

**PROGRAMA DE
PÓS-GRADUAÇÃO
EM CIÊNCIAS
CONTÁBEIS**



**Programa de Pós-Graduação em
Ciências Contábeis | PCO**

Universidade Estadual de Maringá | UEM

Av. Colombo, 5790, Bloco C-23, 1º andar
Maringá/PR | CEP 87020-900

 www.uem.br/pco

 44 3011.6025

DISSERTAÇÃO

Maringá, Outubro/2024

DISSERTAÇÃO

UNIVERSIDADE ESTADUAL DE MARINGÁ
CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS
ÁREA DE CONCENTRAÇÃO: CONTROLADORIA

BRUNA LOVATO DE CARVALHO

**EXCESSO DE CONFIANÇA DO CEO E DECISÕES DE CAPITAL DE GIRO:
IMPACTOS NO DESEMPENHO E NO RISCO EM EMPRESAS DE CAPITAL
ABERTO NO BRASIL**

Maringá

2024

BRUNA LOVATO DE CARVALHO

**EXCESSO DE CONFIANÇA DO CEO E DECISÕES DE CAPITAL DE GIRO:
IMPACTOS NO DESEMPENHO E NO RISCO EM EMPRESAS DE CAPITAL
ABERTO NO BRASIL**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, área de concentração Controladoria, da Universidade Estadual de Maringá como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.

Orientadora: Prof(a). Dr(a). Kelly Cristina Mucio Marques

Coorientador: Prof. Dr. José Braz Hercos Júnior

Maringá

2024

Dados Internacionais de Catalogação-na-Publicação (CIP)
(Biblioteca Central - UEM, Maringá - PR, Brasil)

C331e	<p>Carvalho, Bruna Lovato de</p> <p>Excesso de confiança do CEO e decisões de capital de giro : impactos no desempenho e no risco em empresas de capital aberto no Brasil / Bruna Lovato de Carvalho. -- Maringá, PR, 2024. 57 f. : tabs.</p> <p>Orientadora: Profa. Dra. Kelly Cristina Mucio Marques. Coorientador: Prof. Dr. José Braz Hercos Júnior.</p> <p>Dissertação (mestrado) - Universidade Estadual de Maringá, Centro de Ciências Sociais Aplicadas, Departamento de Ciências Contábeis, Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, 2024.</p> <p>1. Chief Executive Officer (CEO) - Desempenho - Risco. 2. Capital de giro - Administração. I. Marques, Kelly Cristina Mucio, orient. II. Hercos Júnior, José Braz, coorient. III. Universidade Estadual de Maringá. Centro de Ciências Sociais Aplicadas. Departamento de Ciências Contábeis. Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis. IV. Título.</p>
	CDD 23.ed. 657.42

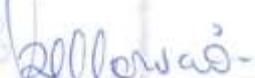
ATA DE DEFESA PÚBLICA

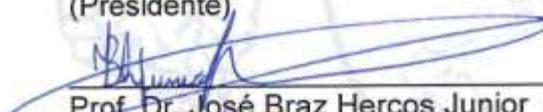
Aos vinte e um dias do mês de outubro do ano de dois mil e vinte e quatro, às 14h00min., no Bloco B-12, sala 010, realizou-se, no *Campus* Sede da Universidade Estadual de Maringá, a Defesa Pública da Dissertação de Mestrado, sob o título: “Excesso de Confiança do CEO e Decisões de Capital de Giro: Impactos no Desempenho e no Risco em Empresas de Capital Aberto no Brasil”, de autoria de **Bruna Lovato de Carvalho**, aluna do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis – Mestrado – Área de Concentração: Controladoria - Linha de pesquisa em Contabilidade para Usuários Externos. A Banca Examinadora foi composta pelos professores:

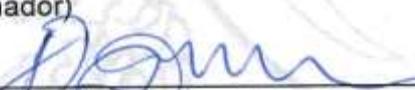
Membros da Banca	Função	IES
Prof. ^a Dr. ^a Kelly Cristina Mucio Marques	Presidente	PCO/UEM
Prof. Dr. José Braz Hercos Junior	Coorientador	PCO/UEM
Prof. Dr. Romildo de Oliveira Moraes	Membro examinador	DCC/UEM
Prof. ^a Dr. ^a Suliani Rover	Membro examinador	UFSC

Concluídos os trabalhos de apresentação e arguição, a aluna foi **APROVADA** pela Banca Examinadora. A validação da aprovação na Defesa Pública está condicionada à aluna apresentar a versão definitiva da Dissertação, no prazo de 60 (sessenta) dias, de acordo com Art. 72 da Resolução nº 095/2018-CI/CSA, para a expedição do Diploma de Mestre. Para constar, a presente Ata foi lavrada e assinada pelo Coordenador do Programa e pelos membros da Banca Examinadora.

Maringá Pr., 21 de outubro de 2024.


Prof.^a Dr.^a Kelly Cristina Mucio Marques
(Presidente)


Prof. Dr. José Braz Hercos Junior
(Examinador)


Romildo de Oliveira Moraes
(Examinador)

Prof.^a Dr.^a Suliani Rover
(Membro examinador externo – UFSC)



Documento assinado digitalmente

SULIANI ROVER

Data: 05/11/2024 22:44:18-0:300

CPF: *** 499.349 **

Verifique as assinaturas em <https://v.ufsc.br>


PROF. DR. ROMILDO DE OLIVEIRA MORAES
Coordenador do Programa de Pós-Graduação em
Ciências Contábeis

DEDICATÓRIA

Dedico este trabalho à minha amada mãe, Inês, meu maior exemplo de força e perseverança. Sua determinação inabalável e amor incondicional pela família são inspirações que me guiam diariamente. Também dedico ao meu querido pai, Alcino, um homem honrado que trabalhou de sol a sol para que eu tivesse a oportunidade de estudar e realizar meus sonhos. Graças a eles, consegui chegar até aqui. Dedico, ainda, ao meu irmão Gabriel Augusto. Além disso, dedico este trabalho ao meu noivo Gabriel, que em breve será meu marido, e que tem me apoiado incondicionalmente desde o início desta jornada. Por fim, dedico às minhas queridas tias: à tia Verônica, que me ensinou a importância da educação, e à tia Alzira, por todas as suas orações que sempre me acompanharam. Minha família é a minha maior força.

AGRADECIMENTOS

Primeiramente, o presente trabalho foi realizado com o apoio da Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior - Brasil (CAPES).

Agradeço a Deus por iluminar meu caminho e me guiar até aqui. Sou profundamente grata aos meus pais pelo apoio incondicional e pelo amor constante; minha família é uma fonte de força e motivação em minha vida.

Agradeço também ao meu noivo, cuja paciência e apoio foram fundamentais durante estes dois anos de muito trabalho. Ele esteve ao meu lado desde o início, e sou imensamente grata por todo o suporte que me ofereceu.

Expresso minha sincera gratidão aos meus professores, que contribuíram significativamente para a minha formação. Em especial, agradeço ao Professor Braz, que sempre se mostrou disponível e paciente, compartilhando seu conhecimento com generosidade.

Por fim, gostaria de dedicar um agradecimento especial à Professora Kelly, minha querida orientadora. Colocar em palavras o quanto ela foi importante neste processo é um desafio, mas sei que sua orientação e ensinamentos me acompanharão por toda a vida. Ela é um verdadeiro exemplo de dedicação e compromisso.

Carvalho, B. L. (2024). *Excesso de Confiança do CEO e Decisões de Capital de Giro: Impactos no Desempenho e no Risco em Empresas de Capital Aberto no Brasil*. Dissertação de Mestrado em Ciências Contábeis, Universidade Estadual de Maringá, Maringá, PR, Brasil.

RESUMO

Um tema bastante discutido em finanças envolve questionar a validade da visão convencional de que os agentes econômicos sempre tomam suas decisões de maneira racional. Nesse cenário, diversas pesquisas se dedicaram a entender as possíveis distorções na racionalidade que influenciam as decisões, levando ao surgimento de uma corrente de estudos chamada finanças comportamentais. Dentre os vieses cognitivos pesquisados nessa área, o excesso de confiança se destaca por ajudar a explicar o comportamento dos agentes econômicos. Este estudo tem como objetivo analisar de que forma se dá a relação entre excesso de confiança do CEO e as decisões relacionadas ao capital de giro e se essa relação afeta o desempenho e o risco de empresas de capital aberto no Brasil. A amostra é formada por empresas de capital aberto listadas na bolsa de valores brasileira (B3), no período de 2019 a 2023. Os dados necessários para medir a variável excesso de confiança foram obtidos no site da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), enquanto os dados referentes às demais variáveis foram coletados na plataforma Economatica. Para organizar os dados e executar o modelo estatístico foi utilizado o software Stata®. No que diz respeito à estruturação do modelo para o estudo, foi empregada, em todos os casos, uma regressão com dados em painel. Os principais resultados indicam que 1) o excesso de confiança apresenta uma associação positiva com o capital de giro; 2) o capital de giro apresenta uma associação negativa com o risco e 3) a influência negativa do capital de giro sobre o risco pode variar de acordo com o nível de confiança do CEO, no caso o neutro e o pessimista. As implicações desses resultados indicam que CEOs neutros ou pessimistas tendem a ser mais conservadores, o que pode ser vantajoso em setores estáveis ou em períodos de crise, mas pode gerar frustração entre acionistas que buscam um crescimento mais agressivo. O estudo contribui com a literatura de finanças ao evidenciar que a associação entre capital de giro e risco pode ser influenciada pelo nível de confiança do CEO, uma característica comportamental.

Palavras-chave: Excesso de Confiança. Capital de Giro. Desempenho. Risco.

Carvalho, B. L. (2024). *CEO Overconfidence and Working Capital Decisions: Impacts on Performance and Risk in Publicly Traded Companies in Brazil*. Master's Dissertation in Accounting Sciences, State University of Maringá, Maringá, PR, Brazil.

ABSTRACT

A widely discussed topic in finance involves questioning the validity of the conventional view that economic agents always make their decisions rationally. In this scenario, several studies have focused on understanding the possible distortions in rationality that influence decisions, leading to the emergence of a line of studies called behavioral finance. Among the cognitive biases studied in this area, overconfidence stands out for helping to explain the behavior of economic agents. This study aims to analyze how the relationship between CEO overconfidence and decisions related to working capital occurs and whether this relationship affects the performance and risk of publicly traded companies in Brazil. The sample consists of publicly traded companies listed on the Brazilian stock exchange (B3), from 2019 to 2023. The data needed to measure the overconfidence variable were obtained from the website of the Brazilian Securities and Exchange Commission (CVM), while the data related to the other variables were collected on the Economatica platform. Stata® software was used to organize the data and execute the statistical model. Regarding the structuring of the model for the study, a regression with panel data was used in all cases. The main results indicate that 1) overconfidence has a positive association with working capital; 2) working capital has a negative association with risk and 3) the negative influence of working capital on risk can vary according to the CEO's level of confidence, in this case neutral or pessimistic. The implications of these results indicate that neutral or pessimistic CEOs tend to be more conservative, which can be advantageous in stable sectors or in periods of crisis, but can generate frustration among shareholders seeking more aggressive growth. The study contributes to the finance literature by showing that the association between working capital and risk can be influenced by the CEO's level of confidence, a behavioral characteristic.

Key-words: Overconfidence. Working Capital. Performance. Risk.

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Variáveis do estudo.....	31
Tabela 2 – Medianas e número de observações do capital de giro por nível de confiança....	35
Tabela 3 – Medianas e número de observações do capital de giro, do desempenho e do risco por níveis de governança corporativa.....	36
Tabela 4 – Medianas e número de observações do capital de giro, do desempenho e do risco por ano.....	37
Tabela 5 – Medianas e número de observações do capital de giro, do desempenho e do risco por setores.....	39
Tabela 6 – Matriz de correlação de Spearman (Equação 1).....	40
Tabela 7 – Matriz de correlação de Spearman (Equação 2a).....	40
Tabela 8 – Matriz de correlação de Spearman (Equação 2b).....	41
Tabela 9 – Matriz de correlação de Spearman (Equação 3a).....	41
Tabela 10 – Matriz de correlação de Spearman (Equação 3b).....	42
Tabela 11 – Resultado da regressão da equação 1 (variável dependente: capital de giro)....	43
Tabela 12 – Resultado da regressão da equação 2a (variável dependente: desempenho).....	44
Tabela 13 – Resultado da regressão da equação 2b (variável dependente: risco).....	44
Tabela 14 – Resultado da regressão da equação 3a (variável dependente: desempenho).....	45
Tabela 15 – Resultado da regressão da equação 3b (variável dependente: risco).....	46

LISTA DE EQUAÇÕES

Equação 1	32
Equação 2a	33
Equação 2b	33
Equação 3a	34
Equação 3b	34

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

B3	Bolsa de Valores Brasileira
CEO	Chief Executive Officer
CVM	Comissão de Valores Mobiliários

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO.....	15
1.1	CONTEXTUALIZAÇÃO.....	15
1.2	OBJETIVO GERAL.....	17
1.3	JUSTIFICATIVA E CONTRIBUIÇÕES.....	18
1.4	ESTRUTURA DO TRABALHO.....	19
2	REVISÃO DE LITERATURA.....	20
2.1	EXCESSO DE CONFIANÇA DO CEO.....	20
2.2	GESTÃO DO CAPITAL DE GIRO, DESEMPENHO E RISCO.....	24
2.3	DESENVOLVIMENTO DAS HIPÓTESES.....	26
3	PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS.....	28
3.1	AMOSTRA.....	28
3.2	VARIÁVEIS.....	29
3.3	MODELO ESTATÍSTICO.....	32
4	ANÁLISE E DISCUSSÃO DE RESULTADOS.....	35
4.1	ESTATÍSTICAS DISCRITIVAS.....	35
4.2	RESULTADOS DOS MODELOS DE REGRESSÃO.....	43
4.3	ANÁLISES DOS MODELOS DE REGRESSÃO.....	47
5	CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	52
	REFERÊNCIAS.....	54

1 INTRODUÇÃO

1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO

Um tema bastante discutido em finanças envolve questionar a validade da visão convencional de que os agentes econômicos sempre tomam suas decisões de maneira racional. Nesse cenário, diversas pesquisas se dedicaram a entender as possíveis distorções na racionalidade que influenciam as decisões, levando ao surgimento de uma corrente de estudos chamada finanças comportamentais (Yoshinaga, Oliveira, Silveira & Barros, 2008).

Dentre os vieses cognitivos estudados pelas finanças comportamentais, o excesso de confiança se destaca por ajudar a explicar o comportamento dos agentes econômicos.

Segundo Barros e Silveira (2008), o excesso de confiança é a tendência humana de supervalorizar suas próprias habilidades, conhecimentos ou expectativas. Indivíduos excessivamente confiantes tendem a minimizar os riscos que enfrentam e a superestimar sua capacidade de lidar com esses desafios (Barros & Silveira, 2008; Feitosa, Silva & Silva, 2014).

O Chief Executive Officer (CEO) geralmente é visto como a pessoa que tem mais poder dentro de uma empresa, sua influência se estende em todos os níveis da instituição. O CEO desempenha um papel importante no desenvolvimento e execução de estratégias corporativas, na tomada de decisões e na liderança geral da organização (Chou & Chan, 2018; Ameila & Eriandani, 2021).

A literatura fornece evidências de que as características pessoais do CEO podem influenciar na tomada de decisões e no desempenho da empresa (Nelson, 2005; Serfling, 2014; Cline & Yore, 2016; Belenzon, Shamshur & Zarutskie, 2019). Mais especificamente, alguns estudos apresentam evidências de que a característica psicológica excesso de confiança pode afetar a tomada de decisões, o risco, o financiamento e o desempenho da empresa (Malmendier & Tate, 2005a; Malmendier & Tate, 2005b; Brown & Sarma, 2007; Malmendier & Tate, 2008; Hirshleifer, Low & Teoh, 2012; McCarthy, Oliver & Song, 2017; Vitanova, 2019; Chen, Ho & Yeh, 2020; Mundi & Kaur, 2022).

O estudo de Malmendier e Tate (2005a) analisou a relação entre excesso de confiança gerencial e decisões de investimento e concluíram que gestores excessivamente confiantes tem a tendência de superestimar os retornos de seus projetos de investimento e julgam os fundos externos como muito caros, gerando um excesso de investimento quando os fundos internos são maiores e uma diminuição de investimento quando se faz necessário recorrer a financiamento externo. Em outro estudo, Malmendier e Tate (2005b) sugerem que o excesso

de confiança do CEO pode explicar a variação dos padrões de financiamento dentro das empresas e entre as empresas.

Em outra vertente de pesquisa, evidências apontam que a gestão do capital de giro pode ser afetada pelas características pessoais do gestor, como por exemplo, a idade (Adhikari, Krolikowski, Malm & Sah, 2021; Burney, James & Wang, 2021), o gênero (Tarkom, Nochebuena-Evans, & Wang, 2022), a escolaridade e a demografia (Hu, Bhuiyan, & Houqe, 2023).

Zheng, Zhou e Iqbal (2022) investigou o papel dos traços de personalidade do gestor e do comportamento do excesso de confiança na gestão do capital de giro em pequenas e médias empresas da China durante a crise da COVID-19. Os resultados sugerem que ser um gestor excessivamente confiante não é um mau hábito para a gestão do capital de giro. Esse resultado, mencionado por Zheng et al. (2022) como uma novidade, difere dos achados anteriores sobre excesso de confiança, pois no geral, o gestor com esta característica tende a superestimar o sucesso de suas decisões de investimento (Malmendier & Tate, 2005a). Nesse contexto, o resultado de Zheng et al. (2022) levanta a dúvida de que, no contexto da gestão do capital de giro, as decisões tomadas por esses gestores excessivamente confiantes podem afetar o desempenho e o risco da empresa, o que não foi verificado empiricamente no referido estudo.

No Brasil, estudos também apresentam evidências de que o excesso de confiança pode afetar a tomada de decisão. Barros e Silveira (2008) apresentam indícios de que o excesso de confiança dos gestores pode ser um fator importante na definição da estrutura de capital das empresas. Os resultados do estudo de Pimenta, Borsato e Ribeiro (2012) indicam que diferenças de opinião, estilo e visão de mundo, influenciadas por características pessoais e de investimento, assim como o viés de excesso de confiança, podem ter um impacto importante nas decisões. Oliveira e Soares (2018) investigaram a influência do excesso de confiança sobre o gerenciamento de resultados e constataram que CEOs excessivamente confiantes gerenciam mais seus resultados.

Malmendier e Tate (2005b) mencionam que é necessário entender mais sobre como a tomada de decisões pode ser afetada pelo excesso de confiança do gestor em outros contextos empresariais. Vitanova (2019) ressalta que outros estudos poderiam relacionar o excesso de confiança a tipos específicos de decisões corporativas com o objetivo de entender mais sobre as implicações do excesso de confiança do gestor.

Em relação às decisões envolvendo capital de giro, Baños-Caballero, García-Teruel e Martínez-Solano (2014) analisaram a relação entre o desempenho corporativo e a gestão do capital de giro em empresas não financeiras do Reino Unido, os resultados encontrados sugerem a existência de um nível ideal de investimento em capital de giro que equilibra custos e benefícios, aumentando o valor da empresa. Nos Estados Unidos Aktas (2015) estudou a relação entre capital de giro e desempenho da empresa, encontrando também a existência de um nível ideal de investimento em capital de giro. Segundo Aktas (2015), empresas que caminham para esse nível ideal melhoram seu estoque, sua rentabilidade e seu desempenho operacional.

De acordo com Aktas (2015) a gestão eficiente do capital de giro é um fator importante para melhorar o desempenho da empresa. O estudo de Setianto e Pratiwi (2019) analisou a existência de excesso de capital de giro em empresas da Indonésia e seu impacto no risco e no desempenho dessas empresas, os resultados também indicam a existência de um nível ideal de capital de giro, além disso, foi constatado que um excesso de capital de giro pode levar a um menor risco e a um menor desempenho. Segundo Setianto e Pratiwi (2019) a gestão do capital de giro pode afetar significativamente tanto o risco quanto o desempenho da empresa.

Os resultados de Baños-Caballero et al. (2014), Aktas (2015) e Setianto e Pratiwi (2019) apontam que a gestão do capital de giro pode afetar tanto o desempenho da empresa quanto o risco.

Embora a relação entre excesso de confiança do CEO e a gestão do capital de giro tenha sido explorada por Zheng et al. (2022), a dúvida sobre essa influência no desempenho e no risco permanecem. Considerando isto, este estudo busca ampliar os resultados de Baños-Caballero et al. (2014), Aktas (2015), Setianto e Pratiwi (2019) e Zheng et al. (2022) analisando a relação entre excesso de confiança do CEO e gestão do capital de giro e seu impacto no desempenho e no risco.

Para tanto, este estudo busca responder à seguinte questão de pesquisa: **De que forma a relação entre excesso de confiança do CEO e decisões relacionadas ao capital de giro afetam o desempenho e o risco de empresas de capital aberto no Brasil?**

1.2 OBJETIVO GERAL

Este estudo tem como objetivo: analisar de que forma ocorre a relação entre excesso de confiança do CEO e as decisões relacionadas ao capital de giro e se essa relação afeta o desempenho e o risco de empresas de capital aberto no Brasil.

1.3 JUSTIFICATIVA E CONTRIBUIÇÕES

Na psicologia, a tendência humana ao excesso de confiança foi amplamente estudada, tornando-se uma característica relevante para a economia e para as finanças comportamentais (Lambert, Bessièrè & N'Goala, 2012).

Segundo Vitanova (2019), no decorrer dos últimos anos várias pesquisas em finanças relacionaram alguns dos comportamentos dos agentes econômicos ao excesso de confiança.

Sendo o CEO o principal responsável por tomar decisões dentro de uma empresa (Ameila & Eriandani, 2021), faz-se necessário entender mais sobre como as decisões tomadas pelo mesmo podem ser influenciadas por suas características pessoais.

Este estudo busca ampliar as pesquisas que relacionam aspectos comportamentais com decisões financeiras de curto prazo, complementando os estudos que relacionam a gestão do capital de giro apenas com características da empresa, ao considerar também características pessoais do CEO.

A literatura apresenta pesquisas relacionadas ao tema apresentado neste estudo que foram realizadas em outros países. Considerando que as pesquisas internacionais foram realizadas em países mais desenvolvidos, esta pesquisa também se diferencia por estudar empresas no contexto brasileiro, já que o mercado acionário de países mais desenvolvidos difere do mercado acionário do Brasil por uma série de fatores relacionados à economia, regulação, cultura financeira, entre outros aspectos.

A justificativa para realizar esta pesquisa no contexto brasileiro se dá pelo fato de que diferentes países podem ter condições econômicas e ambientes regulatórios variados (Qawasmeh & Azzam, 2020), o que pode afetar a disponibilidade e o custo de financiamento para capital de giro.

Palombini e Nakamura (2012) ressaltam a importância da gestão eficiente do capital de giro para o desempenho de empresas brasileiras, já que no país os custos de empréstimos são elevados e muitos são os desafios encontrados no momento de se obter financiamento para as necessidades permanentes de capital de giro.

O presente estudo se justifica também por buscar preencher algumas lacunas deixadas e apontadas por pesquisas anteriores, referentes à relação entre o excesso de confiança e a tomada de decisões (Malmendier & Tate, 2005b; Vitanova, 2019) e referentes à gestão do capital de giro (Palombini & Nakamura, 2012).

O presente estudo se diferencia da pesquisa realizada sobre a mesma temática, desenvolvida por Zheng et al. (2022), pois além de considerar um período mais amplo e

diferente de análise (2019 a 2023), os referidos autores utilizaram dados recolhidos no período de crises da COVID-19 (por exemplo março de 2020 a dezembro de 2020), serão investigadas também variáveis não estudadas por esses autores, sendo elas o desempenho e risco. Além disso, o estudo de Zheng et al. (2022) analisou uma amostra de pequenas e médias empresas na China, enquanto este trabalho se concentra em empresas de capital aberto no Brasil. Enquanto os referidos autores utilizaram questionários como método de coleta de dados, esta pesquisa se baseia em resultados obtidos a partir de modelos estatísticos.

Dessa forma, este estudo contribui com o conhecimento teórico relacionado ao tema, explorando conceitos, revisando estudos anteriores e ampliando as variáveis envolvidas na questão. Essa contribuição se une aos esforços contínuos dos pesquisadores para compreender de que maneira o excesso de confiança impacta nas decisões tomadas pelos gestores.

Este estudo também contribui com o mercado, investidores, analistas, gestores, dentre outros, à medida que fornece evidências da relação entre as variáveis estudadas, verificando se o excesso de confiança influencia a organização de forma positiva ou negativa. Nesse contexto, a empresa pode adotar estratégias para selecionar candidatos que apresente a característica desejada ou desenvolver programas para lidar com o excesso de confiança entre seus colaboradores.

No contexto acadêmico, o presente estudo contribui ao apresentar evidências da relação entre excesso de confiança e gestão do capital de giro considerando um país emergente.

De uma maneira geral, este estudo busca fornecer *insights* que podem enriquecer o entendimento acadêmico e prático sobre as dinâmicas envolvidas na gestão empresarial, especialmente no que diz respeito às implicações do excesso de confiança nas decisões financeiras de curto prazo. Essa abordagem visa preencher lacunas de conhecimento e fornecer informações relevantes para pesquisadores, profissionais e tomadores de decisão interessados na otimização do desempenho e na gestão eficaz do risco no contexto empresarial brasileiro.

1.4 ESTRUTURA DO TRABALHO

Esta pesquisa está estruturada em cinco capítulos. O primeiro capítulo apresenta a introdução, contextualizando o problema de pesquisa, abordando o objetivo, a justificativa e as contribuições. O segundo capítulo aborda a revisão de literatura necessária para embasar os resultados da pesquisa, tratando do excesso de confiança do CEO e da gestão do capital de

giro, desempenho e risco, além de apresentar o desenvolvimento das hipóteses. O terceiro capítulo destina-se aos procedimentos metodológicos, onde são apresentadas a amostra, as variáveis e os modelos utilizados. A apresentação, a análise e a discussão dos resultados dos testes formam o quarto capítulo. O quinto e último capítulo apresenta as considerações finais do estudo.

2 REVISÃO DE LITERATURA

Esta seção busca explorar trabalhos anteriores com o objetivo de embasar teoricamente o estudo em questão. Sendo subdividida em três partes: excesso de confiança do CEO, gestão do capital de giro, desempenho e risco, e, por fim, o desenvolvimento das hipóteses.

2.1 EXCESSO DE CONFIANÇA DE CEO

Um tema bastante discutido em finanças envolve questionar a validade da visão convencional de que os agentes econômicos sempre tomam suas decisões de maneira racional. Nesse contexto, várias pesquisas buscaram compreender as potenciais distorções de racionalidade que impactam as tomadas de decisão, resultando no desenvolvimento de uma corrente de estudos conhecida como finanças comportamentais (Yoshinaga, Oliveira, Silveira & Barros, 2008).

Dentre os vieses cognitivos abordados pelas finanças comportamentais, destaca-se o excesso de confiança, que desempenha um papel na explicação do comportamento dos agentes econômicos. Segundo Costa, Correia e Lucena (2019), o excesso de confiança é um dos vieses mais abordados pelas pesquisas na área comportamental. Para Mannes e Moore (2013), o viés psicológico mais importante é o excesso de confiança.

De acordo com Barros e Silveira (2008), o excesso de confiança refere-se a uma tendência humana de superestimar as próprias habilidades, conhecimentos ou perspectivas. Indivíduos excessivamente confiantes podem subestimar os riscos que enfrentam e superestimar sua capacidade de lidar com esses desafios. (Barros & Silveira, 2008; Feitosa, Silva & Silva, 2014). Para Hirshleifer et al. (2012), o excesso de confiança refere-se à tendência das pessoas em acreditar que são mais habilidosas ou competentes do que realmente são. De acordo com Hilary, Hsu, Segal e Wang (2016), o excesso de confiança consiste em uma crença exagerada nas próprias habilidades.

Segundo Vitanova (2019), o excesso de confiança é caracterizado pela superestimação do conhecimento, da capacidade ou do desempenho futuro.

De acordo com Yoshinaga et al. (2008), diversos estudos relacionados ao comportamento humano mostraram que a maioria das pessoas apresentam confiança excessiva nas próprias habilidades, sem considerar a incerteza presente no processo. As pessoas com excesso de confiança costumam acreditar que suas estimativas em situações que envolvem incerteza são mais precisas do que de fato são.

O CEO é a figura que vem à mente quando se fala em alta administração de uma empresa, sendo ele o principal responsável pelo desempenho corporativo e pela tomada de decisão (Chou & Chan, 2018).

Considerando que as características pessoais do CEO podem influenciar seu comportamento e, conseqüentemente, suas decisões, analisar questões relacionadas ao impacto do comportamento do gestor, considerando características psicológicas, torna-se relevante para compreender as decisões referentes ao processo de gestão das empresas (Costa et al., 2019, Mundi & Kaur, 2022).

Segundo Malmendier e Tate (2015), CEOs são mais propensos a apresentar excesso de confiança devido a sua posição de poder e esse excesso de confiança gera conseqüências significativas para os resultados da empresa. Para Costa et al. (2019), o excesso de confiança pode impactar várias decisões dentro de uma empresa.

Algumas pesquisas afirmam que CEOs excessivamente confiantes podem tomar decisões prejudiciais, cometer erros frequentes e seu comportamento pode afetar negativamente a empresa como um todo. Para Slothouber (2010), o comportamento de CEOs com excesso de confiança costuma repercutir na empresa. Segundo Kermani, Kargar e Zarei (2014), analisar o impacto do excesso de confiança do CEO nas decisões da empresa é uma questão importante, pois o excesso de confiança pode levar a decisões que podem destruir o valor da mesma. De acordo com Mundi e Kaur (2022), CEOs excessivamente confiantes erram frequentemente em suas escolhas e muitas vezes se desviam da tomada de decisões racionais.

Por outro lado, o excesso de confiança do CEO pode ser benéfico para a empresa em algumas circunstâncias. Para Malmendier e Tate (2008), o excesso de confiança do CEO pode ajudar contrariando a aversão ao risco, influenciando o empreendedorismo ou atraindo funcionários com mentalidade semelhante. Segundo Hirshleifer et al. (2012), o excesso de confiança contribui para que o CEO explore inovadoras oportunidades de crescimento. De

acordo com Malmendier e Tate (2015), o excesso de confiança do CEO pode ser útil para empresas que pretendem realizar uma mudança de estratégia ou que pretendem inovar de alguma forma, além disso, CEOs excessivamente confiantes também podem ser importantes para as decisões de investimento empresarial. Para Vitanova (2019), existem organizações nas quais o excesso de confiança do CEO pode ser necessário, tais como empresas que enfrentam um ambiente de negócios dinâmico e incerto ou como empresas que passam por grandes desafios relacionados à inovação.

Essas conclusões destacam a importância de avaliar e gerenciar o nível de confiança dos gestores para possibilitar decisões mais informadas e impactos positivos nas organizações.

O excesso de confiança do gestor pode gerar consequências adversas nas decisões, no risco e no desempenho da organização. Alguns estudos analisaram como o excesso de confiança do CEO pode afetar a tomada de decisão na empresa.

Malmendier e Tate (2005a) analisaram como o excesso de confiança do CEOs pode afetar as decisões relacionadas às políticas de investimento corporativo e constataram que CEOs excessivamente confiantes tendem a superestimar os retornos de seus projetos de investimento e consideram que os fundos externos são muito caros, levando a um excesso de investimento quando os fundos internos são abundantes e a uma redução de investimento quando o financiamento externo é necessário. Além disso, constataram que o investimento de CEOs com excesso de confiança é significativamente mais responsivo ao fluxo de caixa, especialmente em empresas dependentes de capital próprio.

Em outro estudo, Malmendier e Tate (2005b) analisaram novamente o impacto do excesso de confiança do CEO no investimento corporativo e constataram que a confiança excessiva do CEO pode levar a uma preferência por financiamento interno em vez de financiamento externo, uma preferência por dívida em vez de patrimônio líquido, e comportamentos de investimentos arriscados para a empresa e para os investidores. Além disso, o excesso de confiança do CEO pode afetar a eficácia dos mecanismos de incentivo, como ações e opções, e pode explicar a variação dos padrões de financiamento dentro das empresas e entre empresas.

Com relação a outras decisões da empresa, Brown e Sarma (2007) verificaram que o excesso de confiança do CEO desempenha um papel significativo nas aquisições corporativas. Malmendier & Tate (2008) constataram que uma parcela significativa dos CEOs é excessivamente confiante em relação aos fluxos de caixa futuros de suas empresas e que esse

excesso de confiança leva a decisões de fusão que podem destruir o valor da empresa. McCarthy et al. (2017) constataram que o excesso de confiança do CEO está negativamente relacionado às práticas de responsabilidade social corporativa nas empresas. Chen et al. (2020) encontraram efeitos positivos do excesso de confiança dos CEO no nível de liquidez e no valor do dinheiro, que se devem principalmente aos ambientes de investimento enfrentados pelas empresas. Mundi e Kaur (2022) examinaram o impacto do excesso de confiança nas decisões de estrutura de capital das empresas indianas e constataram que o excesso de confiança do CEO influencia significativamente as decisões relacionadas à estrutura de capital. CEOs excessivamente confiantes preferem a dívida ao capital próprio e a dívida de curto prazo à dívida de longo prazo. Além disso, o excesso de confiança do CEO distorce a tomada de decisão ideal e desvia as decisões sobre a estrutura de capital da teoria do trade-off e da teoria da hierarquia da estrutura de capital. Costa et al. (2019) também analisaram como o excesso de confiança do CEO pode interferir nas decisões da estrutura de capital, tanto no mercado brasileiro como no mercado norte-americano e constataram que existe uma relação significativa entre o excesso de confiança e as decisões de estrutura de capital em ambos os mercados.

No Brasil, Barros e Silveira (2008) verificaram que CEOs com excesso de confiança costumam utilizar maior alavancagem financeira. Silva, Mondini, Silva e Lay (2017) estudaram a relação de otimismo e excesso de confiança com estrutura de capital em empresas cinquentenária e não cinquentenárias, concluindo que empresas não cinquentenária possuem CEOs com mais excesso de confiança do que as empresas não cinquentenárias, além disso, as empresas não cinquentenárias apresentam um grau maior de alavancagem. Oliveira e Soares (2018) verificaram que CEOs excessivamente confiantes e otimistas gerenciam mais seus resultados.

Neste contexto, conclui-se que o excesso de confiança do CEO pode levar a decisões empresariais enviesadas, com impacto na alocação de recursos, estratégias de financiamento, práticas de responsabilidade social e estrutura de capital.

Embora o excesso de confiança do CEO possa impulsionar a inovação, ele também está associado a comportamentos que podem afetar o risco da empresa. Hirshleifer et al. (2012) constataram que CEOs excessivamente confiantes tendem a investir mais em projetos arriscados, o que pode levar a um aumento na inovação e no sucesso em indústrias inovadoras.

2.2 GESTÃO DO CAPITAL DE GIRO, DESEMPENHO E RISCO

A gestão do capital de giro refere-se ao processo de gerenciar os ativos e passivos circulantes de uma empresa, ou seja, lidar com investimentos de curto prazo e tomar decisões financeiras relacionadas às operações diárias da empresa (Gill & Biger, 2013). Essas decisões estão relacionadas com o controle de custos, crescimento, produtividade, e, portanto, acabam influenciando o desempenho da empresa (Burney et al., 2021).

Se a empresa possui uma quantidade insuficiente de capital de giro pode enfrentar problemas financeiros, atrasos no pagamento de contas e dificuldade para cumprir suas obrigações (Zariyawat, Taufiq, Annuar e Sazali, 2010). Por outro lado, um excesso de capital de giro pode indicar uma gestão financeira ineficiente, já que os recursos poderiam ser investidos de maneira mais produtiva. Sendo assim, os gestores devem buscar um equilíbrio adequado na gestão do capital de giro para garantir o sucesso financeiro da empresa.

Vários autores destacaram a importância da gestão eficiente do capital de giro. Segundo Deloof (2003), a gestão adequada do capital de giro é um componente muito importante para gestão financeira de uma empresa.

Para Zariyawat, Annuar, Taufiq e Rahim (2009), o capital de giro é deixado de lado muitas vezes na tomada de decisão financeira devido à complexidade de sua gestão, que envolve, entre outras coisas, financiamentos e investimentos em períodos curtos. De acordo com Zariyawat et al. (2010), a capacidade da empresa de se manter em funcionamento por um longo período de tempo depende da forma de como ela lida com o investimento em capital de giro e a gestão ineficiente do capital de giro pode gerar dificuldades financeiras e pode afetar o valor da empresa.

De acordo com Gill e Biger (2013), a gestão eficiente do capital de giro é fundamental para a maioria das empresas. Para Burney et al. (2021), a gestão do capital de giro tem um impacto significativo na empresa, não apenas nas decisões de curto prazo, mas também no desempenho de longo prazo, pois a gestão do capital de giro é um componente importante para o desempenho de uma empresa e é uma ferramenta essencial na gestão de risco.

De acordo com Seth, Chadha e Sharma (2021), a gestão ineficiente do capital de giro é umas das causas que levam as empresas à falência, sendo assim, os fundos de curto prazo da empresa devem ser administrados com o máximo de cuidado e a eficiência na gestão do capital de giro resultaria no aumento do desempenho e do valor das empresas, não apenas uma vez, mas com ganhos em longo prazo.

Pelo exposto, verifica-se que a literatura apresenta evidências de que a gestão do capital de giro pode afetar tanto o desempenho quanto o risco da empresa.

Zariyawat et al. (2009) analisou a relação entre a gestão do capital de giro e a lucratividade das empresas na Malásia, utilizando o ciclo de conversão de caixa como medida de gestão do capital de giro, os resultados indicam uma relação negativa significativa entre o ciclo de conversão de caixa e a rentabilidade da empresa, mostrando que a redução do período de conversão de caixa resulta em aumento de lucratividade.

No Reino Unido, Baños-Caballero et al. (2014) analisaram a relação entre a gestão do capital de giro e o desempenho corporativo em empresas não financeiras, encontrando a existência de um nível ideal de investimento em capital de giro que equilibra custos e benefícios, em outras palavras, o desempenho da empresa tende a aumentar de acordo com os investimentos que são feitos em capital de giro, mas isso só ocorre até certo momento, a partir do ponto ótimo os investimentos adicionais em capital de giro passam a comprometer o desempenho da empresa.

Nos Estados Unidos, Aktas (2015) analisou a relação entre capital de giro e desempenho da empresa, encontrando também a existência de um nível ideal de investimento em capital de giro. Empresas que convergem para esse nível ideal, aumentando ou diminuindo o seu investimento em capital de giro, melhoram seu estoque, sua rentabilidade e seu desempenho operacional.

Na Indonésia, Setianto e Pratiwi (2019) estudaram a existência de excesso de capital de giro e seu impacto no risco e no desempenho das empresas, os resultados também indicam a existência de um nível ideal de capital de giro, além disso, foi constatado que um excesso de capital de giro pode levar a um menor risco e a um menor desempenho. Segundo Setianto e Pratiwi (2019) a gestão do capital de giro pode afetar significativamente tanto o risco quanto o desempenho da empresa.

Borges Júnior, Sarvas, Oliveira e Ribeiro (2017) analisaram a relação entre capital de giro e desempenho de empresas brasileiras, latino-americanas e norte-americanas no período pós-crise econômica compreendida entre os anos 2012 a 2015, os resultados apresentam a existência de uma relação negativa e estatisticamente significativa entre o capital de giro e o desempenho das empresas norte-americanas e brasileiras, indicando que quanto menor a disponibilidade de recursos para a gestão do capital de giro maior tende a ser o retorno sobre o ativo dessas empresas. Referente a essa relação em específico, os resultados para as empresas latino-americanas se mostraram inconclusivos.

No Brasil, Palombini e Nakamura (2012) examinaram os principais fatores da gestão do capital de giro, com o objetivo de contribuir para a compreensão das decisões financeiras de curto prazo e melhorar a tomada de decisões corporativas. Os resultados indicam que os fatores internos que afetam a gestão do capital de giro de empresas brasileiras são o tamanho da empresa, o nível de dívidas e a taxa de crescimento. Segundo Palombini e Nakamura (2012), o desempenho operacional das empresas no Brasil depende da gestão eficiente do capital de giro, em razão os elevados custos dos empréstimos de curto prazo e das dificuldades de se obter financiamento para as necessidades permanentes de capital de giro. Segundo Gill e Biger (2013), o CEO, juntamente com o conselho de administração, é responsável por formular as políticas relacionadas à gestão do capital de giro.

Considerando a importância da gestão eficiente do capital de giro para o risco e o desempenho das empresas, o CEO possui um papel de destaque ao liderar as decisões relacionadas ao capital de giro. A habilidade do CEO em tomar decisões estratégicas relacionadas ao capital de giro pode ter um impacto significativo na saúde financeira e no sucesso da organização. De acordo com Zariyawat et al. (2010), é importante que os CEOs considerem todos os fatores que afetam a administração do capital de giro. Segundo Burney et al. (2021), os gestores devem ter fortes incentivos para observar de perto as políticas de gestão de capital de giro e podem usar a gestão do capital de giro como uma ferramenta para destacar. De acordo com Kumpamool e Chancharat (2022), os gestores desempenham um papel essencial na gestão do capital de giro.

Como discutido anteriormente, o excesso de confiança do CEO pode influenciar seu comportamento e, conseqüentemente, suas decisões. Considerando que o excesso de confiança pode influenciar as decisões do CEO e sendo o CEO o principal responsável pelas decisões relacionadas ao capital de giro, faz-se necessário analisar a relação entre excesso de confiança do CEO e a gestão do capital de giro e como isso influencia o risco e o desempenho da empresa.

Na China, Zheng et al. (2022) analisaram essa relação, investigando como o excesso de confiança do CEO afeta a gestão do capital de giro em pequenas e médias empresas durante a crise da COVID-19, os resultados sugerem que ser um gestor excessivamente confiante não é um mau hábito para a gestão do capital de giro.

2.3 DESENVOLVIMENTO DAS HIPÓTESES

Com base nos resultados de Zheng et al. (2022), que analisaram o impacto do excesso de confiança na gestão do capital de giro em pequenas e médias empresas durante a pandemia de COVID-19 e concluíram que o excesso de confiança pode melhorar a eficiência da gestão do capital de giro e, nos achados de Chen et al. (2020), que identificaram uma relação positiva entre o excesso de confiança dos CEOs, o nível de liquidez e o valor do dinheiro, foi desenvolvida a primeira hipótese, que propõe:

H1: O excesso de confiança tem uma relação positiva com o capital de giro.

Os resultados de Baños-Caballero et al. (2014) indicaram que o desempenho da empresa tende a aumentar de acordo os investimentos em capital de giro, mas apenas até um certo ponto; após esse nível ideal, investimentos adicionais começam a comprometer o desempenho da empresa. De forma semelhante, Aktas (2015) também identificou a existência de um nível ótimo de investimento em capital de giro. Já Borges Júnior et al. (2017) observaram uma relação negativa entre o capital de giro e o desempenho das empresas dos Estados Unidos e do Brasil. Setianto e Pratiwi (2019) constataram que o excesso de capital de giro pode resultar em menor desempenho e menor risco. Além disso, Burney et al. (2021) discutem como as decisões de gestão do capital de giro têm implicações significativas sobre o desempenho e o risco e que a gestão mais conservadora do capital de giro tende a aumentar a liquidez e reduzir a exposição ao risco. Com base nesses resultados, a segunda hipótese foi formulada:

H2: O capital de giro tem relação negativa com desempenho e risco.

A terceira hipótese foi desenvolvida com base nas duas primeiras, que sugerem interações entre o excesso de confiança, o capital de giro, e sua influência no desempenho e risco. A primeira hipótese (H1) estabelece que o excesso de confiança do CEO pode levar a uma maior alocação de recursos no capital de giro, uma vez que CEOs excessivamente confiantes tendem a acreditar que suas decisões trarão benefícios significativos para a empresa, conforme sugerido por Zheng et al. (2022) e Chen et al. (2020).

Por outro lado, a segunda hipótese (H2) sugere que, embora o capital de giro possa inicialmente melhorar o desempenho da empresa, há um ponto de saturação em que investimentos adicionais começam a prejudicar tanto o desempenho quanto a gestão de risco, como mostrado por Baños-Caballero et al. (2014) e Borges Júnior et al. (2017). Isso sugere que a relação entre capital de giro, desempenho e risco pode variar dependendo do contexto específico da empresa.

A terceira hipótese (H3) surge da necessidade de considerar que a influência do capital de giro sobre o desempenho e o risco não é fixa, mas pode mudar de acordo com o perfil de confiança do CEO. CEOs com níveis diferentes de confiança podem adotar posturas distintas na gestão do capital de giro, o que, por sua vez, pode alterar o impacto que essa variável tem sobre o desempenho e o risco da empresa. CEOs excessivamente confiantes podem continuar a investir em capital de giro além do ponto ótimo, acreditando que sua gestão trará resultados positivos, enquanto CEOs mais cautelosos podem limitar os investimentos para evitar o aumento do risco. Dessa forma, a terceira hipótese propõe:

H3: O nível de confiança do CEO influencia a associação entre capital de giro com o desempenho e com o risco.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Esta seção destina-se a apresentação dos procedimentos metodológicos com base na questão de pesquisa e na revisão de literatura.

3.1 AMOSTRA

A população é formada por empresas de capital aberto, ativas e listadas na bolsa de valores brasileira (B3). Empresas de determinados setores foram excluídas da análise. As empresas do setor financeiro foram excluídas devido às suas características específicas, enquanto que as empresas do setor "Outros" também foram desconsideradas por carecerem de uma categorização precisa e não apresentarem dados referentes às receitas de vendas.

A composição da amostra considerou a disponibilidade de informações anuais no período de 2019 a 2023, observações com dados faltantes foram excluídas. A escolha do período em questão justifica-se pelo fato de que os dados necessários para o cálculo da variável “excesso de confiança”, disponibilizados pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), estão disponíveis apenas a partir de 2019. A amostra em todos os modelos resultou em 268 empresas com 1303 observações antes das exclusões de *outliers* de elevada gravidade.

Os dados necessários para medir a variável excesso de confiança foram obtidos no site da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), enquanto os dados referentes às demais variáveis foram coletados na plataforma Economatica.

Para organizar os dados e executar o modelo estatístico foi utilizado o software Stata®. Em todos os modelos os *outliers* de elevada gravidade foram removidos por meio do comando `iqr` no stata, que considera *outliers* valores que se encontram acima ou abaixo dos

pontos de corte, apurados conforme fórmulas (1): percentil 25 – [(percentil 75 – percentil 25) x 3] e (2): percentil 75 + [(percentil 75 – percentil 25) x 3]. Para melhorar a precisão e a relevância das análises, todas as variáveis coletadas pelo valor absoluto em moeda foram ajustadas pela inflação do período, usando o IPCA.

3.2 VARIÁVEIS

Baseada nos estudos de Malmendier e Tate (2005a, 2008), Bortuli (2017) desenvolveu uma fórmula para medir o excesso de confiança no contexto brasileiro. De acordo com Malmendier e Tate (2005a, 2008), CEOs excessivamente confiantes superestimam sua capacidade de gerar retornos e subestimam os riscos. Ao acreditarem que as ações de suas empresas estão subvalorizadas e que sua gestão pode elevar os valores das ações, adquirem ações da própria empresa, ignorando os riscos associados à falta de diversificação e sinalizando aos investidores perspectivas favoráveis. Malmendier e Tate (2005a, 2008) argumentam que a compra excessiva de ações por CEOs pode indicar a presença do viés excesso de confiança. Segundo Bortuli (2017) a lógica expressa no estudo de Malmendier e Tate (2005a, 2008) é bastante utilizada em trabalhos internacionais.

Bortuli (2017) desenvolveu uma forma de medir o excesso de confiança no contexto brasileiro, já que no Brasil os dados de compra e venda de ações dos CEOs não são divulgadas individualmente, sendo disponibilizada a informação conjuntamente com os demais diretores. No trabalho em questão, a variável "excesso de confiança" foi medida utilizando uma *proxy* baseada nas transações de compra e venda de ações pelos CEOs das empresas brasileiras. A *proxy* para excesso de confiança e otimismo foi então definida como a razão entre o total de ações compradas e o total de ações vendidas pelo CEO de uma empresa em um determinado ano. Dessa forma, um valor elevado dessa razão indicaria que o CEO acredita excessivamente no futuro desempenho da empresa e nas suas próprias capacidades, evidenciando o viés de excesso de confiança e otimismo.

Com base nos argumentos apresentados por Bortuli (2017), neste estudo a variável excesso de confiança foi medida da seguinte forma:

O nível confiança foi calculado pela da soma de compras à vista, compras a termo, subscrições e empréstimos tomados, menos a soma de vendas à vista, vendas a termo e empréstimos locados.

Quando o total das operações de compra excede o das operações de venda, a categoria atribuída é "excesso de confiança". Se o total das operações de compra é igual ao das

operações de venda, a categoria atribuída é "neutro". Por fim, quando o total das operações de compra é inferior ao das operações de venda, a categoria atribuída é "pessimismo". Sendo esta, portanto, uma variável categórica.

A variável capital de giro (CAPGIRO_AT) foi medida como o capital de giro dividido pelo ativo total multiplicado por 100, onde o capital de giro é igual ao ativo circulante menos o passivo circulante.

Também foi utilizada no modelo a variável necessidade de capital de giro (NCG_AT), calculada como a necessidade de capital de giro dividida pelo ativo multiplicado por 100, onde a necessidade de capital de giro é igual à diferença entre ativo cíclico e passivo cíclico (o ativo cíclico foi calculado como a soma de contas a receber de curto prazo, estoques, ativos biológicos de curto prazo, impostos a recuperar e despesas pagas antecipadamente, enquanto que o passivo cíclico corresponde à soma de obrigações sociais e trabalhistas, fornecedores, impostos a pagar, outras obrigações de curto prazo e provisões de curto prazo).

O giro do ativo (GIROAT) foi medido como a receita de vendas dividida pela média entre o ativo total do final do período e o ativo total do ano anterior, multiplicada por 100.

Para medir o desempenho foi utilizada a variável retorno do ativo (RETAT), medida como o ebit dividido pelo ativo médio, multiplicado por 100.

Para medir o risco, a variável utilizada foi a volatilidade das ações (VOLAT_AT), medida pelo desvio padrão dos períodos (dias) multiplicado pela raiz quadrada do número de períodos escolhidos.

As variáveis de controle foram endividamento a mercado, tangibilidade e ano.

O endividamento a mercado (ENDMERC) foi medido pelas dívidas onerosas dividido pela soma das dívidas onerosas com o valor de mercado do patrimônio líquido, multiplicado por 100.

Já a variável tangibilidade (TANGIV) foi calculada como a soma dos estoques com o imobilizado dividido pelo ativo, multiplicada por 100.

Foram criadas variáveis dummy para os anos de 2020, 2021, 2022 e 2023, que capturam efeitos fixos específicos desses anos. O ano de 2019 ficou fora dos modelos por ser o ano base.

Foram criadas variáveis de interação para verificar se há diferenças na relação entre “capital de giro e desempenho” e na relação entre “capital de giro e risco”, conforme o nível de confiança, proposta pela H3. Em síntese, cada uma dessas variáveis de interação busca

testar se o impacto do capital de giro sobre o desempenho e o sobre risco muda conforme o nível de confiança do CEO. Sendo elas:

- Capital de giro e excesso de confiança (CG_EXCONF), medida como o produto entre o capital de giro e o excesso de confiança, buscando capturar o efeito do capital de giro quando há excesso de confiança.
- Capital de giro e neutro (CG_NEUT), medida como o produto entre o capital de giro e o neutro, buscando capturar o efeito do capital de giro quando o comportamento dos agentes é neutro.
- Capital de giro e pessimismo (CG_PESSIM), medida como o produto entre o capital de giro e o pessimismo, buscando capturar o efeito do capital de giro quando há pessimismo.

Com base nos trabalhos analisados na revisão de literatura e as hipóteses delineadas as variáveis do estudo estão dispostas na Tabela 1.

Tabela 1: Variáveis do estudo

Variáveis (códigos)	Forma de mensuração	Autores
Excesso de confiança (EXCONF)	Variável categórica considerando o nível de confiança. $\text{confianca} = [(c_vista + c_termo + \text{subscr} + \text{empr_tom}) - (v_vista + v_termo + \text{empr_loc})]$ “Excesso de confiança” se $\text{confianca} > 0$ “Neutro” se $\text{confianca} = 0$ “Pessimismo” se $\text{confianca} < 0$	Baseado em Bortuli (2017)
Capital de giro (CAPGIRO_AT)	$\text{capgiro_at} = \text{capgiro}/\text{ativo} * 100$	Baseado em Burney et al. (2021)
Necessidade de capital de giro (NCG_AT)	$\text{nccg_at} = \text{nccg}/\text{ativo} * 100$	Baseado em Burney et al. (2021)
Giro do ativo (GIROAT)	$\text{giroat} = \text{recvenda}/((\text{ativo} + \text{l.ativo})/2) * 100$	Baseado em Oliveira et al. (2017)
Desempenho (RETAT)	$\text{retat} = \text{ebit}/((\text{ativo} + \text{l.ativo})/2) * 100$	Baseado em Aktas (2015)
Risco (VOLAT_AT)	$\text{volat_at} = \sqrt{(\text{sum}((S_i - S_m)^2) / n * PPA)}$	Baseado Barros e Silveira (2008)
Endividamento a mercado (ENDMERC)	$\text{endmerc} = \text{dívidas onerosas}/(\text{dívidas onerosas} + \text{vlr merc pl}) \times 100$	Baseado em Lunardi et al. (2021)
Tangibilidade (TANGIV)	$\text{tangiv} = (\text{estoq} + \text{imob})/\text{ativo} * 100$	Baseado Barros e Silveira (2008)
Ano	Variáveis dummy para os anos	Barros e Silveira (2008)
Capital de giro e excesso de confiança (CG_EXCONF)	$\text{cg_exconf} = \text{capgiro_at} * \text{exconf}$	Proposta nesse trabalho
Capital de giro e neutro (CG_NEUT)	$\text{cg_neut} = \text{capgiro_at} * \text{neutro}$	Proposta nesse trabalho
Capital de giro e pessimismo (CG_PESSIM)	$\text{cg_pessim} = \text{capgiro_at} * \text{pessim}$	Proposta nesse trabalho

Fonte: Elaborado pelo autor.

3.3 MODELO ESTATÍSTICO

No que diz respeito à estruturação do modelo para o estudo, foi empregada, em todos os casos, uma regressão com dados em painel, caracterizado por ser um painel desbalanceado e curto. Em todas as situações analisadas, o modelo de efeito fixo se mostrou o mais adequado após a aplicação do teste de Hausman. Todos os modelos apresentaram problemas de autocorrelação (comando `xtserial` do `stata`) e heteroscedasticidade (comando `xttest3` do `stata`) e, para corrigir esses problemas, todos os modelos foram clusterizados pelo do comando `vce(cluster bov)` do `stata` (Fávero, Belfiore, Takamatsu & Suzart, 2014).

A seguir, são apresentadas as equações com melhor ajuste correspondentes a cada hipótese.

Primeira hipótese:

H1: O excesso de confiança tem uma relação positiva com o capital de giro.

Equação 1:

$$CAPGIRO_AT_{i,t} = \beta_1 ENDMERC_{i,t} + \beta_2 TANGIV_{i,t} + \beta_3 NCG_AT_{i,t} + \beta_4 EXCONF_{i,t} + \beta_5 PESSIM_{i,t} + \beta_6 ano + \alpha_i + \varepsilon_{i,t}$$

Em que:

$CAPGIRO_AT_{i,t}$: Capital de giro sobre ativos totais da empresa i no tempo t .

$ENDMERC_{i,t}$: Endividamento a mercado da empresa i no tempo t .

$TANGIV_{i,t}$: Tangibilidade da empresa i no tempo t .

$NCG_AT_{i,t}$: Necessidade de capital de giro sobre ativos totais da empresa i no tempo t .

$EXCONF_{i,t}$: Variável indicando o excesso de confiança da empresa i no tempo t .

$PESSIM_{i,t}$: Variável indicando pessimismo da empresa i no tempo t .

ano : Variáveis dummy para os anos de 2020, 2021, 2022 e 2023, que capturam efeitos fixos específicos desses anos. O ano de 2019 está fora do modelo por ser o ano base.

α_i : Efeito fixo específico da empresa i , que controla por características não observadas que são constantes no tempo.

$\varepsilon_{i,t}$: Termo de erro, que captura variações não explicadas pelo modelo.

Segunda hipótese:

H2: O capital de giro tem relação negativa com desempenho e risco.

Para testar essa hipótese, foram criadas duas equações (2a e 2b): a primeira analisa se o capital de giro tem relação negativa com o desempenho, enquanto a segunda analisa se o capital de giro tem uma relação negativa com o risco.

Equação 2a:

$$RETAT_{i,t} = \beta_1 CAPGIRO_AT_{i,t} + \beta_2 ENDMERC_{i,t} + \beta_3 GIROAT_{i,t} + \beta_4 ano + \alpha_i + \varepsilon_{i,t}$$

Em que:

$RETAT_{i,t}$: Retorno sobre ativos totais da empresa i no tempo t.

$CAPGIRO_AT_{i,t}$: Capital de giro sobre ativos totais da empresa i no tempo t.

$ENDMERC_{i,t}$: Endividamento a mercado da empresa i no tempo t.

$GIROAT_{i,t}$: Giro do ativo da empresa i no tempo t.

ano : Variáveis dummy para os anos de 2020, 2021, 2022 e 2023, que capturam efeitos fixos específicos desses anos. O ano de 2019 está fora do modelo por ser o ano base.

α_i : Efeito fixo específico da empresa i, que controla por características não observadas que são constantes no tempo.

$\varepsilon_{i,t}$: Termo de erro, que captura variações não explicadas pelo modelo.

Equação 2b:

$$VOLAT_AT_{i,t} = \beta_1 CAPGIRO_AT_{i,t} + \beta_2 ENDMERC_{i,t} + \beta_3 TANGIV_{i,t} + \beta_4 ano + \alpha_i + \varepsilon_{i,t}$$

Em que:

$VOLAT_AT_{i,t}$: Volatilidade das ações da empresa i no tempo t.

$CAPGIRO_AT_{i,t}$: Capital de giro sobre ativos totais da empresa i no tempo t.

$ENDMERC_{i,t}$: Endividamento a mercado da empresa i no tempo t.

$TANGIV_{i,t}$: Tangibilidade da empresa i no tempo t.

ano : Variáveis dummy para os anos de 2020, 2021, 2022 e 2023, que capturam efeitos fixos específicos desses anos. O ano de 2019 está fora do modelo por ser o ano base.

α_i : Efeito fixo específico da empresa i, que controla por características não observadas que são constantes no tempo.

$\varepsilon_{i,t}$: Termo de erro, que captura variações não explicadas pelo modelo.

Terceira hipótese:

H3: O nível de confiança do CEO influencia a associação entre capital de giro com o desempenho e com o risco.

Para testar a terceira hipótese, também foram criadas duas equações (3a e 3b): a primeira analisa se o nível de confiança do CEO influencia a relação entre o capital de giro e o desempenho; enquanto a segunda analisa se o nível de confiança do CEO influencia a relação entre o capital de giro e o risco.

Equação 3a:

$$RETAT_{i,t} = \beta_1 CG_EXCONF_{i,t} + \beta_2 CG_NEUT_{i,t} + \beta_3 CG_PESSIM_{i,t} + \beta_4 ENDMERC_{i,t} + \beta_5 GIROAT_{i,t} + \beta_6 ano + \alpha_i + \varepsilon_{i,t}$$

Em que:

$RETAT_{i,t}$: Retorno sobre ativos totais da empresa i no tempo t.

$CG_EXCONF_{i,t}$: variável de interação entre capital de giro e excesso de confiança da empresa i no tempo t.

$CG_NEUT_{i,t}$: variável de interação entre capital de giro e neutro da empresa i no tempo t.

$CG_PESSIM_{i,t}$: variável de interação entre capital de giro e pessimismo da empresa i no tempo t.

$CAPGIRO_AT_{i,t}$: Capital de giro sobre ativos totais da empresa i no tempo t.

$ENDMERC_{i,t}$: Endividamento a mercado da empresa i no tempo t.

$GIROAT_{i,t}$: Giro do ativo da empresa i no tempo t.

ano : Variáveis dummy para os anos de 2020, 2021, 2022 e 2023, que capturam efeitos fixos específicos desses anos. O ano de 2019 está fora do modelo por ser o ano base.

α_i : Efeito fixo específico da empresa i, que controla por características não observadas que são constantes no tempo.

$\varepsilon_{i,t}$: Termo de erro, que captura variações não explicadas pelo modelo.

Equação 3b:

$$VOLAT_AT_{i,t} = \beta_1 CG_EXCONF_{i,t} + \beta_2 CG_NEUT_{i,t} + \beta_3 CG_PESSIM_{i,t} + \beta_4 ENDMERC_{i,t} + \beta_5 GIROAT_{i,t} + \beta_6 TANGIV_{i,t} + \beta_7 ano + \alpha_i + \varepsilon_{i,t}$$

Em que:

$VOLAT_AT_{i,t}$: Volatilidade das ações da empresa i no tempo t.

$CG_EXCONF_{i,t}$: variável de interação entre capital de giro e excesso de confiança da empresa i no tempo t.

$CG_NEUT_{i,t}$: variável de interação entre capital de giro e neutro da empresa i no tempo t.

$CG_PESSIM_{i,t}$: variável de interação entre capital de giro e pessimismo da empresa i no tempo t.

$ENDMERC_{i,t}$: Endividamento a mercado da empresa i no tempo t.

$GIROAT_{i,t}$: Giro do ativo da empresa i no tempo t.

$TANGIV_{i,t}$: Tangibilidade da empresa i no tempo t.

ano: Variáveis dummy para os anos de 2020, 2021, 2022 e 2023, que capturam efeitos fixos específicos desses anos. O ano de 2019 está fora do modelo por ser o ano base.

α_i : Efeito fixo específico da empresa *i*, que controla por características não observadas que são constantes no tempo.

$\varepsilon_{i,t}$: Termo de erro, que captura variações não explicadas pelo modelo.

Para obter a equação de melhor ajuste, antes de cada modelo, foram geradas matrizes de correlação. Além disso, a cada modelo rodado, com a inclusão de variáveis explicativas (principais e de controle), foram observadas estatísticas de ajuste, como estatística F, estatística R² e a significância de cada variável.

4 ANÁLISE E DISCUSSÃO DE RESULTADOS

Com o objetivo de analisar de que forma se dá a relação entre excesso de confiança do CEO e as decisões relacionadas ao capital de giro e se essa relação afeta o desempenho e o risco de empresas de capital aberto no Brasil, esta seção é dedicada à análise e discussão dos resultados obtidos. Inicialmente, apresentam-se as estatísticas descritivas. Em seguida, são apresentados os resultados dos modelos de regressão utilizados para testar cada uma das hipóteses propostas. Por fim, os resultados obtidos são analisados.

4.1 ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS

Esta subseção apresenta e analisa algumas estatísticas descritivas.

A Tabela 2 apresenta os valores das medianas e o número de observações da variável capital de giro (*capgiro_at*) por nível de confiança do CEO, onde: 0 indica pessimismo, 1 indica neutralidade e 2 indica excesso de confiança.

Tabela 2: Medianas e número de observações do capital de giro por nível de confiança

Nível de confiança	p50	Nº de observações
0 (pessimismo)	16,03	326
1 (neutro)	9,93	700
2 (excesso de confiança)	18,61	265
Total	13,12	1291

Fonte: Elaborado pelo autor.

A maioria das observações está no grupo neutro (700), seguido pelo grupo pessimista (326). O grupo com excesso de confiança tem o menor número de observações (265).

A mediana do capital de giro é maior tanto no grupo de excesso de confiança quanto no grupo pessimista, em comparação com o grupo neutro. Isso pode indicar duas possíveis interpretações: CEOs excessivamente confiantes podem manter níveis mais altos de capital de giro com o objetivo de garantir que a empresa tenha maior segurança financeira e a

capacidade de honrar seus compromissos em dia. Nesse cenário, o capital de giro elevado é visto como uma proteção, como algo positivo. Por outro lado, o aumento do capital de giro no grupo pessimista pode ser visto sob uma ótica negativa, sugerindo que os CEOs pessimistas acumulam capital de giro em excesso como uma resposta a uma visão mais conservadora e de maior aversão ao risco. Esse acúmulo pode ser interpretado como ineficiência em termos de desempenho, uma vez que estes recursos poderiam ser utilizados para melhorar a rentabilidade da empresa.

Dependendo da forma como os resultados da Tabela 2 são interpretados, as conclusões podem variar, tornando os resultados inconclusivos. Isso sugere que os dados permitem diferentes interpretações ou que há ambiguidade, o que impede uma conclusão definitiva. Esse fato destaca a necessidade de uma análise mais detalhada ou a inclusão de variáveis adicionais para esclarecer as relações identificadas.

A Tabela 3 apresenta os valores das medianas e o número de observações da variável capital de giro (*capgiro_at*), da variável desempenho (*retat*) e da variável risco (*volat_at*) por diferentes níveis de governança corporativa.

Tabela 3: Medianas e número de observações do capital de giro, do desempenho e do risco por níveis governança corporativa.

Nível de governança corporativa	Capital de giro		Desempenho		Risco	
	p50	obs	p50	obs	p50	obs
BDR nível 3	18,02	5	12,49	5	38,73	3
Balcão Organizado	2,60	10	9,40	10	-	0
Bovespa Mais	10,06	41	5,99	41	57,03	5
Bovespa Mais Nível 2	24,37	8	11,75	7	-	0
Novo Mercado	15,53	797	6,50	776	47,32	662
Nível 1	16,82	75	9,48	75	41,20	75
Nível 2	4,33	70	9,13	70	40,29	62
Tradicional	6,40	285	8,31	280	46,20	125
Total	13,12	1291	7,20	1264	46,38	932

Fonte: Elaborado pelo autor.

Como o número de observações de alguns grupos é baixo, o que pode limitar a capacidade de generalização dos resultados, a análise da Tabela 3 se concentrará apenas em dois níveis: o Novo Mercado e o Tradicional.

Em relação ao capital de giro, as empresas do Novo Mercado apresentam uma mediana mais alta (15,53), indicando uma gestão financeira que pode estar mais focada na liquidez. Já no nível Tradicional, a mediana (6,40) é mais baixa em comparação ao Novo Mercado.

Estão claras, nesses resultados, particularidades de setores da economia que levam as empresas a aderirem ao Novo Mercado, o nível mais elevado de governança corporativa da B3, ou a permanecerem no nível Tradicional, atendendo apenas ao que prega a Lei das S.A.

Assim, tais particularidades (normalmente, setores mais arriscados, com elevada concorrência e fluxos irregulares de caixa, que forçam as empresas a manterem mais recursos na forma de caixa mínimo, estoques e duplicatas a receber) se refletem em níveis mais elevados de capital de giro para empresas inseridas no Novo Mercado e em níveis mais baixos (em empresas menos arriscadas e com fluxo de caixa constante) para aquelas inseridas no nível Tradicional.

As empresas no Novo Mercado apresentam uma mediana de desempenho (6,50) mais baixa em comparação com o capital de giro. Isso pode sugerir que, apesar de manter um capital de giro razoável, ainda há espaço para melhorias na eficiência em gerar retornos.

A mediana do desempenho das empresas no nível Tradicional é de 8,31, embora esse valor seja superior ao desempenho observado no Novo Mercado, ainda assim não é muito alto. Isso pode indicar que, apesar de uma gestão menos conservadora do capital de giro, as empresas no nível Tradicional não estão maximizando seus retornos.

Em relação ao risco, a mediana do Novo Mercado é de 47,32, isso pode indicar que, apesar de contar geralmente com um bom volume de capital de giro, as empresas nesse nível estão expostas a um risco considerável.

O risco para empresas no nível Tradicional apresenta uma mediana de 46,20, esse valor é próximo ao risco observado no Novo Mercado e pode indicar que essas empresas, por manterem uma abordagem menos conservadora em relação ao capital de giro, estão expostas a um nível mais alto de risco.

No geral, os resultados indicam que empresas no Novo Mercado tendem a manter um bom volume de capital de giro, no entanto, enfrentam desafios em termos de desempenho e risco. As empresas no nível Tradicional, por apresentarem uma gestão menos conservadora do capital de giro, implicam maiores incertezas. No entanto, a mediana relativamente baixa de desempenho pode indicar que essas empresas podem estar perdendo oportunidades de crescimento. A exposição ao risco é semelhante ao que se observa no Novo Mercado, sugerindo que, apesar do cuidado em suas práticas de gestão financeira, as empresas no nível Tradicional precisam de estratégias mais robustas para melhorar seu desempenho e reduzir riscos associados a condições de mercado.

A Tabela 4 apresenta os valores das medianas e o número de observações da variável capital de giro (*capgiro_at*), da variável desempenho (*retat*) e da variável risco (*volat_at*) por ano (2019-2023).

Tabela 4: Medianas e número de observações do capital de giro, do desempenho e do risco por ano.

Ano	Capital de giro		Desempenho		Risco	
	p50	obs	p50	obs	p50	obs
2019	10,62	249	6,92	240	35,53	146

2020	13,95	253	6,93	249	68,22	157
2021	16,62	262	8,53	253	43,80	191
2022	12,75	264	6,98	260	47,99	220
2023	12,35	263	6,88	262	42,91	218
Total	13,12	1291	7,20	1264	46,38	932

Fonte: Elaborado pelo autor.

A mediana do capital de giro (10,62) em 2019 foi a mais baixa entre os anos analisados. Em 2020, durante a pandemia de COVID-19, o capital de giro aumentou (13,95). Esse aumento pode ser uma reação das empresas à crise, possivelmente buscando manter maior liquidez e recursos disponíveis para enfrentar incertezas.

Em 2021 (16,62), a mediana do capital de giro continuou subindo, isso pode refletir uma cautela adicional, com empresas acumulando mais recursos financeiros para sustentar operações e gerenciar a instabilidade pós-pandemia.

Após o pico em 2021, o capital de giro começou a se estabilizar em 2022 (12,75) e 2023 (12,35), embora esses valores ainda sejam superiores aos observados antes da pandemia. Isso sugere que as empresas podem ter mantido níveis mais elevados de capital de giro em resposta a um ambiente econômico mais volátil.

Em 2019 a mediana do desempenho foi de 6,92, já em 2020, apesar da pandemia, o desempenho se manteve praticamente igual, com uma mediana de 6,93. As empresas parecem ter mantido um desempenho estável apesar das dificuldades econômicas.

No ano de 2021 o desempenho melhorou (8,53). Isso pode refletir uma recuperação econômica, à medida que as empresas adaptaram suas estratégias e aproveitaram oportunidades pós-pandemia.

Em 2022 e 2023, o desempenho caiu novamente para níveis semelhantes a 2019 e 2020, com medianas de 6,98 e 6,88, respectivamente. Isso sugere que a recuperação de 2021 pode ter sido temporária e que os desafios econômicos persistiram nos anos seguintes.

A mediana do risco foi de 35,53 em 2019. Em 2020, o risco aumentou (68,22), refletindo o impacto da pandemia e a volatilidade extrema no mercado durante esse período. As empresas enfrentaram incertezas, o que se refletiu em maior risco.

Em 2021, o risco caiu para 43,80, indicando uma redução da volatilidade em relação ao auge da pandemia, mas ainda em níveis elevados em comparação com 2019.

O risco se estabilizou em níveis intermediários, com medianas de 47,99 e 42,91, respectivamente, em 2022 e 2023. Esses valores podem indicar que, embora a volatilidade tenha diminuído desde 2020, o ambiente econômico ainda apresentava incertezas.

No geral, o capital de giro aumentou em 2020 e 2021, provavelmente como uma resposta à pandemia e à instabilidade econômica. Após o pico em 2021, houve uma estabilização em 2022 e 2023, sugerindo que as empresas continuaram a adotar uma abordagem mais cautelosa para gerenciar sua liquidez. O desempenho das empresas foi estável de 2019 a 2020, mas melhorou em 2021, possivelmente como resultado da recuperação econômica pós-pandemia. No entanto, a queda em 2022 e 2023 sugere que a recuperação foi temporária e os desafios econômicos persistiram. O risco aumentou em 2020, refletindo a volatilidade gerada pela pandemia. Embora tenha diminuído em 2021, o risco permaneceu em níveis mais elevados nos anos seguintes, indicando que a economia ainda estava sujeita a incertezas.

Esses resultados reforçam a importância de compreender como crises econômicas (como a pandemia) afetam diretamente a gestão do capital de giro, o desempenho e o risco das empresas ao longo do tempo.

A Tabela 5 apresenta os valores das medianas e o número de observações da variável capital de giro (*capgiro_at*), da variável desempenho (*retat*) e da variável risco (*volat_at*) por setores da Bovespa.

Tabela 5: Medianas e número de observações do capital de giro, do desempenho e do risco por setores.

Setores Bovespa	Capital de giro		Desempenho		Risco	
	p50	obs	p50	obs	p50	obs
Bens industriais	14,70	222	7,94	220	48,28	179
Comunicações	2,77	33	6,58	32	47,67	23
Consumo cíclico	18,62	372	4,40	367	52,06	273
Consumo não cíclico	10,66	115	8,35	111	40,14	88
Materiais básicos	18,71	115	11,61	114	41,52	81
Petróleo, gás e biocombustíveis	11,26	55	7,05	55	47,62	47
Saúde	16,80	110	6,92	107	41,39	76
Tecnologia da informação	32,26	78	5,71	73	62,05	48
Utilidade pública	5,79	191	9,65	185	32,33	117
Total	13,12	1291	7,20	1264	46,38	932

Fonte: Elaborado pelo autor.

Setores como tecnologia da informação, consumo cíclico e materiais básicos exigem maior capital de giro, possivelmente devido a maiores investimentos em inovação, estoques e volatilidade da demanda. Por outro lado, setores como comunicações e utilidade pública têm menor necessidade de capital de giro, o que pode refletir maior eficiência na gestão de liquidez e receitas previsíveis.

O desempenho varia consideravelmente entre os setores. Setores como consumo cíclico e tecnologia da informação enfrentam maiores desafios para manter resultados consistentes, o que pode ser devido à instabilidade econômica e à necessidade de altos investimentos.

O risco é mais elevado em setores que enfrentam maior volatilidade, como tecnologia da informação e consumo cíclico. Setores mais estáveis, como utilidade pública, apresentam riscos mais baixos, devido à previsibilidade das receitas e à natureza menos volátil dos serviços oferecidos. Isso indica que setores mais expostos a mudanças tecnológicas e econômicas tendem a ter maiores níveis de volatilidade, enquanto setores de serviços essenciais e bens básicos oferecem uma maior estabilidade.

Sendo assim, pode-se observar que cada setor da Bovespa tem dinâmicas próprias de capital de giro, desempenho e risco, que podem ser influenciadas por fatores econômicos e estruturais específicos. A compreensão dessas características é necessária para decisões de gestão e investimento em cada setor.

A Tabela 6 apresenta a matriz de correlação de Spearman para Equação 1.

Tabela 6: Matriz de correlação de Spearman (Equação 1)

	capgiro_at	endmerc	tangiv	ncg_at	exconf	pessim
capgiro_at	1,00					
endmerc	-0,38	1,00				
tangiv	0,07	0,04	1,00			
ncg_at	0,69	-0,11	0,21	1,00		
exconf	0,10	0,01	0,07	0,10	1,00	
pessim	0,07	-0,11	0,04	0,01	-0,35	1,00

Fonte: Elaborado pelo autor.

O capital de giro (capgiro_at) está fortemente correlacionado com a necessidade de capital de giro (ncg_at), indicando que o capital de giro e a necessidade de capital de giro andam juntos, como esperado.

O endividamento de mercado (endmerc) tem uma relação inversa com o capital de giro (capgiro_at), sugerindo que empresas que dependem mais do financiamento externo tendem a manter menos capital de giro.

O excesso de confiança (exconf) e o pessimismo (pessim) têm uma relação negativa entre si, o que confirma a natureza oposta dessas variáveis.

A tangibilidade (tangiv) está levemente correlacionada com a necessidade de capital de giro e o endividamento.

A Tabela 7 apresenta a matriz de correlação de Spearman para Equação 2a.

Tabela 7: Matriz de correlação de Spearman (Equação 2a)

	retat	capgiro_at	endmerc	giroat
Retat	1,00			
capgiro_at	0,15	1,00		
Endmerc	-0,26	-0,38	1,00	
Giroat	0,36	0,17	-0,13	1,00

Fonte: Elaborado pelo autor.

O giro do ativo (giroat) está positivamente relacionado ao desempenho (retat), indicando que empresas que conseguem utilizar seus ativos de maneira mais eficiente também obtêm maiores retornos.

O endividamento a mercado (endmerc) apresenta relações negativas tanto com o desempenho (retat) quanto com o capital de giro (capgiro_at). Isso sugere que empresas com maior dependência de financiamento externo podem enfrentar desafios tanto em termos de rentabilidade quanto de liquidez.

O capital de giro (capgiro_at) tem uma relação positiva, embora fraca, com o desempenho (retat), sugerindo que manter capital de giro suficiente pode contribuir para a capacidade da empresa de gerar retornos.

O desempenho (retat) tem correlação positiva com o giro do ativo (giroat) e negativa com o endividamento a mercado (endmerc), reforçando a ideia de que empresas que operam de maneira eficiente e com menor dívida tendem a ser mais rentáveis.

A Tabela 8 apresenta a matriz de correlação de Spearman para Equação 2b.

Tabela 8: Matriz de correlação de Spearman (Equação 2b)

	volat_at	capgiro_at	endmerc	tangiv
volat_at	1,00			
capgiro_at	-0,04	1,00		
Endmerc	0,20	-0,33	1,00	
Tangiv	-0,06	0,08	0,05	1,00

Fonte: Elaborado pelo autor.

A relação entre o capital de giro (capgiro_at) e o risco (volat_at) é negativa, mas muito fraca. Isso pode indicar que, na amostra analisada, a variação no capital de giro praticamente não impacta a volatilidade dos ativos.

O risco (volat_at) tem uma relação positiva com o endividamento a mercado (endmerc), sugerindo que empresas mais voláteis podem depender mais de financiamento externo. Isso pode indicar uma maior necessidade de recursos financeiros para lidar com a instabilidade.

A relação entre o capital de giro (capgiro_at) e endividamento a mercado (endmerc) é negativa, o que pode indicar que as empresas que mantêm mais capital de giro tendem a se endividar menos no mercado. A tangibilidade (tangiv) tem pouca influência sobre as outras variáveis.

A Tabela 9 apresenta a matriz de correlação de Spearman para Equação 3a.

Tabela 9: Matriz de correlação de Spearman (Equação 3a)

	retat	cg_exconf	cg_neut	cg_pessim	endmerc	giroat
retat	1,00					
cg_exconf	0,02	1,00				
cg_neut	0,15	-0,18	1,00			

cg_pessim	0,07	-0,18	-0,20	1,00		
endmerc	-0,26	-0,04	-0,23	-0,15	1,00	
giroat	0,36	0,05	0,12	0,02	-0,13	1,00

Fonte: Elaborado pelo autor.

A correlação entre desempenho (retat) e giro do ativo (giroat) é a mais forte entre as variáveis, indicando que a eficiência na utilização dos ativos pode estar associada à rentabilidade das empresas.

O endividamento a mercado (endmerc) apresenta uma correlação negativa com o desempenho (retat).

O Capital de giro e neutro (cg_neut), variável que busca capturar o efeito do capital de giro quando o comportamento dos agentes é neutro, parece estar associado a um leve aumento no desempenho (retat), enquanto o capital de giro e excesso de confiança (cg_exconf), variável que busca capturar o efeito do capital de giro quando o comportamento dos agentes apresenta excesso de confiança, apresenta pouca influência sobre o desempenho, assim como a variável capital de giro e pessimismo (cg_pessim).

A Tabela 10 apresenta a matriz de correlação de Spearman para Equação 3b.

Tabela 10: Matriz de correlação de Spearman (Equação 3b)

	volat_at	cg_exconf	cg_neut	cg_pessim	endmerc	giroat	tangiv
volat_at	1,00						
cg_exconf	0,03	1,00					
cg_neut	-0,12	-0,19	1,00				
cg_pessim	-0,08	-0,22	-0,22	1,00			
endmerc	0,20	-0,03	-0,16	-0,16	1,00		
giroat	-0,13	0,08	0,09	0,03	-0,16	1,00	
tangiv	-0,06	0,08	0,05	-0,01	0,05	0,23	1,00

Fonte: Elaborado pelo autor.

A matriz de correlação da equação 3b mostra que o risco (vola_at) pode estar relacionado positivamente ao endividamento a mercado (endmerc), indicando que as empresas mais endividadas enfrentam maior risco. A correlação mais alta se deu entre tangibilidade (tangiv) e giro do ativo (giroat).

As variáveis que relacionam capital de giro com diferentes níveis de confiança (cg_exconf, cg_neut e cg_pessim) se relacionam com o risco (volat_at) da seguinte forma: há uma correlação positiva, embora fraca, entre o capital de giro e o risco em situações de excesso de confiança, enquanto a correlação é negativa para níveis neutros ou pessimistas. Isso pode indicar que empresas com gestores mais neutros ou pessimistas tendem a apresentar menor volatilidade, possivelmente devido a uma gestão de risco mais conservadora.

4.2 RESULTADOS DOS MODELOS DE REGRESSÃO

A Tabela 11 apresenta os resultados da regressão da primeira hipótese.

H1: O excesso de confiança tem uma relação positiva com o capital de giro.

Tabela 11: Resultado da regressão da equação 1 (variável dependente: capital de giro)

Variável	Coef	t	P> t
Endividamento a mercado	-0,124	-3,56	0,007
Tangibilidade	-0,443	-4,37	0,002
Necessidade de capital de giro	0,843	18,23	0,000
Excesso de confiança	1,248	2,27	0,053
Pessimismo	0,359	0,48	0,641
2020	2,796	3,74	0,006
2021	1,280	1,38	0,204
2022	0,047	0,05	0,960
2023	-0,928	-0,94	0,374
Constante	28,883	7,45	0,000

Testes de especificação do modelo

Número de observações	1075
Número de grupos	243
R ² (dentro dos grupos)	0,429
R ² (entre-grupos)	0,453
R ² (total)	0,439
Prob > F	-
Rho	0,814

Fonte: Elaborado pelo autor.

A relação entre excesso de confiança e capital de giro é positiva e estatisticamente significativa em um nível de 5%. Esse resultado sugere que um maior nível de excesso de confiança está associado a um aumento no capital de giro, confirmando a primeira hipótese.

O pessimismo não apresentou relação significativa com o capital de giro.

Variáveis como endividamento a mercado (relação negativa com coeficiente -0,124) e tangibilidade (relação negativa com coeficiente -0,443) apresentaram coeficientes estatisticamente significativos, indicando que maiores níveis dessas variáveis podem reduzir o capital de giro.

A variável necessidade de capital de giro apresentou relação positiva (coeficiente 0,843) e estatisticamente significativa.

A variável ano de 2020 mostra um coeficiente positivo e significativo, indicando que, nesse ano, o contexto apresentou influência no capital de giro. Os coeficientes para os anos de 2021 a 2023 não são estatisticamente significativos.

O valor de R² (dentro dos grupos) indica que aproximadamente 43% da variação do capital de giro dentro das empresas pode ser explicado pelas variáveis do modelo. Já o R² (total), indica que o modelo explica 43,9% da variação total do capital de giro.

O valor de rho indica que 81,4% da variação residual pode ser atribuída às diferenças entre as empresas (efeito não observado entre os grupos), o que reforça a importância de controlar os efeitos fixos.

Para testar a segunda hipótese, foram criadas duas equações (2a e 2b). A equação 2a analisa se o capital de giro tem relação negativa com o desempenho, enquanto a equação 2b analisa se o capital de giro tem uma relação negativa com o risco. A Tabela 12 apresenta os resultados da regressão da equação 2a.

Tabela 12: Resultado da regressão da equação 2a (variável dependente: desempenho)

Variável	Coef	t	P> t
Capital de giro	0,007	0,47	0,648
Endividamento a mercado	-0,079	-5,02	0,001
Giro do ativo	0,203	8,18	0,000
2020	1,399	1,80	0,109
2021	2,847	3,09	0,015
2022	2,416	3,43	0,009
2023	2,005	3,22	0,012
Constante	-4,970	-2,32	0,049

Testes de especificação do modelo

Número de observações	1031
Número de grupos	241
R ² (dentro dos grupos)	0,362
R ² (entre-grupos)	0,080
R ² (total)	0,131
Prob > F	0,000
Rho	0,823

Fonte: Elaborado pelo autor.

Os resultados da segunda hipótese que analisa uma relação negativa entre o capital de giro e desempenho não apresentaram significância estatística, o coeficiente é positivo e não significativo, não permitindo análise sobre o resultado.

A Tabela 13 apresenta os resultados da regressão da equação 2b.

Tabela 13: Resultado da regressão da equação 2b (variável dependente: risco)

Variável	Coef	t	P> t
Capital de giro	-0,184	-2,24	0,055
Endividamento a mercado	0,179	4,96	0,001
Tangibilidade	-0,026	-0,46	0,660
2020	29,018	10,88	0,000
2021	5,628	5,18	0,001
2022	5,983	2,91	0,020
2023	3,231	1,16	0,280
Constante	38,985	12,15	0,000

Testes de especificação do modelo

Número de observações	895
Número de grupos	223
R ² (dentro dos grupos)	0,512
R ² (entre-grupos)	0,050
R ² (total)	0,230
Prob > F	0,000

Rho 0,672

Fonte: Elaborado pelo autor.

O resultado sobre a relação entre o capital de giro e risco é negativo e estatisticamente significativo em um nível de 10%, confirmando essa parte da segunda hipótese. Isso significa que, conforme o capital de giro aumenta, o risco tende a diminuir.

O endividamento a mercado tem coeficiente positivo e significativo. Já a tangibilidade não possui coeficiente significativo.

Os anos de 2020, 2021 e 2022 apresentaram resultado positivo e significativo, indicando que o contexto influenciou o risco nesses períodos, apresentando-se maiores do que o ano base 2019. Observa-se que o coeficiente em 2020, superior aos demais anos, pode ser explicado pelos efeitos da pandemia de COVID-19. O ano de 2023 não apresentou coeficiente significativo.

O R^2 (dentro dos grupos) indica que 51,2% da variação no risco dentro das empresas ao longo do tempo é explicada pelas variáveis incluídas no modelo.

O R^2 (total) indica que o modelo explica 23% da variação total no risco, sugerindo que existem outros fatores não incluídos no modelo que também podem afetar o risco.

O valor de rho indica que 67,2% da variação residual são atribuídas às diferenças não observadas entre as empresas, justificando o uso do modelo de efeitos fixos.

Sendo assim, a segunda hipótese é parcialmente suportada, sendo constatada uma relação negativa entre o capital de giro e o risco, conforme esperado pela hipótese, mas a relação entre o capital de giro e desempenho não é estatisticamente significativa.

Para testar a terceira hipótese, também foram criadas duas equações (3a e 3b): a primeira analisa se o nível de confiança do CEO influencia a relação entre o capital de giro e o desempenho; enquanto a segunda analisa se o nível de confiança do CEO influencia a relação entre o capital de giro e o risco. A Tabela 14 apresenta os resultados da regressão da equação 3a.

Tabela 14: Resultado da regressão da equação 3a (variável dependente: desempenho)

Variável	Coef	t	P> t
Capital de giro e excesso de confiança	0,005	0,23	0,822
Capital de giro e neutro	-0,011	0,85	0,421
Capital de giro e pessimismo	-0,002	-0,08	0,939
Endividamento a mercado	-0,079	-5,00	0,001
Giro do ativo	0,203	8,16	0,000
2020	1,392	1,76	0,116
2021	2,832	2,98	0,018
2022	2,400	3,35	0,010
2023	1,988	3,18	0,013
Constante	-4,915	-2,22	0,057

Testes de especificação do modelo	
Número de observações	1031
Número de grupos	241
R ² (dentro dos grupos)	0,363
R ² (entre-grupos)	0,081
R ² (total)	0,131
Prob > F	-
Rho	0,822

Fonte: Elaborado pelo autor.

Com base nos resultados, não há evidência estatisticamente significativa para nenhum dos níveis de confiança do CEO. As variáveis que capturam as diferentes interações entre capital de giro e confiança não apresentaram coeficientes significativos.

A Tabela 15 apresenta os resultados da regressão da equação 3b.

Tabela 15: Resultado da regressão da equação 3b (variável dependente: risco)

Variável	Coef	t	P> t
Capital de giro e excesso de confiança	-0,097	-1,17	0,274
Capital de giro e neutro	-0,198	-1,87	0,098
Capital de giro e pessimismo	-0,170	-2,98	0,018
Endividamento a mercado	-0,160	3,41	0,009
Giro do ativo	-0,065	-1,21	0,262
Tangibilidade	-0,002	-0,04	0,973
2020	28,549	11,79	0,000
2021	5,693	5,32	0,001
2022	6,406	2,67	0,028
2023	3,480	1,17	0,274
Constante	42,474	8,66	0,000

Testes de especificação do modelo	
Número de observações	888
Número de grupos	222
R ² (dentro dos grupos)	0,518
R ² (entre-grupos)	0,063
R ² (total)	0,240
Prob > F	-
rho	0,668

Fonte: Elaborado pelo autor.

A variável capital de giro e excesso de confiança não possui coeficiente estatisticamente significativo. Já a relação entre o capital de giro e neutro com o risco é negativa e estatisticamente significativa em um nível de 10%, sugerindo que, para gestores neutros, um aumento no capital de giro está associado a uma diminuição no risco.

A variável capital de giro e pessimismo possui um coeficiente negativo e significativo em um nível de 5%, indicando uma relação negativa entre o capital de giro e o risco para gestores pessimistas, ou seja, para estes gestores, um maior capital de giro está associado a uma redução no risco.

O R² (dentro dos grupos) indica que 51,8% da variação no risco dentro das empresas ao longo do tempo é explicada pelas variáveis incluídas no modelo. Já o R² (total) indica que

o modelo explica 24% da variação total no risco, sugerindo que outros fatores externos ao modelo também podem influenciar o risco.

O valor de rho indica que 66,8% da variação residual é devida a diferenças não observadas entre as empresas, justificando o uso do modelo de efeitos fixos.

A terceira hipótese também é parcialmente suportada. O nível de confiança do CEO influencia a associação entre capital de giro e o risco, no caso, o nível de confiança neutro e o pessimista.

4.3 ANÁLISES DOS MODELOS DE REGRESSÃO

A relação positiva entre excesso de confiança e capital de giro encontrada significa que um maior nível de excesso de confiança do CEO está associado a um aumento no capital de giro. Isso pode indicar que CEOs excessivamente confiantes tendem a manter níveis mais elevados de capital de giro, possivelmente devido a uma visão mais confiante sobre a liquidez e a capacidade de sustentar operações sem problemas financeiros. Esse resultado está de acordo com o estudo de Zheng et al. (2022), que analisou o impacto do excesso de confiança na gestão do capital de giro em pequenas e médias empresas durante a pandemia de COVID-19 e, concluiu que, o excesso de confiança pode melhorar a eficiência no uso de técnicas de gestão de caixa e estoque, resultando em uma gestão eficaz do capital de giro. Zheng et al. (2022) também sugerem que, mesmo durante crises como a da COVID-19, o excesso de confiança não é necessariamente prejudicial para pequenas e médias empresas, ajudando-as a manter níveis de capital de giro adequados para superar períodos adversos.

Ambos os resultados indicam que o excesso de confiança pode ter um efeito positivo na gestão do capital de giro, mas com nuances. No primeiro caso, o excesso de confiança leva à acumulação de capital de giro, enquanto no segundo, ela favorece a utilização de ferramentas eficazes de gestão. Embora o excesso de confiança possa levar a erros, ele não é necessariamente uma característica negativa para a gestão do capital de giro e pode contribuir para uma previsão mais eficiente das necessidades financeiras da empresa.

CEOs excessivamente confiantes tendem a ser mais otimistas em relação às suas decisões, subestimando os riscos e superestimando retornos futuros (Malmendier & Tate, 2005a). Esse comportamento pode resultar em uma gestão mais agressiva do capital de giro, com o aumento dos estoques ou a extensão de crédito aos clientes, sob a expectativa de vendas futuras mais elevadas, acreditando que os retornos futuros compensarão essas estratégias.

Chen et al. (2020) encontraram efeitos positivos do excesso de confiança dos CEO no nível de liquidez e no valor do dinheiro, que se devem principalmente aos ambientes de investimento enfrentados pelas empresas.

O estudo de Chen et al. (2020) mostra que CEOs excessivamente confiantes mantêm maiores reservas para enfrentar desafios financeiros ou sustentar investimentos arriscados, o que está diretamente relacionado à decisão de manter capital de giro elevado para assegurar que a empresa tenha recursos disponíveis para cobrir suas necessidades operacionais e aproveitar oportunidades, já que tanto o caixa quanto o capital de giro são formas de garantir a liquidez da empresa.

Assim como os resultados de Chen et al. (2020) e Zheng et al. (2022), o resultado deste estudo indica que o excesso de confiança apresentou influência positiva na gestão do capital de giro. No entanto, enquanto Chen et al. (2020) associam esse efeito principalmente ao ambiente de investimento, este estudo reforça que o excesso de confiança pode ser favorável, independentemente das condições de crise, como evidenciado por Zheng et al. (2022) durante a COVID-19. A contribuição aqui é a confirmação de que essa relação positiva persiste, mesmo com os diferentes contextos econômicos ou empresariais.

A relação negativa encontrada entre o endividamento a mercado e o capital de giro indica que empresas com maior nível de endividamento tendem a manter um menor volume de capital de giro. Isso pode ocorrer porque empresas com maior endividamento são obrigadas a manter níveis menores de capital de giro devido às suas maiores obrigações financeiras, como o pagamento de juros e a amortização de dívidas. Essas empresas precisam alocar seus recursos para pagar dívidas em vez de manter altos níveis de capital de giro, reduzindo a disponibilidade de caixa e outros ativos circulantes para operações cotidianas.

A relação negativa encontrada tangibilidade e capital de giro pode indicar que empresas com maior proporção de ativos fixos possuem maior capacidade de obter financiamento externo, reduzindo a necessidade de manter capital de giro elevado.

Já a relação positiva da necessidade de capital de giro com o capital de giro pode indicar a importância do capital de giro para empresas que enfrentam maiores necessidades operacionais.

As variáveis temporais mostram um impacto importante em 2020, o que pode ser um reflexo das condições econômicas da pandemia.

No caso da segunda e da terceira hipótese, os resultados envolvendo o desempenho não obtiveram significância estatística para amparar as análises. Quanto ao risco, os resultados apresentaram significância e puderam ser analisados.

Nesse sentido, a segunda hipótese deste estudo foi parcialmente suportada, evidenciando que existe uma relação negativa entre o capital de giro e o risco. Essa relação negativa indica que, conforme o capital de giro aumenta, o risco tende a diminuir. Este resultado está de acordo com o estudo de Setianto e Pratiwi (2019), que estudaram a existência de excesso de capital de giro e seu impacto no risco e no desempenho das empresas, constatando que um excesso de capital de giro pode levar a um menor risco.

O estudo de Burney et al. (2021) discute como as decisões de gestão do capital de giro têm implicações significativas sobre o desempenho e o risco. A adoção de políticas de capital de giro agressivas pode resultar em maior risco, enquanto políticas conservadoras tendem a aumentar a liquidez e reduzir a exposição ao risco. Para Burney et al. (2021) a gestão do capital de giro é uma ferramenta essencial na gestão de risco.

Assim, embora Burney et al. (2021) não apresente uma conclusão direta que estabeleça uma relação positiva ou negativa entre capital de giro e risco, a interpretação dos dados sugere que, em geral, um maior capital de giro (especialmente sob gestão conservadora) está associado a menores níveis de risco. Portanto, a relação entre capital de giro e risco, conforme discutido anteriormente, pode ser considerada negativa, implicando que um aumento no capital de giro tende a estar associado a uma redução do risco operacional e financeiro, especialmente quando gerido de forma conservadora.

Os resultados do estudo de Burney et al. (2021) e a confirmação de parte da segunda hipótese no presente trabalho se complementam ao sugerir que uma gestão mais conservadora do capital de giro, que resulta em níveis mais altos de capital circulante, tende a diminuir o risco da empresa.

A confirmação da relação negativa entre capital de giro e risco contribui para a literatura existente ao reforçar que uma gestão adequada do capital de giro pode reduzir a vulnerabilidade financeira das empresas. Isso complementa estudos anteriores, como o de Setianto e Pratiwi (2019) e Burney et al. (2021).

O endividamento a mercado possui coeficiente positivo e estatisticamente significativo, indicando que empresas com maior endividamento a mercado tendem a enfrentar maior risco. Isso pode ocorrer porque um maior endividamento pode aumentar a vulnerabilidade financeira da empresa, elevando o risco percebido. Este resultado reforça a

ideia de que decisões financeiras, como a escolha do nível de endividamento, devem ser feitas com cautela.

Os anos de 2020, 2021 e 2022 apresentaram resultados positivos e significativos, sugerindo que o contexto desses períodos influenciou o risco. O coeficiente de 2020, que se destacou em relação aos outros anos, pode ser justificado pelos efeitos da pandemia de COVID-19. Esse resultado ajuda a entender como eventos externos podem influenciar o risco das empresas, ressaltando a importância de adotar estratégias flexíveis durante períodos de crise.

Conforme comentado anteriormente, a terceira hipótese deste estudo também foi parcialmente suportada, indicando que a influência do capital de giro sobre o risco pode variar de acordo com o nível de confiança do CEO, no caso, o neutro e o pessimista. Esse resultado complementa os achados de Setianto e Pratiwi (2019) e agrega conhecimento em relação à literatura anterior ao confirmar a importância do nível de confiança do gestor na relação entre o capital de giro e o risco.

Com base nesse resultado, pode-se concluir que para gestores com uma visão neutra e para gestores com uma visão pessimista, um aumento no capital de giro está associado a uma diminuição no risco. Esse resultado sugere que CEOs neutros ou pessimistas podem ser mais cautelosos em suas decisões financeiras, o que pode sinalizar que o capital de giro pode ser usado como uma ferramenta para diminuir o risco.

Os resultados da estatística descritiva na Tabela 2 mostram que os níveis neutro e pessimista apresentam uma mediana menor de capital de giro em relação ao nível de excesso de confiança. Os resultados de Setianto e Pratiwi (2019) mostram que existe um nível ótimo de capital de giro e que tanto o desempenho quanto o risco pioram num cenário de excesso de capital de giro. Isso pode ajudar a interpretar os achados, uma vez que montantes menores de capital de giro, encontrados nos níveis neutro e pessimista, possam estar ligados a políticas financeiras mais conservadoras, que podem estar associadas a menor risco.

De forma resumida, os resultados confirmam, para a amostra de empresas brasileiras analisada, que o excesso de confiança do CEO influencia o capital de giro e, ainda, verifica que níveis mais baixos de confiança pode influenciar a associação entre capital de giro e risco.

As implicações desses resultados são que CEOs neutros ou pessimistas, ao utilizar o capital de giro para diminuir o risco, sinalizam uma abordagem mais conservadora. Isso pode ser uma estratégia vantajosa em cenários de incerteza, como crises econômicas ou

instabilidade de mercado. Por outro lado, para CEOs neutros ou pessimistas, o foco em reduzir o risco por meio do uso eficiente do capital de giro pode inibir a inovação.

Segundo Hirshleifer et al. (2012), embora o excesso de confiança do CEO possa impulsionar a inovação, ele também está associado a comportamentos que podem afetar o risco da empresa. O estudo de Hirshleifer et al. (2012) constatou que CEOs excessivamente confiantes tendem a investir mais em projetos arriscados.

Os resultados apresentados por Hirshleifer et al. (2012) podem ser complementados com os resultados da terceira hipótese. Hirshleifer et al. (2012) sugere que CEOs excessivamente confiantes tendem a aceitar mais riscos, enquanto, os resultados da terceira hipótese indicam que, a gestão do capital de giro de CEOs com postura neutra ou pessimista pode diminuir o risco.

Ao confirmar que CEOs neutros e pessimistas gerenciam o capital de giro de maneira mais conservadora, este estudo contribui para o desenvolvimento de modelos de gestão que considerem características comportamentais. A implicação desse achado é abrir espaço para integrar a psicologia organizacional e a economia comportamental na análise de decisões financeiras, ajudando empresas a desenvolver estratégias de gerenciamento mais eficazes e alinhadas com os perfis de seus líderes.

Este resultado tem implicações também para práticas de governança corporativa. Ele sugere que conselhos de administração devem considerar o nível de confiança dos CEOs ao desenhar políticas de risco, alocação de capital e incentivo financeiro. CEOs mais cautelosos podem ser mais adequados para cenários de alta volatilidade ou em setores estáveis. Assim, essa descoberta pode ajudar as empresas a alinhar melhor as características de seus gestores com suas estratégias de curto e longo prazo.

Este resultado também traz contribuições práticas para a seleção e desenvolvimento de líderes. Empresas podem considerar o perfil de confiança de candidatos a CEOs como um fator chave em suas decisões de contratação, dependendo de suas estratégias de crescimento e tolerância ao risco. Além disso, programas de desenvolvimento de liderança podem ser ajustados para treinar CEOs neutros ou pessimistas a equilibrar a cautela com a necessidade de inovação e crescimento e vice-versa.

O achado também pode servir como base para o desenvolvimento de políticas mais robustas de gerenciamento de risco. Empresas com CEOs neutros ou pessimistas podem se beneficiar de políticas que incentivem a exploração de oportunidades de inovação, sem comprometer a segurança financeira.

No geral, este resultado indica que o nível de confiança do CEO pode influenciar as estratégias de risco e de uso do capital de giro, o que pode ter implicações diretas no crescimento, inovação e estabilidade financeira da empresa. A escolha do tipo de CEO deve, portanto, estar alinhada com o contexto do setor e os objetivos de risco/retorno dos acionistas.

Em relação às outras variáveis analisadas, o endividamento a mercado tem uma relação positiva e significativa com o risco, reforçando que empresas com maior endividamento tendem a enfrentar maior risco.

O ano de 2020 mostra um coeficiente positivo e significativo, sugerindo um aumento expressivo no risco durante o auge da pandemia, isso era esperado, já que as empresas enfrentaram desafios como interrupções na cadeia de suprimentos, quedas na demanda e a necessidade de adaptação a novas condições de mercado. Os anos de 2021 e 2022 também apresentam aumentos no risco. Os aumentos nesse período podem ter sido impulsionados pela incerteza persistente sobre a recuperação econômica, por desafios na adaptação às mudanças operacionais e na digitalização e a pela necessidade de ajustes rápidos nas estratégias devido às mudanças no comportamento do consumidor.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo teve como objetivo analisar de que forma ocorre a relação entre excesso de confiança do CEO e as decisões relacionadas ao capital de giro e se essa relação afeta o desempenho e o risco de empresas de capital aberto no Brasil.

Utilizando regressão com dados em painel para testar cada uma das hipóteses, este estudo buscou responder à seguinte questão de pesquisa: De que forma a relação entre excesso de confiança do CEO e decisões relacionadas ao capital de giro afetam o desempenho e o risco de empresas de capital aberto no Brasil?

Com base nos resultados obtidos, foi verificado que em níveis mais baixos de confiança do CEO, as decisões relacionadas ao capital de giro estão associadas a um menor risco nas empresas de capital aberto no Brasil. Os resultados quanto ao desempenho não obtiveram significância estatística.

Os resultados também confirmaram em empresas brasileiras que o excesso de confiança do CEO está positivamente relacionado ao capital de giro, confirmando que CEOs mais confiantes tendem a aumentar o capital de giro. Além disso, verificou-se que o capital de giro tem uma relação negativa com o risco, sugerindo que um maior capital de giro reduz o risco da empresa.

Observou-se também que o impacto da pandemia no risco das empresas indica que estratégias de gerenciamento de risco devem ser revisadas e adaptadas para incluir cenários de crise.

As implicações desses resultados indicam que CEOs neutros ou pessimistas tendem a ser mais conservadores, o que pode ser vantajoso em setores estáveis ou em períodos de crise, mas pode gerar frustração entre acionistas que buscam um crescimento mais agressivo. Assim, acionistas e conselhos administrativos devem levar em consideração o perfil de confiança dos CEOs ao estabelecer políticas de incentivo e definir metas de longo prazo, garantindo um alinhamento entre expectativas de crescimento e a abordagem do líder.

O estudo contribui e complementa a literatura de finanças ao evidenciar que a associação entre capital de giro e risco pode ser influenciada pelo nível de confiança do CEO.

Ao confirmar que CEOs neutros e pessimistas gerenciam o capital de giro de maneira mais conservadora, este estudo contribui para o desenvolvimento de modelos de gestão que considerem características comportamentais.

Este estudo contribui com a área de finanças comportamentais ao mostrar que as características psicológicas dos gestores têm influência sobre a forma como os recursos financeiros são utilizados e sobre as decisões relacionadas ao risco. Esse achado corrobora a ideia de que decisões financeiras nem sempre são puramente racionais, mas são também influenciadas pela personalidade e percepção de risco dos tomadores de decisão.

O resultado oferece uma base importante para explorar como diferentes perfis de confiança dos CEOs afetam a gestão de risco em diferentes cenários econômicos. Por exemplo, CEOs neutros ou pessimistas podem ser mais eficazes em contextos de recessão ou crise financeira, onde a prudência é valorizada.

As limitações da pesquisa incluem a restrição à análise de empresas de capital aberto no Brasil, o que pode comprometer a generalização dos resultados para outros países e contextos. Além disso, a forma como a variável excesso de confiança foi medida pode não refletir plenamente sua complexidade. Outro fator limitante é o tamanho da amostra, que pode ter alguma influência na significância estatística não encontrada nas análises quanto ao excesso de confiança, dado o número de empresas enquadradas nessa categoria.

Pesquisas futuras podem desenvolver outras formas de medir a variável excesso de confiança, utilizando métodos diferentes. Aumentar o tamanho da amostra e incluir empresas de outros países ajudaria a ampliar o entendimento acerca dos resultados e na comparação entre diferentes contextos.

REFERÊNCIAS

- Adhikari, H. P., Krolikowski, M. W., Malm, J., & Sah, N. B. (2021). Working capital (mis)management – impact of executive age. *Accounting & Finance*, 61(1), 727–761. <https://doi.org/10.1111/acfi.12591>
- Aktas, N. (2015). Is working capital management value-enhancing? Evidence from firm performance and investments. *Journal of Corporate Finance*.
- Ameila, A., & Eriandani, R. (2021). CEO characteristics and earnings management: Evidence from Indonesia. *Journal of Management and Business*, 20(2). <https://doi.org/10.24123/jmb.v20i2.517>
- Baños-Caballero, S., García-Teruel, P. J., & Martínez-Solano, P. (2014). Working capital management, corporate performance, and financial constraints. *Journal of Business Research*, 67(3), 332–338. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2013.01.016>
- Barros, L. A. B. D. C., & Silveira, A. D. M. D. (2008). Excesso de confiança, otimismo gerencial e os determinantes da estrutura de capital. *Brazilian Review of Finance*, 6(3), 293–335. <https://doi.org/10.12660/rbfin.v6n3.2008.1343>
- Belenzon, S., Shamsur, A., & Zarutskie, R. (2019). CEO's age and the performance of closely held firms. *Strategic Management Journal*, 40(6), 917–944. <https://doi.org/10.1002/smj.3003>
- Borges Júnior, D. M., Sarvas, L. A. D. D., Oliveira, J. R., & Ribeiro, K. C. D. S. (2017). Gestão do capital de giro e desempenho em tempos de crise: Evidências de empresas no Brasil, América Latina e Estados Unidos. *REUNIR Revista de Administração Contabilidade e Sustentabilidade*, 7(2), 1–12. <https://doi.org/10.18696/reunir.v7i2.457>
- Bortoli, C. (2017). *A sofisticação financeira dos CEOs e sua relação com os vieses cognitivos excesso de confiança e otimismo: Um estudo realizado em companhias abertas brasileiras* (Dissertação de Mestrado, Universidade Federal do Paraná).
- Brown, R., & Sarma, N. (2007). CEO overconfidence, CEO dominance and corporate acquisitions. *Journal of Economics and Business*, 59(5), 358–379. <https://doi.org/10.1016/j.jeconbus.2007.04.002>
- Burney, R. B., James, H. L., & Wang, H. (2021). Working capital management and CEO age. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 30, 100496. <https://doi.org/10.1016/j.jbef.2021.100496>
- Chen, Y.-R., Ho, K.-Y., & Yeh, C.-W. (2020). CEO overconfidence and corporate cash holdings. *Journal of Corporate Finance*, 62, 101577. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2020.101577>
- Chou, Y.-Y., & Chan, M.-L. (2018). The Impact of CEO Characteristics on Real Earnings Management: Evidence from the US Banking Industry.

- Cline, B. N., & Yore, A. S. (2016). Silverback CEOs: Age, experience, and firm value. *Journal of Empirical Finance*.
- Costa, I. L. D. S., Correia, T. D. 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. <https://doi.org/10.4013/base.2019.162.01>
- Deloof, M. (2003). Does Working Capital Management Affect Profitability of Belgian Firms? *Journal of Business Finance & Accounting*, 30(3–4), 573–588. <https://doi.org/10.1111/1468-5957.00008>
- Fávero, L. P. L., Belfiore, P., Takamatsu, R. T., & Suzart, J. A. S. (2014). *Métodos quantitativos com Stata (1ª ed.)*. Rio de Janeiro: Campus Elsevier.
- Feitosa, A. B., Silva, P. R., & Silva, D. R. (2014). A influência de vieses cognitivos e motivacionais na tomada de decisão gerencial: Evidências empíricas em uma empresa de construção civil brasileira. *Revista de Negócios*, 19(3), 3-22.
- Gill, A. S., & Biger, N. (2013). The impact of corporate governance on working capital management efficiency of American manufacturing firms. *Managerial Finance*, 39(2), 116–132. <https://doi.org/10.1108/03074351311293981>
- Hilary, G., Hsu, C., Segal, B., & Wang, R. (2016). The bright side of managerial over-optimism. *Journal of Accounting and Economics*. 62, (1), 46-64.
- Hirshleifer, D., Low, A., & Teoh, S. H. (2012). Are Overconfident CEOs Better Innovators? *The Journal of Finance*, 67(4), 1457–1498. <https://doi.org/10.1111/j.15406261.2012.01753.x>
- Hu, Q., Bhuiyan, Md. B. U., & Houqe, M. N. (2023). CFO Demographics and Working Capital Management in China. *Journal of Emerging Market Finance*, 09726527231190692. <https://doi.org/10.1177/09726527231190692>
- Kermani, E., Kargar, E. F., & Zarei, E. (2014). The Effect of Managerial Overconfidence on Profit Smoothing Evidence from Tehran Stock Exchange. *Research Journal of Finance and Accounting*.
- Kumpamool, C., & Chancharat, N. (2022). Does board composition influence working capital management? Evidence from Thailand. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 22(6), 1178–1196. <https://doi.org/10.1108/CG-10-2020-0468>
- Lambert, J., Bessière, V., & N'Goala, G. (2012). Does expertise influence the impact of overconfidence on judgment, valuation and investment decision? *Journal of Economic Psychology*, 33(6), 1115–1128. <https://doi.org/10.1016/j.joep.2012.07.007>
- Lunardi, M. A., Beuren, I. M., & Klann, R. C. (2021). Efeito moderador da expertise financeira na relação entre o excesso de confiança e a qualidade da evidenciação contábil. *Advances in Scientific and Applied Accounting*. <https://doi.org/10.14392/asaa.2021140101>

- Malmendier, U., & Tate, G. (2005a). CEO Overconfidence and Corporate Investment. *The Journal of Finance*, 60(6), 2661–2700. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2005.00813.x>
- Malmendier, U., & Tate, G. (2005b). Does Overconfidence Affect Corporate Investment? CEO Overconfidence Measures Revisited. *European Financial Management*, 11(5), 649–659. <https://doi.org/10.1111/j.1354-7798.2005.00302.x>
- Malmendier, U., & Tate, G. (2008). Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the market's reaction\$. *Journal of Financial Economics*.
- Malmendier, U., & Tate, G. (2015). Behavioral CEOs: The Role of Managerial Overconfidence. *Journal of Economic Perspectives*, 29(4), 37–60. <https://doi.org/10.1257/jep.29.4.37>
- Mannes, A., & Moore, D. (2013). I know i'm right! A behavioural view of overconfidence. *Significance*, 10(4), 10–14. doi:10.1111/j.1740-9713.2013.00674.x
- McCarthy, S., Oliver, B., & Song, S. (2017). Corporate social responsibility and CEO confidence. *Journal of Banking & Finance*, 75, 280–291. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2016.11.024>
- Mundi, H. S., & Kaur, P. (2022). CEO Overconfidence and Capital Structure Decisions: Evidence from India. *Vikalpa: The Journal for Decision Makers*, 47(1), 19–37. <https://doi.org/10.1177/02560909221079270>
- Nelson, J. (2005). Corporate governance practices, CEO characteristics and firm performance. *Journal of Corporate Finance*, 11(1–2), 197–228. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2003.07.001>
- Oliveira, J. F. D. R., Viana Junior, D. B. C., Ponte, V. M. R., & Domingos, S. R. M. (2017). Indicadores de desempenho e valor de mercado: Uma análise nas empresas listadas na BM&FBOVESPA. *Revista Ambiente Contábil*, 9(2), 240–258. <https://doi.org/10.21680/2176-9036.2017v9n2ID10787>
- Oliveira, A. M., & Soares, R. O. (2018). Gestores Excessivamente Confiantes e Otimistas Gerenciam Resultados? Evidências em Companhias Listadas na B3. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 11(3), 410–429.
- Palombini, N. V. N., & Nakamura, W. T. (2012). Key factors in working capital management in the Brazilian market. *Revista de Administração de Empresas*, 52(1), 55–69. <https://doi.org/10.1590/S0034-75902012000100005>
- Pimenta, D. P., Borsato, J. M. L. S., & Ribeiro, K. C. D. S. (2012). Um estudo sobre a influência das características sociodemográficas e do excesso de confiança nas decisões dos investidores, analistas e profissionais de investimento à luz das finanças comportamentais. *Revista de Gestão*, 19(2), 263–280. <https://doi.org/10.5700/rege462>
- Qawasmeh, S. Y., & Azzam, M. J. (2020). CEO characteristics and earnings management. *Accounting*, 1403–1410. <https://doi.org/10.5267/j.ac.2020.8.009>

- Serfling, M. A. (2014). CEO age and the riskiness of corporate policies. *Journal of Corporate Finance*, 25, 251–273. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2013.12.013>
- Seth, H., Chadha, S., & Sharma, S. (2021). Benchmarking the efficiency model for working capital management: Data envelopment analysis approach. *International Journal of Productivity and Performance Management*, 70(7), 1528–1560. <https://doi.org/10.1108/IJPPM-10-2019-0484>
- Setianto, R. H., & Pratiwi, A. (2019). Working Capital Management in Indonesia: An Analysis on Over-investment and Under-investment Firms. *Gadjah Mada International Journal of Business*, 21(1), 1. <https://doi.org/10.22146/gamaijb.28354>
- Slothouber, E. I. S. (2010). The influence of CEO overconfidence on firm value.
- Silva, T., Mondini, V., Silva, T., & Lay, L. (2017). Influência do Excesso de Confiança e Otimismo no Endividamento de Organizações Cinquentenárias e não Cinquentenárias Brasileiras. *REVISTA EVIDENCIAÇÃO CONTÁBIL & FINANÇAS*, 5(2), 40–56. <https://doi.org/10.18405/recfin20170203>
- Tarkom, A., Nochebuena-Evans, L., & Wang, H. (2022). CFO Gender and Working Capital Management. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.4117958>
- Vitanova, I. (2019). Nurturing overconfidence: The relationship between leader power, overconfidence and firm performance. *The Leadership Quarterly*, 32(4), 101342. <https://doi.org/10.1016/j.leaqua.2019.101342>
- Yoshinaga, C. E. Y., Oliveira, R. F. D., Silveira, A. D. M. D., & Barros, L. A. B. D. C. (2008). *Finanças Comportamentais: Uma introdução*. *Revista de Gestão*, 15(3), 25–35. <https://doi.org/10.5700/rege336>
- Zariyawati, M. A., Annuar, M. N., Taufiq, H., & Rahim, A. S. A. (2009). Working capital management and corporate performance: Case of Malaysia.
- Zariyawati, M. A., Taufiq, H., Annuar, M. N., & Sazali, A. (2010). Determinants of working capital management: Evidence from Malaysia. *2010 International Conference on Financial Theory and Engineering*, 190–194. <https://doi.org/10.1109/ICFTE.2010.5499399>
- Zheng, X., Zhou, Y., & Iqbal, S. (2022). Working capital management of SMEs in COVID-19: Role of managerial personality traits and overconfidence behavior. *Economic Analysis and Policy*, 76, 439–451. <https://doi.org/10.1016/j.eap.2022.08.006>