTRODUÇÃO

Este estudo parte da investigação das premissas por trás do excesso de confiança gerencial, incorporando a discussão da literatura econômica e financeira, em que se pressupõe que os indivíduos se comportam racionalmente e que suas decisões são ótimas, mas também, observando o contexto da psicologia, no qual são encontradas evidências que apontam que esses indivíduos não são perfeitamente racionais e que possuem preconceitos cognitivos, ou seja, esses sujeitos superestimam rotineiramente as suas capacidades de decisão (Galasso & Simcoe, 2011; Ji & Lee, 2015).

Nessa perspectiva, tem-se intensificado a abordagem dos efeitos dos aspectos psicológicos e/ou comportamentais dos indivíduos sobre as suas decisões. O excesso de confiança, por sua vez, é um viés comportamental relacionado a superestimação das suas habilidades, de acordo com Svenson (1981) esse viés está relacionado ao efeito “melhor que a média”, que trata da tendência que as pessoas possuem de se considerarem acima da média, superestimando as suas habilidades.

A perspectiva dominante nesta temática leva a investigação dos reflexos do excesso de confiança sobre o processo de tomada de decisão (Fairchild, 2005). Além disto, de acordo com Ting *et al.* (2016) o excesso de confiança está relacionado a alguns traços da personalidade dos indivíduos como o sexo, em que há uma predisposição maior ao otimismo demasiado para o sexo masculino, a idade, no sentido de que a maturidade torna os indivíduos mais confiantes e otimistas quanto as suas decisões, a experiência de situações anteriores leva o indivíduo a ser mais otimista quando se depara com situações similares, e isso faz com que possua uma maior confiança em suas decisões, e o nível de formação, na perspectiva de que um maior nível de instrução pode potencializar a percepção do indivíduo em relação a sua capacidade.

Nesse sentido, o comportamento excessivamente otimista dos gestores pode apresentar reflexos em diversos indicadores organizacionais, como demonstrado pela literatura. David,

Graham e Harvey (2007) apontam que esse comportamento dos gestores pode refletir sobre as decisões de distribuição de dividendos pelas organizações, Barros e Silveira (2008) perceberam que a excessiva confiança dos gestores fazem com que exista um maior nível de alavancagem da empresa; Landier e Thesmar (2009) ressaltam a composição organizacional como um fator impactante no excesso de confiança, em que numa estrutura familiar tende a maximização desse comportamento.

Em análise do excesso de confiança em 42 países, Antonczyk & Salzmann (2014) perceberam que a relação do excesso de confiança com as decisões financeiras se modificava conforme as características ambientais, países de características mais individualista possuíam uma tendência a um comportamento mais confiante dos gestores. Deste modo, percebe-se que fatores internos a organização, relativos ao perfil dos gestores, podem determinar esse comportamento confiante, mas também se observa que questões ambientais e externas as organizações podem influenciar neste comportamento.

Portanto, se percebe que as condições ambientais e culturais são importantes determinantes dentro da relação do excesso de confiança e as decisões gerenciais. Nessa perspectiva, a incerteza ambiental (IA), relativa ao grau, ou variabilidade, de mudanças ambientais na organização, como a imprevisibilidade nas ações dos clientes, fornecedores, concorrentes e reguladores, cujas probabilidades não podem ser associadas devido à sua constante mudança (Dess & Beard, 1984). Já a hostilidade ambiental está relacionada, em grande parte, à um ambiente hostil que pode oferecer ameaças à entidade, seja pelas características de concorrência de mercado, por oportunidades de crescimento limitadas, por limitações de recursos ou ainda questões de cunho econômico e político (Zahra, Neubaum & Huse, 1997).

Essas condições de incerteza e hostilidade do ambiente ocasionam falta de informações para a tomada de decisões (Hatch, 2018), o que leva a potencialização dos efeitos gerados pelo excesso de confiança dos próprios gestores, que iram demandar mais de suas crenças. Nesse sentido, a presente pesquisa busca analisar como as características ambientais, relacionadas a incerteza e hostilidade do ambiente, podem impactar no excesso de confiança dos gestores das companhias brasileiras, visto a dinamicidade desse mercado. Tendo assim, a seguinte questão de pesquisa: Qual a influência da incerteza e hostilidade ambiental no nível de confiança dos gestores de companhias brasileiras?

O estudo contribui com a literatura ao explorar excesso de confiança gerencial sob a perspectiva das incertezas ambientais, uma vez que buscou fornecer novas evidências a respeito da perspectiva comportamental. Além disso, este estudo avança no aspecto metodológico, ao explorar a estimativa por regressão quantílica, possibilitando uma análise mais detalhada dos dados coletados. Por fim, em termos práticos, esta pesquisa esclarece sobre os desafios relativos à tomada de decisão dos gestores sob a condição de instabilidade ambiental, alertando quanto aos desvios cognitivos e ponderando a interferência de algumas características profissionais e acadêmicas em tal processo.

## **2 REFERENCIAL TEÓRICO**

### **2.1 O viés do Excesso de confiança na Tomada de Decisão**

Dentro do escopo da pesquisa comportamental, o excesso de confiança tem sido abordado em diversas pesquisas. De acordo com Daniel, Hirshleifer e Subrahmanyam (1998),

esse viés pode ser desencadeado devido a facilidade no acesso às informações, que faz os gestores se sentirem exageradamente seguros em relação à um assunto, o que pode levá-los às análises imprecisas e/ou tendenciosas.

Assim, a literatura tem buscado investigar os impactos gerados pelo excesso de confiança nas decisões dos gestores. Foram encontradas evidências dessa relação em decisões relativas aos investimentos corporativos (Malmendier & Tate, 2005); processos de fusões e aquisições (Malmendier & Tate, 2008); e em processos de inovação, mais especificamente em pesquisa e desenvolvimento (Galasso & Simcoe, 2011). Segundo Malmendier e Tate (2005), o excesso de confiança leva os gestores à tornarem-se menos conservadores e à se arriscarem mais, investindo inclusive o próprio capital em ações da empresa.

A literatura fornece ainda base para análise do excesso de confiança com foco em aspectos ambientais, em seu estudo Antonczyk e Salzmann, (2014) analisam os efeitos culturais, juntamente com excesso de confiança, sobre as decisões financeiras. Os resultados demonstraram que em países com características de maior individualismo, há um maior nível de excesso de confiança dos gestores. Similarmente, estudos que abordaram essa relação no Brasil apontam que fatores como estrutura de governança, de propriedade e idade organizacional podem influenciar no nível de excesso de confiança dos gestores (Barros & Silveira, 2008; Silva, Cunha & Ferla, 2017).

Dito isto, este estudo busca mensurar o excesso de confiança com base em fatores organizacionais que são decorrentes de características dessa confiança demasiada dos gestores como a alavancagem, a estrutura de propriedade e a distribuição de dividendos. De acordo com Ben-David, Graham e Harvey (2007), as empresas com gestores excessivamente confiantes possuem menor propensão para o pagamento de dividendos e maior propensão para o endividamento. Complementar a isto, Barros e Silveira (2008) e Landier e Thesmar (2009) ressaltam o papel que a estrutura familiar tem no posicionamento organizacional, consideram que empresas cujos gestores são membros da família/fundadores possuem maior excesso de confiança que aquelas geridas por profissionais contratados.

Além destes, observa-se questões relativas ao perfil dos gestores relacionadas ao otimismo demasiado, Ting *et al* (2016) e Costa, Correia e Lucena (2019) apontam traços dos gestores como idade, experiência, desempenho passado deste e até mesmo dualidade CEO/*Chairman* são fatores relacionados ao excesso de confiança.

## 2.2 Incerteza e Hostilidade Ambiental

Segundo o posicionamento de Miller, Ogilvie e Glick (2006), as características ambientais de complexidade, dinamismo e hostilidade se traduzem em decisores estratégicos em percepções de incerteza e hostilidade ambientais. Pois, de acordo com Duncan (1972), a complexidade é uma das dimensões que forma a incerteza ambiental, junto com o dinamismo. Reforçando, Sia, Teo, Tan e Wei (2004) mencionam que a incerteza pode surgir de uma ou de ambas – complexidades e dinamismo (variabilidade) – no ambiente de uma empresa.

A complexidade do ambiente pode ser considerada como a diversidade de fatores ou informações que influenciam o processo de tomada de decisão (Duncan, 1972; Mikalef & Pateli, 2017). Davis, Eisenhardt e Bingham (2009) acreditam que as organizações têm pior desempenho em ambientes de alta complexidade, onde as oportunidades envolvem muitas contingências. Nesse sentido, os gestores necessitarão de maior capacidade para processar as informações e garantir as melhores decisões organizacionais. Já as propostas conceituais relacionadas ao dinamismo ambiental se baseiam no ritmo de mudanças observado nos



elementos do ambiente (Dess & Beard, 1984; Mikalef & Pateli, 2017). A relação do dinamismo com a incerteza é reforçada no estudo de Lumpkin e Dess (2001), em que descreve o dinamismo como a taxa de mudanças imprevistas no ambiente de uma firma, estando relacionado à incerteza que diminui a habilidade dos gestores predizerem eventos futuros e seu impacto na organização.

Por razões de parcimônia, além de manter a continuidade dos trabalhos anteriores sobre tomada de decisões estratégicas, escolheu-se focar na hostilidade ambiental e na incerteza ambiental como consequência percebida pelos executivos da complexidade e dinamismo externo. Inclusive, no trabalho de Elbanna, Child e Dayan (2013), os autores mencionam que as percepções de incerteza e hostilidade ambiental têm aparecido com frequência em estudos empíricos de tomada de decisão estratégica ou sugeridas como sujeitos de pesquisa futura.

### 2.2.1 Incerteza ambiental

Embora o conceito de incerteza ambiental seja definido de várias maneiras na literatura, há um notável grau de similaridade de três componentes englobados em sua definição, a saber: i) a falta de informação sobre os fatores ambientais associados a uma determinada situação de tomada de decisão; ii) desconhecimento do resultado de uma decisão específica, em termos de quanto a organização poderá perder se a decisão for incorreta; e iii) incapacidade de atribuir probabilidades com algum grau de confiança, no que diz respeito à forma como os fatores ambientais irão afetar o sucesso ou insucesso da unidade durante a gestão do tomador de decisão (Duncan, 1972). Esta perspectiva considera o ambiente como fonte de informação, cujo argumento é que os gerentes se sentem incertos quando julgam o ambiente como imprevisível, e isso ocorre quando lhes falta a informação que precisa tomar boas decisões (Hatch, 2018).

Outrossim, o conceito de IA refere-se ao grau, ou variabilidade, de mudança que caracteriza atividades ambientais relevantes para as operações de uma organização, como a imprevisibilidade nas ações dos clientes, fornecedores, concorrentes e grupos reguladores, cujas probabilidades não podem ser associadas devido à sua constante mudança (Dess & Beard, 1984). Dessa maneira, verifica-se que a incerteza ambiental é uma variável que interfere no modo com que as organizações moldam sua estrutura, sistemas e processos, sendo necessários ajustes para mitigar possíveis intercorrências nas atividades corporativas e seu desempenho.

A incerteza ambiental, assim como o excesso de confiança, pode interferir nas decisões dos gestores, visto que estas refletem na forma como eles percebem as suas habilidades, levando-o a superestimação de suas capacidades. Sob esta perspectiva, Fredrickson (1985) argumentou que os gerentes em empresas de sucesso às vezes realizam uma série de decisões intuitivas, pois, o alto desempenho da empresa pode motivar os tomadores de decisão a serem mais confiantes em sua intuição e, portanto, reduzem seu desejo de pesquisar e analisar informações. Já as empresas de baixo desempenho, em que uma decisão errada pode prejudicar seriamente a empresa e ameaçar posições dos tomadores de decisão, estes acabam se tornando relutantes em confiar na intuição inexplicável e arriscada, e estar disposto a usar suportes racionais para a tomada de decisão, como: contratando consultores, coletando dados relevantes e conduzindo análises detalhadas (Elbanna *et al.*, 2013).

Na mesma direção, Barber e Odean (2001) indicaram que pessoas que desempenham atividades financeiras e de gestão, as quais envolvem elevado grau de incerteza são propensas a demonstrar excesso de confiança e otimismo. Assim, considerando as discussões anteriores, conjectura-se a seguinte hipótese de pesquisa:



H1: Há uma relação positiva entre a incerteza ambiental e o excesso de confiança dos gestores das empresas listadas na B3.

Neste estudo, a captação da incerteza ambiental tomou como base o estudo de Habib, Hossain e Jiang (2011), os quais afirmam que uma *proxy* parcimoniosa para a extensão da incerteza ambiental é o Coeficiente de Variação das Vendas (CVV), baseado nas condições do mercado externo e, portanto, mais apropriado como medida da incerteza ambiental (Dess & Beard, 1984).

### 2.2.2 Hostilidade ambiental

A dimensão da hostilidade relaciona-se com as ameaças que a empresa enfrenta devido à turbulência ambiental. Um ambiente hostil pode ser caracterizado, por exemplo, pela forte concorrência no mercado, margens baixas, regulamentos governamentais opressivos e oportunidades limitadas de crescimento (Zahra, Neubaum & Huse, 1997). Outrossim, Lumpkin & Dess (2001) e Chen *et al.* (2014) explicam que a escassez de recursos e a intensidade que os atores de um determinado mercado competem por esses recursos determinam a hostilidade enfrentada pela organização.

Diante de tal conjuntura, as empresas precisam fazer um esforço maior para entender as ameaças que enfrentam. Schreyögg e Kliesch-Eberl (2007) revelam a necessidade de refletir constantemente sobre a adequação das capacidades existentes na empresa para atender às demandas atuais e futuras do mercado, assim como é necessário que as empresas reflitam constantemente sobre sua capacidade de identificar rapidamente possíveis ações hostis do ambiente para poder reagir a elas de maneira eficaz.

Corroborando, Wilden e Gudergan (2015) enfatizam que, o índice de turbulência corresponde ao grau de competição em determinado mercado. Por esta razão, é considerado como um fator necessário para mensurar a capacidade de sobrevivência da organização em função da incerteza ambiental de hostilidade. Estudos anteriores sugerem que o grau de competitividade impacta os incentivos gerenciais, as operações corporativas e o risco dos negócios (Beiner, Schmid & Wanzenried, 2011), afeta positivamente o custo das dívidas bancárias (Valta, 2012), reduz o valor das empresas (Beiner *et al.*, 2011) e o desempenho (Liu, Qu & Haman, 2018).

Isto posto, o presente estudo mensura a variável hostilidade pelo grau de competição (concorrência) da empresa dentro de um setor, presumindo que ao passo que as atividades de mercado dos principais concorrentes se tornaram menos previsíveis – mais hostis – a empresa tende a ser afetada em muitas áreas e, portanto, pode influenciar o comportamento dos gestores em suas decisões. Visto à tendência de os agentes econômicos superestimarem suas aptidões, seus conhecimentos e a qualidade ou a precisão das informações que têm ou que são capazes de obter, uma vez que, de acordo com as chamadas “ilusões positivas”, as pessoas tendem a se considerar melhores ou acima da média em relação às demais, além de se inclinarem a associar seus eventuais erros exclusivamente a fatores externos (Barros & Silveira, 2008). Assim, considerando o exposto, formula-se a segunda hipótese de pesquisa:

H2: Há uma relação positiva entre a hostilidade e o excesso de confiança dos gestores das empresas listadas na B3.

A partir do momento em que se pode identificar as características capazes de explicar os desvios cognitivos relativos ao excesso de confiança dos gestores, os *stakeholders* podem vir a obter maior possibilidade de controle dos agentes, bem como torna-se possível prever alguns comportamentos e decisões frente ao mercado.

### 3 METODOLOGIA

Para analisar como as características ambientais, relacionadas a incerteza e hostilidade do ambiente, podem impactar no excesso de confiança dos gestores das companhias brasileiras, adotou-se uma pesquisa descritiva e exploratória, com análise documental de dados provenientes da base de dados *Economática*® e dos formulários de referência disponibilizados pelas empresas no *site* da Brasil, Bolsa, Balcão (B3). A abordagem foi quantitativa, com a utilização de procedimentos estatísticos para responder à questão de pesquisa.

A população inicial da pesquisa foi composta por 345 companhias listadas na B3. No entanto, foram excluídas 30 empresas pertencentes ao setor financeiro, visto que tal segmento possui legislações específicas, restando assim uma amostra de 315 empresas.

Os dados coletados contemplaram um período de dez anos, de 2010 a 2019, a escolha é justificada por ser o período pós a adoção das IFRS. Ressalta-se, ainda, que os dados foram processados por meio da técnica estatística Regressão Quantílica (RQ). Tal modelagem torna-se adequada para esta investigação em função de algumas características, a saber: (a) mais robusta a *outliers* que a regressão média; (b) permite estudar o impacto das variáveis independentes em dimensões e localizações diferentes, portanto, proporcionará uma leitura mais precisa dos dados, e; (c) é uma abordagem semiparamétrica, no sentido de que evita hipóteses sobre os erros de regressão em uma distribuição do tipo paramétrica (Cameron & Trivedi, 2009). Segue, na equação 1, o modelo econométrico para análise da relação entre o excesso de confiança dos gestores e a incerteza ambiental das companhias brasileiras.

$$IEC_{it} = \alpha + \beta_1 NIC_{it} + \beta_2 IA_{it} + \beta_3 FC_{it} + \beta_4 VPD_{it} + \beta_5 ALAV_{it} + \beta_6 EF_{it} + \beta_7 MTB_{it} + \beta_8 RENT_{it} + \beta_9 IDE_{it} + \beta_{10} SET_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Em que:

$IEC_{it}$  representa o índice de Excesso de Confiança a partir das variáveis do perfil do gestor da empresa  $i$  no tempo  $t$  mensurada a partir do grupo das seguintes variáveis (Tabela 1).

Tabela 1

*Variáveis relativas à mensuração do excesso de confiança gerencial*

Tipo	Siglas	Variáveis	Definições	Referências
Ótica Perfil do Gestor	ID	Idade	Idade do gestor (Variável contínua)	Mendes-Da-Silva e Yu, (2009); Fasolin <i>et al.</i> (2014); Ting <i>et al.</i> , (2016) e Costa <i>et al.</i> (2019).
	SX	Sexo	Para gestores do Sexo masculino será atribuído o valor de 1 (um), gestores do sexo feminino será atribuído valor 0 (zero).	
	EDU	Educação	Gestores com educação de nível superior o valor é 1 (um), caso contrário 0 (zero).	
	DPA	Desempenho passado	Se o desempenho (medido pelo ROE) no ano anterior foi positivo será atribuído valor de 1 (um), no caso contrário 0 (zero).	

	<b>EXP</b>	Experiência	Se o gestor anteriormente já ocupou um cargo de nível executivo como CEO, CFO, COO, CIO ou uma vice-presidência o valor será 1 (um), caso contrário será 0 (zero).	
	<b>DUA</b>	Dualidade CEO/Chairman	Gestores que ocupam a função de diretor presidente e presidente do conselho de administração terá valor de 1 (um), em caso contrário 0 (zero).	

Fonte: Elaboração Própria (2020)

A Tabela 1 apresenta a variável dependente excesso de confiança, a qual é abordada neste estudo sob a ótica do perfil do gestor e suas características pessoais. Na Tabela 2 estão apresentadas as variáveis independentes, cujas *proxies* de mensurações foram obtidas das referências indicadas. Todavia, vale destacar que o sinal esperado da relação destas variáveis independentes com a variável dependente parte da interpretação de situações análogas em decisões tomadas pelo gestor, levantadas na revisão da literatura, visto que não foi possível identificar estudos anteriores que investigaram a influência da incerteza e hostilidade ambiental no índice de excesso de confiança dos gestores.

Tabela 2  
Variáveis de Incerteza ambiental

Tipo	Siglas	Variáveis	Definições	Sinal Esperado	Referências
Independentes	NIC	Nível de Competição (Hostilidade)	<p>Indica o grau de concorrência entre as companhias de um determinado setor, podendo ser calculado da seguinte forma:</p> $HHI = \sum_{i=1}^k (pi)^2$ <p>HHI é o nível de competitividade ou índice de Herfindahl; pi é a parcela decimal de mercado de cada uma das firmas; K é o número de empresas que atuam no mercado (setor). O valor do resultado final varia entre 1 e 1/k, sendo que um HHI=1 denota a presença de monopólio e HHI=1/k, representa situações que variam do oligopólio à concorrência perfeita. A presença de um grande número de firmas no mercado (k elevado) fará com que o índice HHI tenda a zero, ou seja, apresentará uma situação de concorrência perfeita. Para identificar o nível de competição de cada empresa no setor industrial, utilizou-se a participação de cada companhia na receita total do setor industrial, conforme calculado pelo índice HHI. O HHI menor do que 0,1 indica um mercado não concentrado, enquanto, se HHI estiver entre 0,1 e 0,18 é indício de que o mercado opera em concorrência monopolística e, por fim, se HHI maior do que 0,18 existe a presença de monopólio.</p>	+	Valta (2012); Ferreira e Cirino (2013).
		IA	Incerteza Ambiental	A incerteza do ambiente externo foi mensurada pelo coeficiente de variação das vendas para cada empresa, sendo calculada da seguinte forma:	+

		$CV(Z_i) = \frac{\sqrt{\sum_{k=1}^n \frac{(z_i - \bar{z})^2}{n}}}{\bar{z}}$ <p>Onde CV é o coeficiente de variação, z é a venda de cada empresa a cada ano e <math>\bar{z}</math> é o valor médio de vendas do setor. Para mitigar os efeitos do setor, a medida de incerteza ambiental "bruta" específica da empresa é normalizada dividindo-a pela medida de incerteza ambiental do setor dessa empresa no mesmo período.</p>		Jiang (2011)
--	--	---	--	--------------

Fonte: Elaboração Própria (2020)

Para variáveis de controle foram selecionadas, de acordo com a literatura, algumas que representam aspectos influenciadores do comportamento dos gestores, conforme evidenciado na Tabela 3.

Tabela 3  
Variáveis de Controle para o Excesso de Confiança

Siglas	Variáveis	Definições	Sinal Esperado	Referências
FC	Fluxo de Caixa	$\frac{\text{EBITDA}}{\text{Ativo Total}}$	+	Deshmukh, Goel e Howe (2013); Mohamed, Fairchild e Bouri (2014)
VPD	Volume de pagamento de dividendos	Logaritmo natural do volume de pagamento de dividendos da empresa <i>i</i> no ano <i>t</i> .	-	Ben-David <i>et al.</i> (2007); Deshmukh <i>et al.</i> (2013)
ALAV	Alavancagem Financeira	$\frac{\text{Passivo Total}}{\text{Ativo Total}}$	+	
EF	Empresa Familiar	Variável <i>dummy</i> igual a 1 para as empresas de controle e gestão familiar, e 0 caso contrário.	+	Barros e Silveira (2008); Landier e Thesmar (2009)
MTB	Tamanho da Empresa	Mensurado pelo <i>Market-to-Book</i> : $\frac{\text{Valor de Mercado}}{\text{Patrimônio Líquido}}$	+	Adebambo e Yan (2018)
RENT	Rentabilidade	Mensurado pelo ROA: $\frac{\text{Lucro Operacional}}{\text{Ativo Total}}$	+	Han, Lai e Ho (2015)
IDE	Idade da Empresa	Tempo de existência no mercado	+	Assunção, Luca e Vasconcelos (2017)
SET	Setor	Setor em que a empresa atua representado por uma variável <i>dummy</i> de acordo com as categorias estabelecida pelo Economática.	NA	Habib, Hossain e Jiang (2011)

Fonte: Elaboração Própria (2020).

Os atributos relativos ao perfil do gestor foram agrupados por meio de uma Análise de Componentes Principais, cujo objetivo é eliminar componentes idiossincráticos e criar uma

variável mais representativa das informações analisadas. A partir deste procedimento, foi realizada a estimação da RQ.

## 4 ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

### 4.1 Análise descritiva dos resultados

Inicialmente foram analisadas as variáveis correspondentes às características dos gestores (idade, sexo, educação, desempenho passado, experiência e Dualidade CEO/*Chairman*) utilizadas para a construção da variável dependente Índice de Excesso de Confiança, por meio da Análise de Componentes Principais. Com base em tais características, o resultado encontrado apontou um percentual de comunalidades de 57%, o que é considerável acima do mínimo aceitável que é 50% (Maroco, 2003). Acrescenta-se que, com exceção da variável desempenho, todas as variáveis obtiveram valores superiores a este valor de referência.

De acordo com as informações da Tabela 4, o IEC apresentou uma mediana de -0,199, o que pode indicar um menor excesso de confiança por parte dos gestores, entretanto, ressalta-se a grande amplitude da amostra. Este resultado contrariou o índice de excesso de confiança estimado por Costa *et al.* (2019), que obteve uma média para amostra brasileira de -0,216, enquanto para a norte americana foi de 0,361. Com relação ao NIC, foi verificado uma média de 0,055, valor cuja literatura acredita se tratar de um nível de competição entre as companhias com características próximas de uma concorrência perfeita. Visto que, quanto mais próximo de zero, maior é o grau de participação das firmas no mercado.

Analisando o nível de incerteza (IA) em relação ao ambiente externo, nota-se uma média de 0,241, demonstrando uma variação nas receitas das empresas de 21,1%, percentual distante daquele verificado por Habib, Hossain e Jiang (2011), ao estudarem a IA e o valor das empresas americanas, onde identificaram uma média de 0,5398. Diante disto, compreende-se que há um baixo nível de incerteza ambiental para as empresas investigadas se comparada às empresas americanas. Todavia, é válido destacar a amplitude obtida para a IA foi de 2,292, sinalizando uma distribuição assimétrica dos dados, isto pode ser justificado pela particularidade de cada setor de atuação,

Tabela 4  
*Estatística descritiva das variáveis*

Variáveis	Obs.	Média	Mediana	Desvio Padrão	Máximo	Mínimo
IEC	2362	0,000	-0,199	1,000	3,959	-2,189
NIC	2875	0,055	0,007	0,139	1,000	0,000
IA	3150	0,241	0,192	0,286	2,292	0,000
FC	2700	-94,353	0,148	2704,151	4400,399	-118179,900
VPD	2711	7,143	9,282	5,433	16,532	0,000
ALAV	2874	1,071	0,586	4,960	189,102	0,000
EF ( <i>dummy</i> )	2745	0,342	0,000	0,475	1,000	0,000
MTB	2097	2,579	1,302	8,955	271,188	0,064
RENT	2870	-18,418	2,919	273,391	1188,856	-11770,010
IDE	3113	37,689	33,000	27,229	123,000	0,000

Fonte: Dados da Pesquisa (2020).

No tocante às variáveis de controle, percebe-se que o fluxo de caixa (FC) apresentou uma média negativa de -94,353, além disso os dados demonstraram uma elevada assimetria em sua distribuição, com um desvio padrão de 2704,151, sendo o maior dentro do grupo das variáveis. Isto é reflexo dos *outliers*, os quais serão corrigidos na regressão quantílica, bem como, são reflexos das características próprias de cada empresa.

Para o volume de pagamento de dividendos (VPD), o desvio padrão evidenciado foi de 5,433, o que sugere oscilações na distribuição dos dividendos por parte das companhias, assim como ocorreu no estudo de Dal Magro, Gorla e Klann (2018), quando analisaram a influência do excesso de confiança de gestores nas práticas de gerenciamento de resultados das empresas brasileiras. No que tange a alavancagem das companhias, foi percebida uma média 1,071, indicando um nível elevado de endividamento por parte destas companhias no período analisado; a mediana, por sua vez, apresenta um percentual mais reduzido, apontando o endividamento em torno dos 58%, percentual próximo daquele encontrado por Yang e Kim (2020), que localizou uma mediana de 53%.

Ademais, as informações expostas na Tabela 4 revelam que cerca de 34,2% das companhias são empresas familiares, essa característica é importante, visto que esse perfil pode está diretamente relacionado ao posicionamento confiante de alguns gestores (Barros & Silveira, 2008); a idade média das empresas é de 37 anos, o que representa um elevado nível de experiência no mercado, além disso, percebeu-se uma diversidade da amostra que conta com empresas maduras (com mais de 100 anos de atuação) e empresas muito jovens (com menos de 1 ano de atuação).

Por fim, ao analisar o *Market-to-book* (MTB), é possível observar uma elevada heterogeneidade da amostra, uma vez que o desvio padrão é de 8,955, bem superior à média geral encontrada de 2,579, isto revela o tamanho das empresas com base nas percepções do mercado, podendo ser refletido no excesso de confiança dos gestores (Adebambo & Yan, 2018). A rentabilidade (RENT), assim como o FC, apresentou a média negativa (-18,418) e o desvio padrão (273,391) com elevada variação, em que a discrepância da mediana em relação à média divergiu dos estudos de Dal Magro *et al.* (2018) e Costa *et al.* (2019), os quais se mostraram mais uniformes.

#### **4.2 Análise inferencial da relação entre o excesso de confiança gerencial e o nível de incerteza ambiental**

Para análise inferencial dos dados, utilizou-se regressão quantílica, a qual permite a análise de toda a distribuição condicional da variável resposta e não está sujeita a influências de valores extremos da variável dependente (Koenker, 2005). Nesse sentido, a finalidade foi de solucionar o problema da presença de heterocedasticidade, identificada após o teste *Wald*.

Conforme demonstrado na Tabela 5, apenas no quantil 25 a variável nível de competição entre as empresas (NIC) não apresentou significância estatística. Ou seja, a hostilidade ambiental entre as empresas do setor não interfere no nível mais baixo de confiança dos gestores (IEC). Já, em níveis mais elevados de confiança, quantis 50 e 75, esta variável mostrou-se influenciada significativamente pelo NIC, ao nível de 1%, numa relação indireta, cujos coeficientes mediram -1,224 e -1,075, respectivamente. A partir deste resultado, é possível inferir que quanto mais competitivo for o setor de atuação da empresa, menos confiante os gestores serão, devido a incapacidade destes em conter ameaças oportunizada pela turbulência ambiental como, por exemplo, redução do desempenho da empresa (Liu *et al.*, 2018) e do seu valor de mercado (Beiner *et al.*, 2011). Tal evidência contrariou a expectativa levantada pela

literatura, de que ambientes mais hostis propiciaria índice de excesso de confiança mais elevados, relacionado à tendência dos gestores em superestimarem suas aptidões, seus conhecimentos e a qualidade ou a precisão das informações que têm ou que são capazes de obter, além de associar seus eventuais erros exclusivamente à fatores externos (Barros & Silveira, 2008).

Tabela 5  
Resultado Estatístico do Modelo Econométrico

Variáveis	Regressão Quantílica		
	Quantil 25	Quantil 50	Quantil 75
VD = IEC			
NIC	-0,266 (0,494)	-1,224*** (0,004)	-1,075*** (0,000)
IA	0,190 (0,276)	0,387*** (0,010)	0,327** (0,039)
FC	0,000 (0,898)	0,000 (0,971)	0,001 (0,264)
VPD	0,013*** (0,001)	0,031*** (0,000)	0,029*** (0,000)
ALAV	-0,368*** (0,001)	-0,458*** (0,006)	-1,036*** (0,000)
EF	0,016 (0,078)	0,164*** (0,000)	0,106 (0,0176)
MTB	0,003 (0,453)	0,003 (0,166)	0,004 (0,322)
RENT	0,007* (0,074)	-0,009** (0,015)	-0,004 (0,470)
IDE	0,0016** (0,033)	0,001*** (0,288)	0,004** (0,023)
SET	Sim	Sim	Sim
Constante	-0,465*** (0,001)	-0,328** (0,038)	0,714** (0,003)
Observações:	1795	1795	1795
Pseudo R <sup>2</sup> :	0,0536	0,0661	0,1272

$$\text{Equação: } IEC_{it} = \alpha + \beta_1 NIC_{it} + \beta_2 IA_{it} + \beta_3 FC_{it} + \beta_4 VPD_{it} + \beta_5 ALAV_{it} + \beta_6 EF_{it} + \beta_7 MTB_{it} + \beta_8 RENT_{it} + \beta_9 IDE_{it} + \beta_{10} SET_{it} + \varepsilon_{it}$$

**Nota:** i) Legenda: VD= Variável Dependente; IEC=Índice de Excesso de Confiança; NIC= Nível de Competição (Hostilidade); IA= Incerteza Ambiental; FC= Fluxo de Caixa; VPD=Volume de pagamento de dividendos; ALAV= Alavancagem Financeira; EF= Empresa Familiar; MTB= tamanho da empresa mensurado pelo Market-to-Book; RENT= Rentabilidade mensurado pelo ROA; IDE=Idade da Empresa; SET= Setor; ii) \*, \*\* e\*\*\* significância estatística a 10%, 5% e 1%, respectivamente.

**Fonte:** Dados da Pesquisa (2020).

Analisando a variável incerteza ambiental (IA), verificou-se que no quantil 25 não houve significância estatística. Nota-se ainda, que nos demais quantis, 50 e 75, a incerteza



ambiental relacionou-se diretamente com o índice de excesso de confiança, apresentando os coeficientes 0,387 e 0,327, respectivamente, ao nível de 1% e 5% nos referidos quantis. Tais evidências sugerem que quanto maior for a incerteza ambiental, a qual foi mensurada pelo coeficiente de variação das vendas, mais confiantes os gestores se mostram em suas decisões. Este resultado converge com estudo de Barber e Odean (2001), ao afirmarem que pessoas que desempenham atividades com elevado grau de incerteza tendem a demonstrar excesso de confiança e otimismo. Nesta perspectiva, a pesquisa de Habib *et al.* (2011) identificou uma tendência dos gestores em suavizarem os lucros das empresas inseridas em ambiente altamente incerto – devido problema de assimetria informacional. Segundo os autores, esta ação acontece em função do excesso de confiança dos gestores em relação aos resultados futuros da empresa. A despeito disso, Ancarani, Di Mauro e D’Urso (2016) relatam haver evidências de que muitas vezes os colaboradores de grandes corporações ignoram as incertezas.

No tocante às variáveis de controle estimadas na regressão, apenas o fluxo de caixa (FC) e o tamanho da empresa (MTB) não foram significantes, ou seja, não demonstraram poder preditivo que justificasse o nível de confiança dos gestores. Esse achado vai de encontro aos estudos de Mohamed *et al.* (2014) e Adebambo e Yan (2018), os quais identificaram, respectivamente, uma relação direta e significativa das variáveis FC e MTB com o excesso de confiança, quando investigaram empresas americanas. Possivelmente, a divergência desses resultados deve-se ao fato de que, no Brasil, a prática do reconhecimento antecipado de ganhos e a postergação do reconhecimento das perdas serem recorrentes, independentemente da confiança dos gestores, logo não é possível afirmar que o aumento do fluxo de caixa influencia o nível de confiança dos gestores, está mais associado com a forma que a empresa gerencia seus resultados para maximizar seu capital. Em relação ao MTB, esta pode não ter sido a métrica mais adequada para mensurar o tamanho das empresas no contexto brasileiro, ou ainda, o fato dos gestores serem mais conservadores ao avaliarem o valor de mercado das empresas, dada a condição de pouca segurança nas informações disponibilizadas no mercado, fazendo esses gestores ignorarem tal valor.

As demais variáveis, tais como, volume de pagamento de dividendos (VPD), alavancagem financeira (ALAV), empresa familiar (EF), rentabilidade (RENT) e idade da empresa (IDE) mostraram, em pelo menos um dos quantis, significância estatística. Assim, com base nas informações da Tabela 5, sugere-se que, quanto maior o volume de pagamento de dividendos, menor a alavancagem financeira, mais anos de existência e ser dirigida por grupo familiar, maior será o índice de excesso de confiança dos gestores (IEC).

Considerando o VPD, o resultado conflitou com o estudo de Deshmukh *et al.* (2013), visto que estes autores descobriram que o nível de pagamento de dividendos é menor em empresas administradas por CEOs excessivamente confiantes, quando analisaram empresas norte americanas. Contudo, quando analisadas as companhias brasileiras, constatou-se que o presente resultado corrobora Dal Magro *et al.* (2018), os quais encontraram que a variável VPD relaciona-se positivamente com o excesso de confiança dos gestores. Portanto, acredita-se que essa divergência ocorreu em função das características das empresas brasileiras, cuja instabilidade do mercado financeiro induz os gestores menos confiantes a não reaplicarem seus recursos na organização.

Em relação à ALAV, o resultado conflitou com aqueles informados por Ben-David *et al.* (2007) e Deshmukh *et al.* (2013), atestando que empresas geridas por CEO’s com excesso de confiança possuem maior nível de alavancagem financeira. A despeito disto, Kang, Kang, Kang e Kim (2018) e Dal Magro *et al.* (2018), verificaram uma relação inversa entre a ALAV



e o IEC. Estes autores justificam as divergências entre os achados podem ter sofrido interferência das taxas de juros e políticas de crédito do mercado brasileiro, no caso dos fatores relacionados à alavancagem e a dividendos.

Analisando a variável EF, observa-se que apenas o quantil 50 dispôs de significância estatística e um coeficiente positivo. Diante disto, compreende-se que o poder explicativo das empresas familiares no excesso de confiança acontece apenas em níveis intermediários de distribuição. Tal significância também é verificada nas pesquisas de Barros e Silveira (2008) e Landier e Thesmar (2009), em que notaram que empresas cujos gestores são membros da família possuem maior excesso de confiança do que aquelas geridas por profissionais contratados. Já a variável IDE, embora tenha apresentado coeficientes muito baixos, mostrou-se positivo e significativamente relacionada ao IEC. Segundo trabalho de Habib *et al.* (2011), o setor é uma variável que interfere na dinâmica da empresa, quando se está analisando o nível de incerteza ambiental, logo, é um aspecto que interfere diretamente no comportamento confiante do gestor, visto que algumas de suas decisões serão pautadas em intuição e otimismo do mesmo.

Além disso, nota-se que a variável RENT, embora possua uma relação com a variável IEC, nos quantis 25 e 50, o sinal se alternou, sendo no primeiro quantil uma relação positiva (0,007) e a segunda uma relação negativa (-0,009). Isto implica dizer que o nível de confiança aumenta em função de retornos menores. Esse achado vai de encontro à pesquisa de Han *et al.* (2015), que identificou uma relação positiva entre rentabilidade e o excesso de confiança, embora, vale destacar e tal relação ocorreu no sentido contrário, a variável excesso de confiança impactando a rentabilidade. Segundo os autores, as decisões mais ousadas do CEO poderão criar diferenciais e vantagens competitivas para a organização. Por outro lado, Yilmaz e Mazzeo (2014) revelam a existência de uma relação negativa entre o excesso de confiança e a rentabilidade das empresas, assim como evidenciado no quantil 25; ao passo que Lowe e Ziedonis (2006) concluem que esse viés não exerce qualquer tipo de influência sobre os resultados empresariais, assim como observado no quantil 75 da presente pesquisa.

## 5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este trabalho teve como objetivo analisar como as características ambientais, relacionadas a incerteza e hostilidade do ambiente, podem impactar no excesso de confiança dos gestores das companhias brasileiras empresas, listadas na B3 no período de 2010 a 2019. Para isso, utilizou-se a análise de Componentes Principais para mensuração do excesso de confiança, a qual ocorreu por meio das características do perfil do gestor; na sequência foi realizada a estimação por meio de Regressão Quantílica, a qual permitiu realizar inferências.

Inicialmente, constatou-se que a incerteza ambiental influencia positivamente a confiança dos gestores das companhias brasileiras. Porém, isso não se aplicou ao quantil 25, portanto, a primeira hipótese de pesquisa foi rejeitada parcialmente, uma vez que nos demais quantis, 50 e 75, a incerteza ambiental relacionou-se diretamente com o índice de excesso de confiança. A partir disto, conclui-se que os gestores dessas empresas demonstraram excesso de confiança no desempenho de suas atividades, especialmente no ambiente revestido de incerteza, assim como apontado por Barber e Odean (2001). Dentre as justificativas plausíveis para este resultado, destaca-se a representatividade de grupos familiares, que, por essência, confiam na potência de suas empresas e da sua capacidade profissional de recuperação frente às incertezas ambientais. Existem, ainda, a questão do nível de maturidade da empresa percebido na análise,



que a idade média das empresas é de 37 anos, isso acaba influenciando, ao longo dos anos, na expertise nos gestores em atuarem em ambientes turbulentos.

Os resultados também demonstraram que a hostilidade ambiental – captada pelo nível de competição entre as empresas do setor – influenciam negativamente a confiança dos gestores, contrastando Barros e Silveira (2008), os quais afirmam que os gestores costumam tomar decisões pautadas no excesso de confiança, confiando em suas competências individuais e subestimando os fatores externos às empresas. Conclui-se, assim, que a segunda hipótese de pesquisa foi rejeitada. Uma possível justificativa para esta evidência recai sobre o argumento identificado no estudo de Liu *et al.* (2018), onde sinalizam certa incapacidade do gestor em lidar com ambientes hostis, o que afeta seu nível de confiança. Outro aspecto que merece atenção é a pluralidade de estratégias adotadas pelas empresas, e como neste estudo foi analisado apenas a hostilidade em função do nível de competição no mercado interno, devem considerar a possibilidade dos gestores dessas empresas serem conservadores no contexto interno, porém, mais confiantes quando trata-se do mercado internacional.

Nesse sentido, é relevante esclarecer que tais resultados podem ter sofrido interferências de fatores limitantes enfrentados no desenvolvimento da pesquisa, a saber: limitação de informações disponíveis em bases de dados no Brasil, se comparado ao âmbito internacional, tendo assim, que recorrer as *proxies* para determinar o Excesso de Confiança, que por vezes não conseguem ser empregadas, ou necessitam de alguns ajustes que ficam a critério e entendimento do autor; carência de estudos que tenham explorado a relação de incerteza ambiental e excesso de confiança dos gestores; o uso de dados secundários; e a heterogeneidade do comportamento dos gestores.

Conforme demonstrado nas seções anteriores, houve a preocupação de encontrar respaldo teórico para cada uma das variáveis selecionadas, bem como para as *proxies* utilizadas para mensurá-las. Todavia, é importante destacar que a escolha metodológica das variáveis ocorreu em função da disponibilidade dos dados no contexto brasileiro, possibilitando captar possíveis comportamentos e interpretações existentes em um indivíduo excessivamente confiante, mas deixando claro se tratar de uma temática complexa e de abordagens diversas. Dito isto, recomenda-se pesquisas futuras com aplicação de questionários que capturem o excesso de confiança dos gestores, diretores e executivos das organizações. Ademais, é importante inserir o evento pandemia da COVID-19 como *proxy* de IA nos períodos de 2020 e 2021.

## REFERÊNCIAS

- Adebambo, B. N., & Yan, X. (2018). Investor overconfidence, firm valuation, and corporate decisions. *Management Science*, 64(11), 5349-5369.
- Ancarani, A., Di Mauro, C., & D'Urso, D. (2016). Measuring overconfidence in inventory management decisions. *Journal of Purchasing & Supply Management*, 22(3), 171 – 180.
- Antonczyk, R. C., & Salzmann, A. J. (2014). Overconfidence and optimism: The effect of national culture on capital structure. *Research in International Business and Finance*, 31, 132–151.
- Assunção, R. R., Luca, M. M. M., & Vasconcelos, A. C. (2017). Complexidade e governança corporativa: uma análise das empresas listadas na BM&FBOVESPA. *Revista de Contabilidade e Finanças*, 28(74), 213-228.

- Barber, B. M., & Odean, T. (2001). Boys will be boys: Gender, overconfidence, and common stock investment. *The Quarterly Journal of Economics*, 261 – 292.
- Barros, L. A. B. D. C., & Silveira, A. D. Da. (2008). Excesso de confiança, otimismo gerencial e os determinantes da estrutura de capital. *RBF - Revista Brasileira de Finanças*, 6(3), 293–334.
- Beiner, S., Schmid, M. M., & Wanzenried, G. (2009). Product market competition, managerial incentives and firm valuation. *European Financial Management*, 17(2), 331-366.
- Ben-David, I., Graham, J. R., & Harvey, C. R. (2007). *Managerial overconfidence and corporate policies* (No. w13711). National Bureau of Economic Research.
- Cameron, A. C., & Trivedi, P. K. (2009). *Microeconometrics using stata*. College Station, TX: *Stata press*, 23(4), 1-6.
- Chen, Y., Wang, Y., Nevo, S., Jin, J., Wang, L., & Chow, W. S. (2014). IT capability and organizational performance: the roles of business process agility and environmental factors. *European Journal of Information Systems*, 23(3), 326–342.
- Costa, I. L. S., Correia, T. S., & Lucena, W. G. L. (2019). Impacto do Excesso de Confiança na Estrutura de Capital: Evidências no Brasil e nos Estados Unidos. *BASE - Revista de Administração e Contabilidade da UNISINOS*, 16(2), 173-199.
- Dal Magro, C. B., Gorla, M. C., & Klann, R. C. (2018). Excesso de confiança do Chief Executive Officer e a prática de gerenciamento de resultados. *Revista Catarinense da Ciência Contábil*, 17(50).
- Daniel, K., Hirshleifer, D., & Subrahmanyam, A. (1998). Investor Psychology and Security Market. *The Journal of Finance*, 53(6), 1839–1885.
- Davis, J. P., Eisenhardt, K. M., & Bingham, C. B. (2009). Optimal structure, market dynamism, and the strategy of simple rules. *Administrative Science Quarterly*, 54(3), 413-452.
- Deshmukh, S., Goel, A. M. & Howe, K.M. (2013). CEO overconfidence and dividend policy. *Journal of Financial Intermediation*, 22(3), 440-463.
- Dess, G. G., & Beard, D. W. (1984). Dimensions of organizational task environments. *Administrative science quarterly*, 52-73.
- Duncan, R. B. (1972). Characteristics of organizational environments and perceived environmental uncertainty. *Administrative Science Quarterly*, 17, 313-327.
- Elbanna, S., Child, J., & Dayan, M. (2013). A model of antecedents and consequences of intuition in strategic decision-making: Evidence from Egypt. *Long Range Planning*, 46(1-2), 149-176.
- Fairchild, R. (2005). The effect of Managerial Overconfidence, asymmetric information, and moral hazard on capital structure decisions. *CFAI Journal of Behavioral Finance*, 2(4), 1–26.

- Ferreira, A. S., & Cirino, J. F. (2013). Análise da estrutura do mercado brasileiro de caminhões, 1990-2010. *Textos de Economia*, 16(2), 11-32.
- Fredrickson, J.W. (1985). Effects of decision motive and organizational performance level on strategic decision processes. *Academy of Management Journal* 28, 821-843.
- Galasso, A., & Simcoe, T. S. (2011). CEO overconfidence and innovation. *Management Science*, 57(8), 1469–1484.
- Habib, A., Hossain, M., & Jiang, H. (2011). Environmental uncertainty and the market pricing of earnings smoothness. *Advances in Accounting*, 27(2), 256-265.
- Han, S., Lai, C. G., & Ho, C. L. (2015). CEO confidence or overconfidence? The impact of CEO overconfidence on risk taking and firm performance in the US property-liability insurance companies. In *Third World Risk and Insurance Economics Congress (WRIEC)*. Retrieved from [http://www.wriec.net/wp-content/uploads/2015/07/3C2\\_Han.pdf](http://www.wriec.net/wp-content/uploads/2015/07/3C2_Han.pdf).
- Hatch, M. J. (2018). *Organization theory: Modern, symbolic and postmodern perspectives*. Oxford: Oxford University Press.
- Ji, G., & Lee, J. E. (2015). Managerial overconfidence and going-concern modified audit opinion decisions. *Journal of Applied Business Research*, 31(6), 2123–2137.
- Kang, J., Kang, J. K., Kang, M., & Kim, J. (2018). Investment and firm value under high economic uncertainty: the beneficial effect of overconfident CEOs. Available at SSRN 3140209.
- Koenker, R. (2005). *Quantile regression*. Cambridge University Press, 349.
- Landier, A., & Thesmar, D. (2009). Financial contracting with optimistic entrepreneurs. *Review of Financial Studies*, 22(1), 117-150.
- Lowe, R. A., & Ziedonis, A. A. (2006). Overoptimism and the performance of entrepreneurial firms. *Management Science*, 52(2), 173-186.
- Liu, L.; Qu, W., & Haman, J. (2018). Product market competition, state-ownership, corporate governance and firm performance. *Asian Review of Accounting*, 26(1), 62-83.
- Lumpkin, G. T., & Dess, G. G. (2001). Linking two dimensions of entrepreneurial orientation to firm performance: the moderating role of environment and industry life cycle. *Journal of Business Venturing*, 16(5), 429-451.
- Malmendier, U., & Tate, G. (2005). CEO overconfidence and corporate investment. *Journal of Finance*, 60(6), 2661–2700.
- Malmendier, U., & Tate, G. (2008). Who Makes Acquisitions? CEO Overconfidence and the Market's Reaction. *Journal of Financial Economics*, 89(1), 20–43.
- Maroco, J. (2003). *Análise estatística com utilização do SPSS*. 2ªed. Lisboa: Sílabo.
- Mikalef, P., & Pateli, A. (2017). Information technology-enabled dynamic capabilities and their indirect effect on competitive performance: Findings from PLS-SEM and fsQCA. *Journal of Business Research*, 70, 1-16.

- Miller, C. C., Ogilvie, D. T., & Glick, W. H. (2006). Assessing the external environment: An enrichment of the archival tradition. *Research methodology in strategy and management*, 3(6), 97-122.
- Mohamed, E.B., R. Fairchild, & A. Bouri (2014). Investment cash flow sensitivity under managerial optimism: new evidence from NYSE panel data firms. *Journal of Economics Finance and Administrative Science*, 19(36), 11-18.
- Schreyögg, G., & Kliesch-Eberl, M. (2007). How dynamic can organizational capabilities be? Towards a dual-process model of capability dynamization. *Strategic management journal*, 28(9), 913-933.
- Sia, C. L., Teo, H. H., Tan, B.C.Y., & Wei, K. K., 2004. Effects of environmental uncertainty on organizational intention to adopt distributed work arrangements. *Engineering Management, IEEE Transactions*, 51(3), 253-267.
- Silva, T. B. J., Cunha, P. R., & Ferla, R. (2017). Excesso de confiança e otimismo sobre a estrutura de capital de firmas brasileiras com diversidade no Conselho de Administração. *Revista Mineira de Contabilidade*, 18(3), 27-39.
- Svenson, O. (1981). Are We All Less Risky And More Skillful Fellow Drivers ? *Acta Psychologica*, 47(2), 143-148.
- Ting, I. W. K., Lean, H. H., Kweh, Q. L., & Azizan, N. A. (2016). Managerial overconfidence, government intervention and corporate financing decision. *International Journal of Managerial Finance*, 12(1), 4-24.
- Valta, P. (2012). Competition and the cost of debt. *Journal of Financial Economics*, 105(3), 661-682.
- Wilden, R., & Gudergan, S. P. (2015). The impact of dynamic capabilities on operational marketing and technological capabilities: investigating the role of environmental turbulence. *Journal of the Academy of Marketing Science*, 43(2), 181-199.
- Yang, D., & Kim, H. (2020). Managerial overconfidence and manipulation of operating cash flow: Evidence from Korea. *Finance Research Letters*, 32, 101343.
- Yilmaz, N., & Mazzeo, M. A. (2014). The effect of CEO overconfidence on turnover abnormal returns. *Journal of Behavioral and experimental Finance*, 3, 11-21.
- Zahra, S.A., Neubaum, D.O., & Huse, M. (1997). The effect of the environment on export performance among telecommunications new ventures. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 22(1), 25-46.