

A Retenção de Lucro das Empresas Brasileiras e sua Relação com o Excesso de Confiança

Profit Retention of Brazilian Companies and its relation with Overconfidence

Rafael Rocha Simões - Universidade Federal da Bahia
Jorge de Souza Bispo - Universidade Federal da Bahia
Joseilton Silveira da Rocha - Universidade Federal da Bahia
José Sérgio Casé de Oliveira - Universidade Federal da Bahia

Resumo

Nas diversas metodologias empregadas para mensuração do excesso de confiança, encontra-se a figura do gestor (CEO, CFO etc.) como principal tomador de decisão, ignorando o papel relevante também exercido pelos acionistas por meio de assembleias que definem a destinação do lucro do período. Ao estabelecerem o grau de retenção do lucro, existe a possibilidade dessa decisão ser produto do excesso de confiança sobre o investimento realizado pelo acionista. O objetivo desta pesquisa é sugerir uma forma alternativa de mensurar o excesso de confiança por meio da tomada de decisão dos acionistas no âmbito das empresas que operam no mercado de capitais brasileiro. A partir da possibilidade da mensuração do excesso de confiança sob a perspectiva do acionista, este estudo representa uma possibilidade de comparação das expectativas dos acionistas com as do executivo, avaliando a existência do problema de agência. A amostra é formada pelas empresas ativas listadas na Brasil, Bolsa, Balcão (B3) que realizaram operações entre os anos de 2010 e 2018. Foi adotada a premissa, a exemplo de outros estudos, de que as retenções acima da mediana apresentada indicam a presença do excesso de confiança dos acionistas. Constatou-se uma baixa oscilação relativa da mediana ao longo do período analisado.

Palavras-chave: Excesso de confiança, Retenção de Lucro, Tomada de decisão, Acionistas.

Abstract

In the various methodologies used to measure overconfidence, the figure of the manager (CEO, CFO etc.) is found as the main decision maker, ignoring the relevant role also exercised by the shareholders through meetings that define the destination of the profit of the period. When establishing the degree of profit retention, there is the possibility that this decision is the product of overconfidence about the investment made by the shareholder. The objective of this research is to suggest an alternative way of measuring excess confidence through the decision-making of shareholders within the scope of companies operating in the Brazilian capital market. Based on the possibility of measuring overconfidence from the perspective of the shareholder, this study represents a possibility to compare the expectations of shareholders with those of the executive, assessing the existence of the agency problem. The sample is formed by active companies listed on the Brasil, Bolsa, Balcão (B3) that carried out transactions between the years 2010 and 2018. The premise, like other studies, was adopted that the retentions above the median presented indicate the presence of overconfidence of the partners. There was a low relative fluctuation of the median over the analyzed period.

Keywords: *Overconfidence, Profit Retention, Decision making, Shareholders.*

1 Introdução

Os investimentos desempenham papel relevante no desenvolvimento sustentável de empresas em mercados competitivos e na criação de valor para os acionistas. As políticas de investimentos são elementos da entidade que, entre outros fatores, sofrem influência das características comportamentais dos tomadores de decisão (He, Chen, & Hu, 2019).

A abordagem acerca do comportamento dos atores econômicos, inevitavelmente, provoca discussões sobre a racionalidade na tomada de decisão, que por sua vez, é refutada em sua plena concepção conforme defendida pela teoria econômica clássica (Simon, 1959). Para os que defendem essa abordagem, o indivíduo possui capacidade limitada para lidar com uma grande quantidade de informações. A teoria dos prospectos surge como alternativa à abordagem clássica, chamando atenção também para o processo de heurísticas de julgamento (Kahneman & Tversky, 1979).

As heurísticas de julgamento são processos de simplificação de tomada de decisão e podem conduzir os indivíduos para vieses cognitivos, que, por sua vez, são desvios prejudiciais na tomada de decisão (Tversky & Kahneman, 1974). Dentre os diversos vieses cognitivos, o excesso de confiança é um dos mais pesquisados no Brasil no âmbito da teoria comportamental (Andrade, 2019; Costa, 2017; Santos, Azevedo, Assunção & Mol, 2019).

Trabalhos seminais destacam o impacto negativo do excesso de confiança gerencial (ECG) sobre as decisões de investimento (Malmendier & Tate, 2008; Malmendier, Tate, & Yan, 2011; Pompian, 2006). Por outro lado, há estudos que sugerem haver impacto positivo do ECG sobre os investimentos, reduzindo os problemas de agência, melhorando a rentabilidade; ou sobre o planejamento tributário (Ataullah, Vivian, & Xu, 2017; Chyz, Gaertner, Kausar, & Watson, 2019; Hackbarth, 2009; Kim, Choi, & Choi, 2019).

Nas diversas metodologias empregadas para mensuração do excesso de confiança, encontra-se a figura do gestor (CEO, CFO etc.) como principal tomador de decisão, ignorando o papel relevante também exercido pelos acionistas por meio de assembleias que definem a destinação do lucro do período. Ao estabelecerem o grau de retenção do lucro, existe a possibilidade dessa decisão ser produto do excesso de confiança sobre o investimento realizado pelo acionista.

Diante do cenário descrito anteriormente, considerando o possível impacto de uma tomada de decisão sob o viés cognitivo, este trabalho busca responder a seguinte questão: o excesso de confiança pode ser mensurado por meio da taxa de retenção de lucro das empresas brasileiras listadas na bolsa de valores brasileira (B3)?

Logo, o objetivo da pesquisa é sugerir uma forma alternativa de mensurar o excesso de confiança por meio da tomada de decisão dos acionistas no âmbito das empresas que operam no mercado de capitais brasileiro. A tomada de decisão sob o excesso de confiança, quando verificada, representa um risco à visão que o tomador de decisão tem acerca das informações contábeis (subestimando-as), podendo prejudicar a criação de valor da empresa, determinar a estrutura de capital desvantajosa etc.

A partir da possibilidade da mensuração do excesso de confiança sob a perspectiva do acionista, este estudo representa uma oportunidade de se ampliar a bibliografia existente, tendo em vista, por exemplo, a possibilidade de comparar as expectativas dos acionistas com as do executivo, avaliando a existência do problema de agência.

Além deste capítulo, o artigo é estruturado com o referencial teórico, com a discussão sobre conceito de excesso de confiança. Em seguida, nos procedimentos metodológicos, é definida a amostra, é apresentada a mensuração do excesso de confiança e é apresentada uma proposta de modelo de mensuração de excesso de confiança. Na parte seguinte, são discutidos os resultados obtidos. Por fim, são apresentadas as considerações finais.

2 Referencial Teórico

2.1 Excesso de confiança

Contrapondo-se à abordagem econômica clássica, as pesquisas no campo da economia, finanças ou contabilidade comportamental contestam a ideia do homem econômico, provido de racionalidade plena. Kahneman e Tversky (1979) propuseram a teoria do prospecto, na qual o comportamento do tomador de decisão é diferente frente à situação de perda ou ganho. O processo de escolha, segundo os autores, divide-se em duas fases: i) edição; e ii) avaliação.

A fase de edição diz respeito à análise preliminar dos prospectos oferecidos, organizando e reformulando as opções para simplificação da avaliação, envolvendo aplicação de operações que transformam os resultados e as probabilidades associadas aos prospectos oferecidos. Após “edição”, na segunda fase, avaliam-se os prospectos, e seleciona-se o de maior valor. Na primeira etapa do processo, algumas anomalias de preferência podem surgir como resultado, influenciando na escolha da opção ideal (Kahneman & Tversky, 1979).

Ainda segundo os autores, os indivíduos evitam o risco em situação de ganho, mas, quando em situação de perda, sujeitam-se ao risco. Associado a isso, há elementos subjetivos que interferem na tomada de decisão da opção ideal do ponto de vista da teoria da utilidade (Kahneman & Tversky, 1979). Quando em situações complexas e insuficiência de dados, o tomador de decisão pode assumir alguns atalhos no processo de avaliação de probabilidades, simplificando o julgamento, comportamento denominado de heurística (Simon & Newell, 1971; Tversky & Kahneman, 1974).

A heurística em si não é um problema. Ela pode ser aplicada por qualquer indivíduo e, em alguns casos, é identificada como necessária ou vantajosa para uma tomada de decisão tempestiva, com alguns gestores rejeitando a aplicação de procedimentos estatísticos (Albar & Jetter, 2013). Ainda assim, do ponto de vista gerencial, é conveniente divulgar informação correta ao tomador de decisão (Caputo, 2014).

Ao se verificar uma confiança em heurísticas de julgamento, origina-se o viés cognitivo, o qual é definido, segundo Tversky e Kahneman (1974), como desvios sistemáticos na tomada de decisão, sendo comum o julgamento intuitivo de probabilidade. Sendo este capaz de afetar as decisões e ambientes de forma prejudicial (Caputo, 2014).

Um tipo de viés cognitivo comum em trabalhos acadêmicos é o excesso de confianças. Pode ser entendido como um viés de percepção do tomador de decisão que superestima o retorno futuro que ele pode gerar para empresa e subestima o risco futuro (Malmendier & Tate, 2008; Yi & Xiugang, 2019). Essa situação pode gerar um *trade-off*, por exemplo, em um cenário potencial de fusão, no qual é gerado um custo de financiamento em que os credores potenciais exigem juros altos e os potenciais novos acionistas cobram preço de emissão das ações mais baixo (Malmendier & Tate, 2008)

Segundo Kim, Wang e Zhang (2016), a literatura sobre psicologia social sugere que indivíduos com excesso de confiança tendem a valorar o *feedback* negativo como impreciso ou não informativo (viés interpretativo), situação que é mais comum na fase posterior à decisão. Isso também afeta o fornecimento de informações, ou seja, o tomador de decisão que ignora a informação negativa, inconscientemente, tende a não divulgá-la ao investidor quando precisam relatar o desempenho da empresa. (Kim et al., 2016)

Outra implicação sobre as decisões contábeis geradas pela superestimação dos retornos futuros ou fluxos de caixa, segundo Ahmed e Duellman (2012), pode ser o provável reconhecimento antecipado de ganhos e a postergação do reconhecimento das perdas, que, mesmo se reconhecida de forma tempestiva, ainda serão subestimadas. Ou seja, o excesso de confiança teria uma relação oposta com o conservadorismo contábil.

Ainda segundo Ahmed e Duellman (2012), mesmo atividades de monitoramento externo às empresas não mitigariam a relação negativa entre conservadorismo e excesso de

confiança. Dashtbayaz e Mohammadi (2016) complementam, afirmando que detectar e mitigar o excesso de confiança é um passo fundamental para um bom planejamento financeiro.

Em outro estudo, que buscou testar se empresas que praticam a contabilidade conservadora e são geridas por CEOs com excesso de confiança exibem melhor desempenho, Hsu, Novoselov e Wang (2017) afirmam que CEOs que apresentam excesso de confiança tendem a iniciar projetos de investimentos que exigem experimentação, ou seja, com elevado risco. Os testes realizados neste trabalho confirmaram a hipótese da pesquisa.

No estudo de Chen e Sabherwal (2019) foi examinado o excesso de confiança dos investidores no mercado de opções, comprovando a existência de uma relação positiva entre os retornos passados do mercado e as atividades de negociação de opção. Os autores afirmam haver consistência com a hipótese de que, quando os investidores experimentam um desempenho melhor junto ao mercado, eles se tornam excessivamente confiantes em suas habilidades de negociação e avaliação, conseqüentemente, negociando de maneira agressiva.

No contexto nacional, Santos et al. (2019) investigaram os fatores determinantes do grau de excesso de confiança em estudantes de ciências contábeis, e identificaram que características demográficas como sexo, idade, estado civil, ocupação e renda podem ser fatores determinantes no grau de excesso de confiança.

Por sua vez, Silva, Mondini e Silva (2015) identificaram que os gestores brasileiros apresentam maior grau de excesso de confiança do que os gestores chilenos. Além disso, os autores afirmam que o excesso de confiança e o otimismo dos gestores têm influência sobre o endividamento das empresas.

Andrade (2019) investigou a relação entre seis dimensões estratégias e o excesso de confiança. O autor identificou que o investimento em ativos fixos, gestão de capital de giro e ciclo de produção e estrutura de capital são influenciados pelo excesso de confiança.

3 Procedimento Metodológico

3.1 Amostra

Este estudo utilizou o Sistema Económica como banco de dados. Inicialmente, foram levantadas todas as empresas ativas listadas na Brasil, Bolsa, Balcão (B3) que realizaram operações entre os anos de 2010 e 2018, perfazendo um total de 350 empresas. Em seguida, utilizou-se a classificação setorial da B3 para segregar as empresas. Do total de empresas levantadas, 78 foram retiradas por compor o setor financeiro, tendo em vista sua especificidade normativa. O total do número de empresas, após a exclusão daquelas que estavam com dados incompletos, oscilou entre 100 a 240 empresas de todos os setores entre os anos de 2010 e 2018 para a análise descritiva.

As Tabelas 1 e 2 seguintes resumem a composição da amostra desta pesquisa:

Tabela 01 – Composição da amostra

Descrição	Nº de empresas
Composição inicial	350
Setor Financeiro	(78)
Composição final	272

Fonte: Elaborada pelos autores

Tabela 02 – Composição da amostra por ano

Composição por variável / Ano	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010
Excesso de Investimento	213	212	201	196	193	186	183	180	171
Excesso de Aquisição	184	189	195	187	181	174	173	165	151
Política de Endividamento	240	231	226	222	219	212	211	201	198
Taxa de Retenção de Lucro	149	124	107	102	100	118	104	111	128

Fonte: Elaborada pelos autores

A seleção da amostra foi definida pelo número de observações possíveis para todas as unidades de análise, a partir do ano de 2010, pois diz respeito ao período em que se tornou obrigatória a divulgação de informações contábeis em conformidade com as normas internacionais. Portanto, a uniformidade é parâmetro de seleção e para o processamento e análise dos dados.

Os setores definidos pela Bovespa e utilizados nesta pesquisa são os seguintes: bens industriais; comunicação; consumo cíclico; consumo não cíclico; materiais básicos; petróleo, gás e biocombustível; saúde, tecnologia da informação e utilidade pública.

3.2 Mensuração do Excesso de Confiança

Esta seção descreve a forma de mensuração do viés cognitivo do excesso de confiança utilizado neste trabalho. Diferentemente, por exemplo, de Atallah et al. (2017) que utilizaram análise linguística dos relatórios administrativos e análise das opções de investimentos dos CEOs das empresas para calcular excesso de confiança, este artigo utilizou um modelo alternativo que torna viável a realização desta pesquisa.

Para a finalidade deste estudo, adapta-se o modelo elaborado por Schrand e Zechman (2012) como referência para a construção da variável Excesso de Confiança em nível de mercado. De acordo com o autor, EConf terá valor 1, caso o gestor atenda a pelo menos, dois dos três indicadores usados neste artigo (Excesso de investimento; Excesso de Aquisição e Política de endividamento) e 0 nos demais casos.

Excesso de investimento indica o quanto a empresa de determinado setor da economia excede em investimentos quando comparada com seus pares. A mensuração, segundo Schrand e Zechman (2012), é o resíduo proveniente de uma regressão linear simples, na qual a variável dependente é a variação da receita e a variável independente é a variação do ativo. Caso o resíduo seja superior a mediana do setor, seu valor é 1, sendo 0 para os demais valores.

$$SG_{it} = \beta_0 + \beta_1 AG + \varepsilon_{it}$$

Em que:

SG_{it} = Variação da receita no fim do exercício financeiro t da empresa i;

AG_{it} = Variação dos ativos no fim do exercício financeiro t da empresa i;

ε_{it} = resíduo da regressão no fim do exercício financeiro t da empresa i.

Excesso de aquisição indica o quanto a empresa de um determinado setor da economia excede seus pares em termos de aquisição. Schrand e Zechman (2012) afirmam que seu valor (*Dummy*) é obtido por meio do montante gasto em atividades de investimentos da Demonstração do Fluxo de Caixa. Seu valor será 1 quando for superior à mediana do setor, e 0 nos demais casos.

Política de endividamento, segundo Schrand e Zechman (2012), diz respeito à uma das formas utilizada por gestores para levantar recursos para investimentos. Os gestores que apresentam excesso de confiança tendem a buscar em maior volume várias fontes de recursos,

inclusive empréstimos, em relação a seus pares racionais. Sua mensuração ocorre da seguinte maneira:

$$Pol_Endiv = \frac{\text{Dívida de longo prazo} + \text{Dívida de curto prazo}}{\text{Valor total de mercado da empresa} + \text{Dívida de longo prazo}}$$

A análise foi realizada da mesma modelo elaborado por Schrand e Zechman (2012), considerando que seu valor será 1 quando superior a mediana do setor e 0 nos demais casos.

3.3 Proposta de modelo de mensuração de Excesso de Confiança

Tendo em vista a proposta deste artigo, sugere-se uma forma de mensuração do excesso de confiança a partir das decisões referentes à retenção de lucro. O modelo leva em conta a taxa de retenção do lucro do período. Para fins de desenvolvimento do modelo, o lucro líquido do período foi obtido por meio da Demonstração do Resultado do Exercício, enquanto os dividendos distribuídos são provenientes da Demonstração do Fluxo de Caixa:

$$\text{Taxa de Retenção} = \frac{\text{Lucro Líquido do período} - \text{Dividendos distribuídos}}{\text{Lucro Líquido do período}}$$

Após obter o a Taxa de Retenção, compara-se esse valor com a mediana do setor. Quando o resultado for superior a mediana, seu valor será igual a 1, indicando haver a presença do excesso de confiança dessa empresa, e 0 nos demais casos.

4 Análise de Resultados

Nesta sessão, analisa-se a estatística descritiva dos indicadores utilizados para mensurar o viés cognitivo do excesso de confiança. A Tabela 3 trata dos dados referentes ao Excesso de investimento.

Tabela 3 – Estatística descritiva do Excesso de investimento entre 2010 e 2018

Excesso de investimento	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010
Média	0,000	0,000	0,000	- 0,000	- 0,000	0,000	0,000	0,000	- 0,000
Erro padrão	60,015	4,675	5,204	9,764	61,089	2,136	3,067	8,777	4,417
Mediana	- 75,9	- 5,2	- 7,5	- 12,5	- 69,1	- 0,00	- 3,3	- 6,7	- 9,1
Desvio padrão	875,892	68,069	73,784	136,690	848,676	29,135	41,491	117,754	57,765
Variância da amostra	767.186,5	4.633,4	5.444,0	18.684,2	720.250,7	848,8	1.721,5	13.866,0	3.336,8
Curtose	202,386	123,940	55,796	170,161	154,190	11,272	28,470	154,200	56,401
Assimetria	14,082	10,027	6,205	12,622	12,050	0,848	4,085	11,946	5,787
Mínimo	- 186,8	- 96,5	- 178,0	- 206,9	- 1.001,0	- 13,5	- 112,8	- 148,5	- 199,2
Máximo	12.563,2	862,845	743,841	1.838,6	11.070,7	185,8	341,0	1.512,3	568,3
Contagem	213	212	201	196	193	186	183	180	171

Fonte: Elaborada pelos autores.

Como pode ser observado, os resíduos da regressão entre variação dos ativos e variação das receitas apresentam uma amplitude significativa durante todo o período analisado. Da mesma forma, a mediana oscilou durante o mesmo período. O período de 2013 apresentou o menor valor para a mediana (0,006), enquanto o ano de 2018 apresentou o maior (75,9). Esta situação pode ser um indicativo do comportamento referente à confiança dos executivos das empresas de maneira geral. Outro dado a ser considerado é o desvio padrão que, nos anos de 2018 e 2014, indicou haver uma dispersão significativa em torno da média.

A Tabela 4 trata da estatística descritiva sobre o excesso de aquisição entre os anos de 2010 e 2018. Dada a heterogeneidade dos dados, observa-se uma grande dispersão em torno da média, indicada pelo desvio padrão, durante todo o período. Tendo em vista a sua relevância para a definição da presença do excesso de confiança ou não, a mediana apresenta valores, relativamente, menos dispersos durante o período, alcançando 80.786.000 em 2016 e 134.866.500 no ano de 2018.

Tabela 4 – Estatística descritiva do Excesso de aquisição entre 2010 e 2018

Excesso de aquisição	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010
Média	870.683. 314	829.414. 488	892.719. 263	1.259.15 7.705	1.233.28 5.377	1.362.89 3.900	1.357.88 9.703	1.221.76 6.875	1.275.36 2.447
Erro padrão	259.474. 803	250.305. 166	280.430. 159	436.350. 417	486.426. 934	594.929. 241	506.815. 125	465.322. 088	582.487. 392
Mediana	134.866. 500	107.483. 000	80.786.0 00	102.784. 000	119.090. 000	125.152. 000	126.212. 000	142.960. 000	95.196.0 00
Desvio padrão	3.519.68 7.477	3.441.12 7.112	3.915.99 4.050	5.967.00 2.209	6.544.20 5.093	7.847.65 5.675	6.666.11 2.191	5.977.17 0.439	7.157.72 4.903
Variância da amostra	1,23882 E+19	1,18414 E+19	1,5335E +19	3,56051 E+19	4,28266 E+19	6,15857 E+19	4,44371 E+19	3,57266 E+19	5,1233E +19
Curtose	127,258	132,047	127,851	107,715	136,267	137,801	115,216	111,656	103,975
Assimetria	10,633	10,809	10,629	9,715	11,203	11,362	10,245	10,111	9,845
Mínimo	8.000	70.000	2.000	8.000	22.000	4.000	2.000	10.000	279.000
Máximo	44.148.0 00.000	43.853.0 00.000	49.744.0 00.000	71.655.0 00.000	82.696.0 00.000	98.353.6 22.000	79.748.9 72.000	70.125.3 40.000	80.393.3 10.000
Contagem	184	189	195	187	181	174	173	165	151

Fonte: Elaborada pelos autores

A Tabela 5 diz respeito à estatística descritiva da política de endividamento durante o período entre 2010 e 2018. Da mesma forma que na mensuração do excesso de confiança presente no excesso de aquisição, a mediana é uma referencial para definição do excesso de confiança mensurado por meio da política de endividamento. Observa-se que, de maneira geral, o mercado adotou uma postura agressiva no ano de 2015 (0,851), indicando que até 50% das empresas utilizava extensivamente a dívida como fonte de recurso para investimento. Situação muito diferente no ano de 2010, onde a mediana registrou o menor valor do período (0,380).

Tabela 5 – Estatística descritiva da Política de endividamento entre 2010 e 2018

Política de endividamento	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010
Média	4,193	4,020	3,295	2,304	1,521	1,169	12,334	1,389	0,732
Erro padrão	1,896	1,929	1,304	0,613	0,312	0,338	10,284	0,311	0,070
Mediana	0,473	0,483	0,685	0,851	0,693	0,485	0,496	0,500	0,380
Desvio padrão	29,378	29,317	19,608	9,127	4,612	4,916	149,385	4,415	0,988
Variância da amostra	863,04	859,50	384,46		21,26		22.315,75	19,49	
	8	7	7	83,299	8	24,164	2	6	0,976
Curtose		190,48	174,56	108,33	53,88	187,54		92,75	11,80
	85,827	3	7	5	1	2	205,155	7	7
Assimetria	9,183	13,357	12,699	9,731	7,088	13,337	14,246	8,815	2,914
Mínimo	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Máximo	320,71	426,77	278,16	113,81	41,80	70,28	2.157,00	52,27	6,48
Contagem	240	231	226	222	219	212	211	201	198

Fonte: Elaborada pelos autores.

A Tabela 6 trata da análise descritiva acerca da taxa de retenção. Seguindo a mesma metodologia dos outros indicadores, supõe-se que as retenções acima da mediana apresentam a presença do excesso de confiança nos acionistas. Observa-se baixa oscilação relativa da mediana ao longo do período analisado. Dada a necessidade de haver lucro durante o período para a mensuração da taxa de retenção do lucro, o tamanho da amostra reduz-se consideravelmente quando comparado aos outros indicadores.

Tabela 6 – Estatística descritiva da Taxa de retenção de lucro entre 2010 e 2018

Taxa de Retenção	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010
Média	0,674	0,744	0,714	0,631	0,662	0,680	0,656	0,6363	0,680
Erro padrão	0,023	0,023	0,028	0,029	0,024	0,026	0,027	0,0258	0,022
Mediana	0,731	0,793	0,761	0,670	0,686	0,729	0,689	0,6847	0,725
Desvio padrão	0,282	0,256	0,286	0,291	0,236	0,282	0,272	0,2722	0,250
Variância da amostra	0,080	0,066	0,082	0,085	0,055	0,080	0,074	0,0741	0,062
Curtose	-0,695	0,376	-0,573	-0,711	-0,479	-0,666	-0,485	0,4436	-0,163
Assimetria	-0,589	-0,997	-0,768	-0,487	-0,294	-0,606	-0,561	0,5743	-0,706
Mínimo	0,051	0,015	0,040	0,000	0,0005	0,017	0,001	4,80738E-05	0,053
Máximo	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Contagem	149	124	107	102	100	118	104	111	128

Fonte: Elaborada pelos autores.

Observou-se também, que a média apresenta um comportamento semelhante à mediana, não oscilando de forma significativa ao longo do período, mas com o desvio padrão indicando haver uma dispersão relativamente, significativa dentro de cada período.

5 Considerações Finais

O objetivo deste artigo foi propor uma nova forma de mensurar excesso de confiança a partir da taxa de retenção, servindo de indicador para a presença do viés cognitivo nos acionistas. As análises descritivas permitiram algumas observações preliminares acerca da adoção da nova métrica.

Utilizaram-se dados das demonstrações contábeis para cálculo da taxa de retenção. A partir dos resultados apresentados, prosseguiu-se com a análise descritiva. Observa-se o comportamento, relativamente, estável da mediana, principalmente, da taxa de retenção ao longo do período analisado. Sendo este indicador o ponto de referência para definição da existência do viés cognitivo.

Destaca-se a relevância deste estudo ao sugerir uma forma alternativa de mensurar o excesso de confiança nos acionistas, tendo em vista a grande disponibilidade de estudos sobre o tema com enfoque para os gestores. O impacto da personalidade sobre a tomada de decisão é tema muito presente nas pesquisas nas diversas áreas das ciências sociais aplicadas (Andrade, 2019; Costa, 2017; Kim et al., 2016; Malmendier & Tate, 2008; Santos et al., 2019).

Por outro lado, observaram-se alguns fatores limitantes da forma de mensurar excesso de confiança por meio da taxa de retenção. A primeira delas, é o fato de haver a necessidade de se apurar o lucro durante o período analisado, pois, na existência de prejuízo, não é possível calcular a referida taxa. O segundo fator limitante neste trabalho é o fato da utilização da conta de distribuição de dividendos presentes na Demonstração do Fluxo de Caixa (DFC). A conta presente nesta demonstração destaca a distribuição proveniente de outros períodos além do exercício analisado, mas que é ajustada ao longo do tempo.

Sugere-se para pesquisas futuras a utilização de um modelo econométrico mais robusto, a exemplo de análise de regressão múltipla e de teste de correlação entre as diversas formas de se mensurar o excesso de confiança como forma de conferir robustez a métrica alternativa. Da mesma forma, indica-se a utilização da conta de distribuição de dividendos presentes em outras demonstrações como a Demonstração do Valor Adicionado (DVA).

Referências

- Ahmed, A. S., & Duellman, S. (2012). Managerial overconfidence and accounting conservatism. *Journal of Accounting Research*, 51(1), 1-30.
- Albar, F. M., & Jetter, A. J. (2013). Fast and frugal heuristics for new product screening - is managerial judgment “good enough?” *International Journal of Management and Decision Making*, 12(2), 165-189.
- Andrade, J. P. (2019). *Análise da relação entre o excesso de confiança de gestores de empresas brasileiras e a estratégia empresarial*. (Dissertação de mestrado). Universidade Federal da Paraíba, João Pessoa, PB, Brasil.
- Ataullah, A., Vivian, A., & Xu, B. (2017). Time-varying managerial overconfidence and corporate debt maturity structure. *European Journal of Finance*, 24(2), 157-181.
- Caputo, A. (2014). Relevant information, personality traits and anchoring effect. *International Journal of Management and Decision Making*, 13(1), 62-76.
- Chen, H. S., & Sabherwal, S. (2019). Overconfidence among option traders. *Review of Financial Economics*, 37, 61-91.
- Chyz, J. A., Gaertner, F. B., Kausar, A., & Watson, L. (2019). Overconfidence and corporate tax policy. *Review of Accounting Studies*, 24(3), 1114-1145.
- Costa, D. F. (2017). *Ensaio sobre vieses cognitivos no processo de tomada de decisão gerencial*. (Tese de Doutorado). Universidade Federal de Lavras, Lavras, MG, Brasil.
- Dashtbayaz, M. L., & Mohammadi, S. M. (2016). The effect of managerial overconfidence on investment. *International Journal of Accounting and Economics Studies*, 4(1), 21-23.

- Hackbarth, Dirk. (2009). Determinants of corporate borrowing: A behavioral perspective. *Journal of Corporate Finance*, 15(4), 389-411.
- He, Y., Chen, C., & Hu, Y. (2019). Managerial overconfidence, internal financing, and investment efficiency: evidence from China. *Research in International Business and Finance*, 47, 501-510.
- Hsu, C., Novoselov, K. E., & Wang, R. (2017). Does accounting conservatism mitigate the shortcomings of CEO overconfidence? *The Accounting Review*, 92(6), 77-101.
- Kahneman, D., & Tversky, A. (1979). Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk. *Econometrica*, 47(2), 263-291.
- Kim, H. A., Choi, S. U., & Choi, W. (2019). Managerial overconfidence and firm profitability. *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 26(6), 1608-1625.
- Kim, J. B., Wang, Z., & Zhang, L. (2016). CEO Overconfidence and stock price crash risk. *Contemporary Accounting Research*, 33(4), 1720–1749.
- Malmendier, U., & Tate, G. (2008). Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the market's reaction. *Journal of Financial Economics*, 89(1), 20–43.
- Malmendier, U., Tate, G., & Yan, J. (2011). Overconfidence and early-life experiences: the effect of managerial traits on corporate financial policies. *Journal of Finance*, 66, 1687-1733.
- Pompian, M. M. (2006). *Behavioral finance and wealth management: building optimal portfolios that account for investor biases* (1a ed.). Nova Jersey: Wiley Finance Series.
- Santos, J. V. J., Azevedo, Y. G. P., Assunção, A. B. A., & Mól, A. L. R. (2019). Fatores Determinantes do Grau de Excesso de Confiança dos Estudantes de Ciências Contábeis. *Revista Contabilidade e Controladoria*, 11(1).
- Schrand, C. M., & Zechman, S. L.C. (2011). Executive overconfidence and the slippery slope to financial misreporting. *Journal of Accounting and Economics*, 53, 311-329.
- Silva, T. B. J., Mondini, V. E. D., & Silva, T. P. (2015). Influência do excesso de confiança e otimismo no endividamento em empresas de menor porte brasileiras e chilenas. *Anais do Encontro Brasileiro de Economia e Finanças Comportamentais*. São Paulo, SP, Brasil, 2.
- Simon, H. A. (1959). Theories of decision-making in economics and behavioral science. *The American Economic Review*, 49(3), 253-283.
- Simon, H. A., & Newell, Al. (1971). Human problem solving: The state of the theory in 1970. *American Psychologist*, 26(2), 145–159.
- Tversky, A., & Kahneman, D. (1974). Judgment under uncertainty heuristics and biases. *Journal of the American Statistical Association*, 79(385), 141-162.
- Yi, H., & Xiugang, Y. (2019). Managers' overconfidence, risk preference, herd behavior and non-efficient investment. *Independent Journal of Management & Production*, 10(1), 56-75.