

# As Finanças Comportamentais e a Estrutura de Capital

## Behavioral Finance and Capital Structure

Felippe Aparecido Cippiciani<sup>1</sup>  
Fabio Emanuel Farago<sup>2</sup>

### Resumo

Este artigo objetiva analisar o estado da literatura de finanças para avaliar a relação de finanças comportamentais e estrutura de capital para, em seguida, estruturar entrevistas com diretores acerca do tema. A metodologia deste trabalho é qualitativa e exploratória e se deu por meio de três entrevistas semiestruturadas com diretores financeiros de empresas de grande porte brasileiras. Os resultados desta pesquisa revelam a interação entre métricas quantitativas e vieses comportamentais na tomada de decisões financeiras. Os resultados das entrevistas demonstram que os diretores enfatizam métricas como TIR, Payback e VPL, mas suas respostas sugerem que há a influência de vieses comportamentais na tomada de decisão. A aversão ao risco, influenciada pelo cenário econômico, afeta a abordagem de investimento. A pandemia desencadeou mudanças comportamentais, com busca por colaboração e precaução. Dúvidas sobre dívida refletem o viés da aversão ao endividamento e a mentalidade de escassez. Esses resultados ressaltam a importância de considerar tanto aspectos quantitativos quanto comportamentais nas decisões financeiras corporativas. Em conclusão, o trabalho mostra a relação complexa entre métricas quantitativas e vieses comportamentais nas decisões financeiras. Essa abordagem híbrida revela a influência da aversão ao risco, mudanças de contexto e incertezas na tomada de decisões. Esse artigo contribui para a teoria ao elaborar três proposições testáveis oriundas do método qualitativo, podendo auxiliar os executivos de finanças a compreenderem como seus vieses podem impactar a estrutura de capital e, por consequência, os resultados das firmas.

**Palavras-Chave:** Estrutura de capital; Finanças comportamentais; Decisões de financiamento; Vieses comportamentais.

### Abstract

This article aims to analyze the relationship between behavioral finance and capital structure through the development of three propositions. The methodology of this work is qualitative and exploratory and was carried out through three semi-structured interviews with financial directors of large Brazilian companies. The results of this research reveal the

---

<sup>1</sup> Universidade de São Paulo, ORCID: 0000-0002-9411-8311. E-mail: felippe.cippiciani151091@gmail.com

<sup>2</sup> Universidade de São Paulo, ORCID: 0000-0003-0869-7220. E-mail: fabio.farago@hotmail.com

interaction between quantitative metrics and behavioral biases in financial decision-making. Respondents emphasize metrics such as IRR, Payback and NPV, but their responses also highlight the influence of behavioral biases. Risk aversion, influenced by the economic scenario, affects the investment approach. The pandemic triggered behavioral changes, with a search for collaboration and precaution. Doubts about debt reflect the debt aversion bias and the scarcity mindset. These results underscore the importance of considering both quantitative and behavioral aspects in corporate financial decisions. In conclusion, the work shows the complex interrelationship between quantitative metrics and behavioral biases in financial decisions. This hybrid approach reveals the influence of risk aversion, context changes and uncertainty in decision-making. This article contributes to the theory by elaborating three propositions to be tested quantitatively and for managerial practice, since it can help finance executives to understand how their biases can impact the capital structure, and consequently, the results of firms.

**Keywords:** behavioral determinants; financing decisions; behavioral biases.

\* \* \*

## 1 Introdução

A literatura clássica que se debruça sobre os fatores determinantes da estrutura de capital das empresas associa fundamentos das empresas como determinante do nível de endividamento para financiamento, com diversas abordagens distintas (Jensen, 1986; Miller & Rock, 1985, Myers & Majluf, 1984; Baker & Wurgler, 2002). Mais recentemente, há uma ênfase, derivada empiricamente, em características das firmas, como rentabilidade, tamanho, efeitos do setor e de países, por exemplo (Kayo & Kimura, 2011). Entretanto, uma outra corrente de pesquisa sugere que existem determinantes comportamentais dos executivos de finanças que afetam a tomada de decisões acerca da estrutura de capital (Marwan & Sedeek, 2018). Esta visão contrapõe o paradigma neoclássico das finanças, que assume que os executivos são capazes de maximizar a riqueza dos acionistas e incorporar todas as informações nas previsões, sendo assim racionais ao tomar decisões corporativas de investimentos, financiamentos e fusões e aquisições (Fromlet, 2001). Essa corrente teórica tem apresentado evidências de que os vieses influenciam na estrutura de capital mesmo nos tomadores de decisões mais influentes e bem treinados, como os CEOs e CFOs (Guenzel & Malmendier, 2020).

O estudo dos vieses e seus impactos dentro das decisões de investimento e financiamento das empresas tem crescido no campo das finanças comportamentais desde o trabalho seminal de Tversky e Kahneman (1974), com a teoria dos prospectos, que ampliou o uso de aspectos comportamentais e psicológicos dentro do campo das finanças. Assim, os vieses representam elementos significantes da tomada de decisões nos níveis hierárquicos mais elevados das empresas. Diversos vieses têm sido estudados na literatura, entre os quais pode-se destacar o nível de

otimismo do executivo de finanças (Graham et al., 2013); a sua superconfiança (Hirshleifer, Low & Teoh, 2012), efeitos da experiência (Malmendier & Nagel, 2011) e a aversão em relação ao risco (Graham et al., 2013). Enquanto existem diversos estudos empíricos internacionais sobre este tema (Marwan & Sedeek, 2018; Guenzel & Malmendier, 2020), no Brasil ainda existe uma carência de pesquisas que demonstrem como os fatores comportamentais impactam na estrutura de capital das firmas brasileiras.

Aumentar o entendimento acerca dos determinantes da estrutura de capital é relevante, pois a eficiência pela qual esta é gerenciada pelos executivos de finanças afeta tanto o desempenho das empresas quanto sua habilidade de absorver as mudanças no ambiente (Strebulaev, 2007). As decisões sobre a estrutura de capital também possuem relação com as taxas de crescimento das empresas (Forte, Barros & Nakamura, 2013). Alguns autores expuseram vieses comportamentais que podem influenciar na formação da estrutura de capital das empresas, como o otimismo (Graham et al., 2013), a superconfiança (Menkhoff, Schmidt & Brozyski, 2006), os efeitos da experiência (Malmendier & Nagel, 2011) e a aversão em relação ao risco (Graham et al., 2013). Uma das principais teorias para explicar a estrutura de capital é conhecida como “Pecking Order Theory”, e preconiza que quando as organizações esgotarem seus recursos internos, elas tenderão a recorrer ao endividamento, e apenas quando esgotar sua capacidade de emitir dívidas, é que elas emitirão ações (Myers & Majluf, 1984). Entretanto, alguns estudos, como o de Adomdza, Åstebro & Yong (2016), encontraram evidências não consistentes como a teoria da *pecking order* ao evidenciar que os vieses possuem efeitos significativos na estrutura de capital.

Neste sentido, mais pesquisas se fazem necessárias para avaliar a relação entre vieses comportamentais e a estrutura de capital, evidenciando como esta relação poderia, ou não, desafiar a visão clássica. Portanto, apesar dos avanços citados, a relação entre a estrutura de capital e as finanças corporativas ainda não está clara na literatura. Ambas as áreas são complexas e possuem um amplo corpo com diferentes teorias e abordagens que são pouco relacionadas entre si. As evidências de que essas áreas estão relacionadas ainda são escassas (Strebulaev, 2007). A proposta desse artigo é avaliar a relação entre essas duas abordagens para verificar em que ponto a literatura está na relação entre os dois temas e, através de entrevistas estruturadas com diretores, confrontar o arcabouço teórico levantado. Posto isso, este artigo objetiva analisar a relação de finanças comportamentais e estrutura de capital resultando em três proposições testáveis, desenvolvidas em um contexto qualitativo.

Portanto, a metodologia deste trabalho é qualitativa e se deu por meio de três entrevistas com diretores financeiros de empresas de grande porte brasileiras. Os resultados contribuem para o melhor entendimento do papel

dos vieses comportamentais na formação da estrutura de capital das empresas brasileiras bem como suas implicações para as teorias tradicionais, como a teoria da hierarquia das fontes de recursos (*pecking order theory*). Do ponto de vista gerencial, este artigo possui implicação prática, uma vez que auxilia os executivos de finanças a compreenderem que seus vieses podem impactar a estrutura de capital, e por consequência, os resultados das firmas. Sob a ótica acadêmica, o artigo contribui ao apresentar proposições que podem ser testadas empiricamente em pesquisas futuras.

## 2 Referencial Teórico

### 2.1 Estrutura de Capital

Existe um grande volume de trabalhos na literatura visando explicar a estrutura de capital das empresas, desde o trabalho seminal de Modigliani e Miller (1958, 1959), que determina o custo de capital das empresas através de condições de mercado. Entre as teorias dominantes que surgiram nesse contexto, destacam-se a hipótese do fluxo de caixa livre (Free Cash Flow Hypothesis) (Jensen, 1986), a teoria do déficit de fluxo de caixa (Cash Flow Shortfall Theory) (Miller & Rock, 1985), a teoria da hierarquia das fontes de recursos (Pecking Order Theory) (Myers & Majluf, 1984), e a teoria do timing do mercado (Equity Market Timing) (Baker & Wurgler, 2002). Esses modelos e teorias se baseiam na assimetria de informação e nos problemas de agência. Assim, assumem que a administração tem mais vantagens com informações do que os investidores.

Deste modo, existem diferentes abordagens que visam explicar a estrutura de capital das empresas. De acordo com Forte, Barros e Nakamura (2013), empresas com altas taxas de crescimento, frequentemente precisam de mais financiamentos. A relação entre a rentabilidade da empresa e a sua estrutura de capital pode ser justificada pela *Pecking Order Theory* e pela Teoria da Agência. Segundo Myers e Majluf (1984) a *Pecking Order Theory* preconiza que quando as organizações esgotam seus recursos internos, elas recorrem ao endividamento, e apenas quando esgotar sua capacidade de emitir dívidas, é que elas emitem ações. Já a Teoria da Agência foca nas diferenças entre os objetivos dos acionistas com o dos administradores, salientando que o endividamento pode ter um importante efeito disciplinar nos gerentes, prevenindo que eles desperdicem recursos corporativos em projetos que não agregam valor (Jensen & Meckling, 1976).

Uma outra teoria presente na literatura internacional, é chamada de *timing* do mercado (*Equity Market Timing*). Afirmando os efeitos dessa teoria, Baker e Wurgler (2002) descobriram, através de seus estudos, que as empresas americanas tendem a emitir ações, ao invés de dívidas, quando o valor de mercado de suas ações é alto em relação ao valor contábil, para

aproveitar essa sobreprecificação para levantar capital. Por esta visão, as empresas tendem a emitir ações, segundo Alti (2006), quando identificam "janelas de oportunidade", que são momentos percebidos por um custo de capital relativamente baixo comparado a outras fontes de capital alternativas, como dívidas. Adicionalmente, Rossi Júnior e Marotta (2010) observaram que a tentativa das empresas de aproveitar essas janelas de oportunidade, explorando flutuações temporárias no custo de capital em relação a outras formas de financiamento, definiria sua estrutura de capital.

As decisões sobre a estrutura de capital das empresas constituem uma das questões mais primordiais da administração financeira. Nesse sentido, Santos, Pimenta Júnior e Cicconi (2009) argumentam que as empresas podem financiar suas atividades utilizando recursos próprios e de terceiros, que juntos formam a estrutura de capital da empresa. O financiamento é essencial para que as empresas possam expandir qualquer parte de seus negócios, seja para pesquisa, produção, financiamento de ações ou promoção internacional. Mas, as organizações geralmente não têm capacidade financeira para se financiar apenas com os recursos que geram e, portanto, fontes de financiamento alternativas a um custo razoável se fazem necessárias (Oliveira e Frascaroli, 2014).

A eficiência da estrutura de capital e sua capacidade de promover melhores resultados a companhia são pontos cruciais para serem considerados. Nesse contexto, a literatura analisa se existe uma estrutura de capital ótima para as organizações, ou seja, que maximiza o resultado da companhia através da escolha da fonte de financiamento escolhida. Essa tomada de decisão muitas vezes é avaliada pelo executivo de finanças da companhia, conforme estratégias traçadas. Então, a estrutura de capital ótima influencia os preços das ações que, por sua vez, refletem a forma como as empresas estão se financiando via capital próprio e terceiros. (Perobelli; Famá, 2002)

Ribeiro Neto e Famá (2002) observaram que o alto custo de captação de recursos para financiar projetos, o ineficiente sistema tributário, aliados à falta de poupança, dificultam o financiamento das empresas brasileiras. Para os autores, o mercado de capitais aparece como uma alternativa para solucionar essas questões. O mercado de capitais, conforme apontado por Oliveira e Frascaroli (2014), permite a transferência de recursos entre poupadores e tomadores de crédito. O desenvolvimento desse mercado promove o desenvolvimento socioeconômico dos países. Além disso, Bessler e Thies (2006) também destacaram a importância dos IPOs para o crescimento econômico e do emprego.

Dentre as diferentes alternativas de captação de recursos, Fama e French (2005) destacam que a opção pela emissão de ações é uma prioridade entre as empresas. Por essa razão, Ritter (1987) afirmou que é importante analisar os fatores relacionados ao financiamento no mercado de capitais. Complementarmente, Chen e Ritter (2000) apontam que é amplamente

aceito que a emissão de ações é complexa e dotada de diversos fatores relevantes, como custos fixos, que podem levar a economias de escala, e custos variáveis.

Foi observado por Kim e Weisbach (2005) que as decisões de financiamento pela emissão de ações na bolsa têm suas principais justificativas explicadas principalmente pela necessidade de capital para investimento. Estes autores apontam que grande parte dos recursos captados são alocados para investimentos em pesquisa e desenvolvimento, em gastos de capital e em estoque. Complementarmente, segundo Prociandy e Caselani (1997), a emissão de ações é uma das principais fontes de financiamento. A priori, os recursos gerados pela emissão podem ser investidos em ativos ou na redução de passivos. Os autores estudaram empresas que negociaram suas ações na Bovespa entre 1988 e 1993, demonstrando que, em geral, os recursos captados por meio da emissão de ações eram investidos principalmente em ativos permanentes.

## *2.2 Finanças Comportamentais*

As teorias tradicionais partem da premissa de que os mercados são competitivos e os agentes são racionais (Filbeck, 2017), o que implica que tomada de decisão sempre se dá a luz dos fundamentos das empresas, não influenciadas por individualidades e vieses comportamentais (Zahera & Bansal, 2018; Jain et al., 2019). Porém, Kahneman e Tversky (1979) trouxeram uma nova visão à luz da economia comportamental. Nesta literatura, muitas vezes os indivíduos se afastam da lógica e da razão para se aventurar em um terreno dotado de personalidade individual e com suas próprias características individuais. Neste contexto, os autores afirmam que o processo decisório individual é, em muitas ocasiões, permeado por comportamentos onde a racionalidade se mostra limitada, com a utilização de heurísticas que conduzem a vieses comportamentais (Simon, 1972). Atualmente, há evidências de que esses vieses influenciam nas decisões de formação de estrutura de capital das empresas (Guenzel & Malmendier, 2020).

Essa visão comportamental questiona alguns pressupostos da teoria das finanças tradicionais. Milanez (2003, p.28), destaca que o objetivo das Finanças Comportamentais não é abdicar totalmente da visão moderna das finanças, mas apresentar situações em que a tomada de decisão não seja totalmente baseada nos pressupostos tradicionalmente adotados. As Finanças Comportamentais recorrem por vezes as chamadas heurísticas, que de acordo com Flores et al., (2011), funcionam como uma espécie de atalho mental, servem para que andemos mais rápido e poupemos esforços na hora de reunir informações em geral. As razões por trás do estudo do comportamento dos executivos de finanças e características pessoais deve-se as constatações empíricas de que as decisões relacionadas às políticas corporativas e a estrutura de capital são influenciadas pelo comportamento

dos executivos (Barros et al., 2008; Graham et al., 2013). Entre os vieses comportamentais mais frequentes na literatura e que influenciam na formação da estrutura de capital, destacam-se: o otimismo do executivo de finanças; a superconfiança; os efeitos da experiência; e a aversão ao risco (Adomdza, Åstebro & Yong, 2016; Barros et al., 2008; Graham et al., 2013; Malmendier & Nagel, 2011).

O otimismo, como viés comportamental, pode fazer com que o executivo superestime a estabilidade do fluxo de caixa e a lucratividade futura da firma. De acordo com a literatura, este viés está relacionado ao grau de tolerância ao risco do gestor, influenciando suas decisões de financiamento, por exemplo, fazendo com que o gestor decida por uma alavancagem excessiva com o objetivo de aproveitar a oportunidade (Ali & Anis, 2012; Graham et al., 2013).

O excesso de confiança é um viés que leva os gestores a superestimar não apenas a estabilidade do fluxo de caixa futuro, mas também sua própria capacidade gerencial. Segundo pesquisas como as conduzidas por Ben-David et al. (2007) e Ali & Anis (2012), o excesso de confiança pode levar a escolhas financeiras mais arriscadas, já que os gestores tendem a subestimar suas habilidades frente aos desafios e as incertezas do ambiente empresarial. De Sena Costa et al. (2019) apresentam evidências empíricas de que o excesso de confiança afeta a decisão de alavancagem da firma.

Os efeitos de experiência são outro fator a considerar na análise comportamental dos gestores financeiros, embora relacionado com o viés anterior (Silva et al., 2017). Esse fenômeno sugere que as experiências pessoais dos executivos têm um impacto duradouro em suas crenças e escolhas arriscadas nos negócios. Estudos como os de Malmendier & Nagel (2011) e Cavalcanti et al. (2018) mostram que eventos da vida pessoal podem moldar as atitudes em relação ao risco e à tomada de decisão financeira, influenciando indiretamente a estrutura de capital da empresa. Em uma visão clássica, apenas as condições e expectativas de mercado e as características da empresa deveriam influenciar a tomada de decisão. As evidências dos autores trazem um fator que não está nos fundamentos da firma e determinam seus resultados.

Por fim, a aversão ao risco mensura o grau de racionalidade e propensão a assumir riscos por parte dos gestores (Goel & Thakor, 2008). Assim, a literatura destacada que a aversão excessiva ao risco pode levar os gestores a evitar oportunidades de investimento potencialmente lucrativas, impactando assim a estratégia de financiamento e a alocação de recursos da empresa

### 3 Metodologia

Esta pesquisa tem como objetivo geral analisar a relação de finanças comportamentais e estrutura de capital por meio do desenvolvimento de três proposições, oriundas do estudo teórico da literatura e da aplicação de entrevistas em diretores financeiros de grandes companhias, embora não tenha o objetivo de testá-las, deixando as hipóteses para que trabalhos quantitativos empíricos futuros possam investigar.

Como a relação entre a estrutura de capital e as finanças corporativas ainda não está clara na literatura, posto que ambas as áreas são complexas e possuem um amplo corpo com diferentes teorias e abordagens que são pouco relacionadas entre si, a proposta desse artigo é elaborar proposições para testáveis. Para isso foi selecionado um delineamento de pesquisa qualitativo e exploratório. O caráter qualitativo deve a pesquisa se preocupar com aspectos não quantificáveis da realidade, buscando "descrever, decodificar, traduzir e lidar com o significado de determinado fenômeno" (Silveira; Córdova, 2009), além de interpretar o conteúdo das informações levantadas (Creswell; Creswell, 2017; Goldenberg, 2004).

A metodologia utilizada foi qualitativa e por meio de entrevistas com diretores financeiros. Por meio das entrevistas, é possível entender qual relação é o ponto de vista prático/gerencial sobre um determinado assunto, fornecendo as informações necessárias para compreender como contribuir com um determinado campo teórico (Matias, Silva e Farago, 2020). As entrevistas utilizaram um roteiro semiestruturado com 7 questões, disponível no anexo 1 deste trabalho. Foram realizadas 3 entrevistas com diretores financeiros de grandes organizações brasileiras. O uso de entrevistas semiestruturado é adequado para este tipo de trabalho exploratório, pois permite analisar uma relação específica ao mesmo tempo que possibilita um entendimento mais profundo acerca das relações levantadas do ponto de vista de cada entrevistado (Matias e Farago, 2021). O entrevistado 1 atua no setor industrial como Chief Financial Officer. O entrevistado 2 é Chief Executive Officer de uma fintech. A entrevistada 3 é diretora financeira de uma companhia aérea internacional. A análise dos dados foi feita por meio de análise de conteúdo (Creswell e Creswell, 2017).

## 4 Resultados

O primeiro ponto explorado na pesquisa qualitativa, por meio das entrevistas, foi o processo de tomada de decisões de investimento e financiamento utilizado pelos executivos. A resposta do Entrevistado 1 enfatiza a importância do planejamento de investimentos como base para as decisões de financiamento. A menção à TIR, Payback e VPL demonstra uma abordagem quantitativa e orientada para resultados, onde a avaliação de métricas financeiras é crucial para avaliar a viabilidade dos projetos. A ênfase no alinhamento com a estratégia da empresa ressalta a importância



de garantir que as decisões de financiamento estejam em sintonia com os objetivos organizacionais mais amplos, conforme trecho citado:

Todas as decisões são tomadas baseadas no planejamento dos investimentos. São analisados a TIR (Taxa Interna de retorno), Payback (Retorno sobre o investimento) e VPL (Valor presente do investimento.). Todas estas decisões são alinhadas com a estratégia da empresa (Entrevistado 1).

Já a resposta do Entrevistado 2 apresenta uma perspectiva diferente: “Não financiamos nada, mas quando necessário, buscamos oportunidade como pronampe ou BNDS”. O que indica que a empresa não realiza financiamentos regulares. No entanto, a menção ao Pronampe e ao BNDS revela uma abordagem voltada para aproveitar oportunidades de financiamento governamental, quando necessário. Isso sugere uma estratégia reativa, onde a empresa busca apoio externo em momentos específicos de necessidade de capital.

Já a resposta do Entrevistado 3 destaca as complexidades enfrentadas por empresas listadas em bolsa. Aqui, a tomada de decisões de financiamento é descrita como um processo estruturado, envolvendo altos executivos como o conselho de administração e a diretoria executiva. A menção a "fatores e considerações" aponta para uma abordagem abrangente, onde aspectos financeiros, regulatórios e estratégicos são cuidadosamente avaliados antes de tomar decisões de financiamento:

Por ser uma empresa listada em bolsa, as decisões de financiamento geralmente envolvem um processo complexo e estruturado, com o objetivo de obter os recursos financeiros necessários para financiar operações correntes e projetos de crescimento. (Entrevistado 3).

Assim, o primeiro ponto levantado é o de que empresas listadas na bolsa, que possuem um arcabouço burocrático maior, têm uma tomada de decisão que seque uma estrutura. Porém, vale destacar um ponto não citado diretamente acima, que todas as respostas explicitam que, apesar de existirem processos estruturados para decisões de investimento e financiamento, conforme apontado pelos entrevistados, a tomada de decisões ainda é fortemente influenciada por fatores comportamentais dos executivos.

Por exemplo, o entrevistado 2 afirmou que toma decisões de investimentos “quando identificamos algumas oportunidades de investimento que estejam alinhadas com nossas capacidades, recursos e **competências principais**”. Desde modo, existe espaço para a subjetividade de avaliação dos indivíduos quanto a sua percepção sobre oportunidades rentáveis e não rentáveis, capacidades internas e competências da empresa. As competências individuais e a percepção dos agentes está relacionada a sua própria visão do processo, podendo assim, ser afetada por vieses individuais..

Com base nisso, nossa primeira proposição está descrita a seguir:

**Proposição 1:** Mesmo com processos de tomada de decisões de investimento e financiamento estruturadas, os vieses comportamentais são determinantes na tomada de decisões.

Após essa pergunta inicial, também nos aprofundamos nas mudanças e aprendizados que vieram com a experiência dos executivos na tomada de decisões financeiras. O Entrevistado 1 destaca a influência do cenário econômico de médio prazo no processo de tomada de decisão. A resposta dele enfatiza que o custo do dinheiro e as oportunidades se modificam com o tempo. A menção à medição de risco como um elemento constante e à variação dos tipos de risco em diferentes contextos econômicos destaca a importância da adaptação e do acompanhamento das mudanças econômicas.

O custo do dinheiro e as oportunidades são modificadas de acordo com o cenário de médio prazo. A medição de risco continua, o que muda são os riscos, em cada cenário econômico, temos riscos diferentes. (Entrevistado 1).

A resposta do Entrevistado 2 fornece um contraste interessante entre o passado e o presente. O entrevistado observa que, no passado, o processo de tomada de decisão era mais centralizado e controlado por um pequeno grupo de pessoas. No entanto, o aumento da complexidade devido a mais opções e fatores a serem considerados é indicado como uma mudança contemporânea. A introdução da tecnologia como facilitadora do gerenciamento do processo também é uma observação relevante.

No passado, o processo era mais centralizado em mim e controlado por um pequeno grupo de pessoas na minha empresa. Entretanto, avalio que o processo de tomada de decisão para financiamento e investimento por outro lado se tornou mais complexo. Isso se deve ao fato de que há mais opções disponíveis e mais fatores a serem considerados. (Entrevistado 2).

Entrevistado 3 oferece uma perspectiva mais ampla sobre a evolução do processo de tomada de decisão. A resposta destaca a importância das mudanças no ambiente econômico, regulatório e tecnológico no contexto global corporativo. O entrevistado destaca a necessidade de adaptação contínua e a capacidade de antecipar e se ajustar a essas mudanças para garantir o sucesso a longo prazo. A aplicação desses princípios ao setor da aviação, reconhecido pela sua competitividade, adiciona uma camada de relevância e aplicabilidade prática à discussão.

O processo de tomada de decisão para financiamento e investimento tem evoluído ao longo do tempo, não somente nas empresas em que trabalho mas no contexto global corporativo, devido a diversas mudanças no ambiente econômico, regulatório e tecnológico. Essas mudanças têm influenciado a forma como abordamos as decisões de financiamento e investimento,

buscando adaptação ao cenário em constante transformação e buscando aproveitar as oportunidades emergentes, principalmente em um seguimento competitivo como a aviação. (Entrevistado 3).

O Entrevistado 3 também trouxe outro ponto importante para as mudanças no processo de tomada de decisões, ao destacar as mudanças contextuais que vem ocorrendo:

As considerações ambientais, sociais e de governança têm ganhado cada vez mais importância nas decisões de financiamento e investimento. Até há poucos anos o ESG era algo por vezes completamente ignorado na pauta de discussões orçamentárias. Hoje as empresas estão sendo avaliadas não apenas pelo seu desempenho financeiro, mas também por seus impactos ambientais, práticas sociais e qualidade de governança. (Entrevistado 3).

Esse ponto mostra que a leitura que o executivo faz acerca do cenário econômico também tem um papel importante e afeta a tomada de decisões financeiras. Neste contexto vieses como efeitos da experiência (Malmendier & Nagel, 2011) e a aversão em relação ao risco (Graham et al., 2013) podem determinar como o executivo vai relacionar as mudanças no contexto. Por exemplo, executivos mais conservadores podem decidir não optar por investimentos em ações de ESG por considerar que não terá efeitos sobre o negócio. Outros executivos podem colocar muita ênfase em questões ESG e investir muitos recursos para isso. Deste modo, a percepção do executivo influencia na tomada de decisões financeiras e abre espaço para a existência de diversos vieses.

Com base nisso, nossa primeira proposição está descrita a seguir:

**Proposição 2:** A leitura do ambiente econômico, social ou político influencia na tomada de decisões financeiras dos executivos de finanças.

Uma outra questão que fizemos buscou levantar as principais dúvida que os executivos enfrentam na tomada de decisões financeiras. O Entrevistado 1 ressaltou a importância da taxa de juros e do risco de execução como fatores determinantes na geração de dúvidas quanto à dívida. A alta taxa de juros pode impactar negativamente o investimento, tornando projetos menos atrativos. Além disso, o risco associado à execução inadequada pode prolongar o tempo de maturidade do projeto e reduzir o retorno de caixa esperado. Isso demonstra a sensibilidade que os tomadores de decisão devem ter em relação ao ambiente macroeconômico e aos desafios operacionais.

Taxa de juros altas impactam no investimento, e o risco de a execução não ser correta, pode impactar o tempo de maturidade do projeto e o retorno de caixa. (Entrevistado 1).

O Entrevistado 2 destacou uma mudança de postura após a pandemia. Antes mais arrojada, a entrevistada agora opta por uma abordagem mais cautelosa, descentralizando a tomada de decisões e buscando mais ajuda para evitar erros. Isso reflete o aprendizado gerado pela pandemia à respeito das incertezas inerentes ao impacto das tomadas de decisão. Também demonstra a maior cautela gerada por este aprendizado, destacando o papel das experiências passadas e da autoconfiança – afetada na pandemia – na tomada de decisão. A necessidade de mitigar riscos por meio de uma maior colaboração na tomada de decisões evidencia a importância da adaptabilidade em resposta a circunstâncias extraordinárias.

Sou bem arrojado, mas depois da Pandemia eu analiso mais e peço mais ajuda nas tomadas de decisão, ela ficou mais descentralizada. Tudo isso para mitigar erros. (Entrevistado 2).

A resposta do Entrevistado 3 destaca a recorrência dos momentos de dúvida quanto à dívida. Essa perspectiva é enriquecedora, pois ressalta que as incertezas em relação ao financiamento e à dívida são constantes em diferentes pontos da trajetória empresarial. A escolha entre obter financiamento por meio de dívida ou por meio de recursos dos sócios é uma decisão crítica que influencia diretamente o futuro da empresa. A mencionada dualidade entre financiamento externo e interno sublinha a complexidade inerente a essas escolhas.

Os momentos de dúvida quanto à dívida ocorreram e voltam a ocorrer sempre que nos deparamos com a decisão de como financiar novas operações e projetos. Essa dúvida surge sempre quando há necessidade de levantar capital para investir em novas oportunidades de crescimento (nova malha) ou para enfrentar situações de dificuldade financeira (pandemia). A escolha entre obter mais dívida ou mais dinheiro dos sócios é uma decisão crucial e tem sempre implicações significativas no futuro da empresa. (Entrevistado 3).

Essas respostas, principalmente a do entrevistado 2 e 3, reforçam um ponto da proposição 2 de que a leitura do ambiente pode influenciar na tomada de decisões. Porém, o próprio contexto ambiental no qual a empresa está inserida pode causar uma mudança no perfil e características de tomada de decisão dos executivos. Como o entrevistado 2 destacou, ele possuía um perfil arrojado, mas quando veio o contexto da pandemia, ficou mais conservador em virtude das dificuldades de trabalhar com esse novo contexto. Deste modo, nossa terceira proposição é:

**Proposição 3:** Mudanças no contexto e/ou ambiente no qual a empresa está inserida pode causar mudanças nos vieses comportamentais dos executivos de finanças.

Portanto, por mais estruturada que seja a tomada de decisão, ela sempre é tomada por um gestor, ou um grupo de gestores, que são dotados de vieses, experiências próprias, características cognitivas e comportamentais distintas e, assim, não necessariamente uma decisão, ainda que estruturada, será livre da influência destes fatores. As três proposições levantadas combinam a análise da literatura com as entrevistas com os diretores para sugerir hipóteses para trabalhos quantitativos futuros.

## 5 Considerações Finais

O estudo da literatura sobre a relação entre finanças comportamentais e estrutura de capital levantou questões à respeito da presença ou ausência de vieses comportamentais na tomada de decisão das empresas. Em particular, diversas pesquisas destacaram os efeitos dos vieses comportamentais, como otimismo, excesso de confiança, experiência e aversão ao risco, na forma como os gestores financeiros formulam e implementam estratégias de financiamento e investimento (Ali & Anis, 2012; Graham et al., 2013; Malmendier & Nagel, 2011; Goel & Thakor, 2008). Esses vieses podem influenciar desde a avaliação da estabilidade do fluxo de caixa futuro até a escolha entre diferentes fontes de financiamento, impactando assim a estrutura de capital das empresas. Isso levantou a possibilidade de estruturar uma entrevista com o objetivo de obter o ponto de vista prático gerencial à respeito do tema.

Em conclusão, este artigo apresentou uma análise abrangente das respostas dos três entrevistados em relação ao processo de tomada de decisões de investimento e financiamento, bem como às mudanças ocorridas ao longo do tempo e às principais dúvidas enfrentadas em relação à dívida. Por meio das perspectivas dos entrevistados, foi possível explorar as complexidades inerentes a essas decisões cruciais para as empresas e formular 3 proposições testáveis acerca da relação entre a estrutura de capital das empresas e as finanças comportamentais.

Este artigo contribuiu para aumentar o entendimento sobre como os aspectos comportamentais se relacionam com as teorias tradicionais da estrutura de capital. Com base nos nossos resultados, existem evidências de que essas áreas estão relacionadas (Strebulaev, 2007), porém ainda pouco desenvolvidas. Posto isso, este artigo objetivou analisar a relação de finanças comportamentais e estrutura de capital por meio do desenvolvimento de três proposições para serem testadas quantitativamente.

Os resultados que se contribuem para a teoria ao avançar no entendimento do papel dos determinantes comportamentais na formação da

estrutura de capital das empresas brasileiras bem como suas implicações para as teorias tradicionais, como a teoria da hierarquia das fontes de recursos (pecking order theory). Do ponto de vista gerencial, este artigo possui relevância prática, uma vez que pode auxiliar os executivos de finanças a compreenderem como seus vieses podem impactar a estrutura de capital, e por consequência, os resultados das firmas. Sob a ótica acadêmica, o artigo contribui ao apresentar proposições para serem testadas empiricamente em pesquisas futuras.

Os entrevistados compartilharam *insights* valiosos sobre a abordagem quantitativa de avaliação de investimentos, onde métricas como TIR, Payback e VPL são fatores críticos. No entanto, ao observar a forma como suas decisões são influenciadas por suas percepções do cenário econômico, fica evidente que os vieses comportamentais desempenham um papel poderoso. Por exemplo, a resposta do Entrevistado 1 sobre a influência das taxas de juros e a adaptação às mudanças nos riscos econômicos sugere que a aversão ao risco é um fator que permeia suas escolhas.

Durante a pandemia, observou-se mudanças significativas nas posturas adotadas pelos gestores financeiros, refletindo a influência dos vieses comportamentais. A transição de abordagens mais ousadas para uma postura mais cautelosa destaca a influência do viés da aversão a perdas em meio à incerteza do ambiente. As dúvidas recorrentes em relação à dívida refletem o viés da aversão à incerteza, onde preocupações com o futuro financeiro da empresa podem ser amplificadas. A escolha entre financiamento via dívida ou aportes de sócios reflete então os vieses apresentados. Essas observações destacam a importância dos vieses comportamentais na tomada de decisões financeiras corporativas, especialmente em períodos de incerteza e mudança. Portanto, as três proposições testáveis formuladas neste estudo enfatizam influência significativa dos vieses comportamentais nas decisões financeiras corporativas. A Proposição 1 destaca que, mesmo com processos de tomada de decisões estruturados, os vieses comportamentais dos gestores desempenham um papel determinante. A Proposição 2 sugere que a interpretação do ambiente econômico, social e político tem um impacto direto nas decisões financeiras dos executivos. Por fim, a Proposição 3 enfatiza que mudanças no contexto ou ambiente empresarial podem resultar em alterações nos vieses comportamentais dos gestores financeiros. Essas proposições ressaltam a importância de se considerar não apenas os aspectos quantitativos, mas também os fatores subjetivos e emocionais na tomada de decisões financeiras corporativas.

Ao explorar as respostas dos entrevistados, foi evidente que fatores emocionais, subjetivos e cognitivos são significativos ao lado dos fundamentos das empresas. A análise revelou que a tomada de decisões é um equilíbrio delicado entre lógica quantitativa e influências

comportamentais, destacando a complexidade desse processo crucial para o sucesso empresarial.

Como limitações desse trabalho, destacamos o uso de apenas 3 entrevistas, o que pode limitar o potencial de generalização desses resultados, porém destacamos que enquanto um estudo preliminar de levantamento de proposições, atingimos o objetivo. Como sugestões de pesquisas futuras, recomendamos uma abordagem quantitativa para validar empiricamente as nossas três proposições.

Note ainda, que o trabalho não tem por objetivo obter um resultado conclusivo sobre a relação entre estrutura de capital e finanças comportamentais, apenas levar hipóteses para trabalhos empíricos endereçarem, obtidas através do levantamento da literatura e das entrevistas semiestruturadas.

## Referências

- Adomdza, G. K., Åstebro, T., & Yong, K. (2016). Decision biases and entrepreneurial finance. *Small Business Economics*, 47, 819-834.
- Ali, A., Iqbal, N., Ali, F., & Afzal, B. (2012). *Alternanthera bettzickiana* (Regel) G. Nicholson, a potential halophytic ornamental plant: growth and physiological adaptations. *Flora-Morphology, Distribution, Functional Ecology of Plants*, 207(4), 318-321.
- Alti, A. (2006). How persistent is the impact of market timing on capital structure?. *The Journal of Finance*, 61(4), 1681-1710.
- Avkiran, N. K. (2018). Rise of the partial least squares structural equation modeling: An application in banking. *Partial least squares structural equation modeling: Recent advances in banking and finance*, 1-29.
- Bah, R., & Dumontier, P. (2001). R&D intensity and corporate financial policy: Some international evidence. *Journal of Business Finance & Accounting*, 28(5-6), 671-692.
- Baker, M., & Wurgler, J. (2002). Market timing and capital structure. *The journal of finance*, 57(1), 1-32.
- Ben-David, I., Graham, J. R., & Harvey, C. R. (2007). *Managerial overconfidence and corporate policies* (No. w13711). National Bureau of Economic Research.
- Bessler, W., & Thies, S. (2006). Initial public offerings, subsequent seasoned equity offerings, and long-run performance: Evidence from IPOs in Germany. *Journal of Entrepreneurial Finance*, 11(3), 1-37.
- Cavalcanti, J. M. M., Paz, R. A. L., Ferreira, B. P., Amaral, H. F., & Mól, A. L. R. (2018). Relevância das características dos ceo's na estrutura de capital de empresas listadas no ibrx-100 da bm&fbovespa. *Revista Pretexto*, 25-42.
- Chang, H. H. (2021). Application of Structural Equation Modeling in Behavioral Finance: A Study on the Disposition Effect. In *Handbook of*

*Financial Econometrics, Mathematics, Statistics, and Machine Learning* (pp. 603-626).

Chen, H. C., & Ritter, J. R. (2000). The seven percent solution. *The journal of finance*, 55(3), 1105-1131.

Creswell, J. W., & Creswell, J. D. (2017). *Research design: Qualitative, quantitative, and mixed methods approaches*. Sage publications.

de Sena Costa, I. L., de Sousa Correia, T., & 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.

Fama, E. F., & French, K. R. (2005). Financing decisions: who issues stock?. *Journal of financial economics*, 76(3), 549-582.

Filbeck, G., Ricciardi, V., Evensky, H. R., Fan, S. Z., Holzhauer, H. M., & Spieler, A. (2017). Behavioral finance: A panel discussion. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 15, 52-58.

Flores, S. A. M., Vieira, K. M., Bolzan, L. M., Kich, T. G. F., & Löbler, M. L. Estudos em Finanças Comportamentais: um Mapeamento dos Periódicos Internacionais. *Anais do Salão Internacional de Ensino, Pesquisa e Extensão*, 3(2).

Forte, D., Barros, L. A., & Nakamura, W. T. (2013). Determinants of the capital structure of small and medium sized Brazilian enterprises. *BAR-Brazilian Administration Review*, 10, 347-369.

Fromlet, H. (2001). Behavioral finance-theory and practical application: Systematic analysis of departures from the homo oeconomicus paradigm are essential for realistic financial research and analysis. *Business economics*, 63-69.

Galvão, C. M., Sawada, N. O., & Trevizan, M. A. (2004). Revisão sistemática: recurso que proporciona a incorporação das evidências na prática da enfermagem. *Revista Latino-americana de enfermagem*, 12, 549-556.

Goel, A. M., & Thakor, A. V. (2008). Overconfidence, CEO selection, and corporate governance. *The Journal of Finance*, 63(6), 2737-2784.

Goldenberg, M. (2004). *A arte de pesquisar 8ª edição*. Editora Record.

Grace, J. B. (2021). Instrumental variable methods in structural equation models. *Methods in Ecology and Evolution*, 12(7), 1148-1157.

Graham, J. R., Harvey, C. R., & Puri, M. (2013). Managerial attitudes and corporate actions. *Journal of financial economics*, 109(1), 103-121.

Guenzel, M., & Malmendier, U. (2020). *Behavioral corporate finance: The life cycle of a CEO career* (No. w27635). National Bureau of Economic Research.

Hirshleifer, D., Low, A., & Teoh, S. H. (2012). Are overconfident CEOs better innovators?. *The journal of finance*, 67(4), 1457-1498.

Hossain, A., Saadi, S., & Amin, A. S. (2023). Does CEO risk-aversion affect carbon emission?. *Journal of Business Ethics*, 182(4), 1171-1198.



- Jain, J., Walia, N., & Gupta, S. (2019). Evaluation of behavioral biases affecting investment decision making of individual equity investors by fuzzy analytic hierarchy process. *Review of Behavioral Finance*, 12(3), 297-314.
- Jenkinson, T., & Ljungqvist, A. (2001). Going public: The theory and evidence on how companies raise equity finance. *Oxford University Press*, USA.
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American economic review*, 76(2), 323-329.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (2019). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. In *Corporate governance* (pp. 77-132). Gower.
- Kahneman, D., Slovic, P., & Tversky, A. (Eds.). (1982). Judgment under uncertainty: Heuristics and biases. Cambridge university press.
- Kahneman, D., & Tversky, A. (2013). Prospect theory: An analysis of decision under risk. In *Handbook of the fundamentals of financial decision making: Part I* (pp. 99-127).
- Kayo, E. K., & Kimura, H. (2011). Hierarchical determinants of capital structure. *Journal of banking & finance*, 35(2), 358-371.
- Kim, W., & Weisbach, M. S. (2005). Do firms go public to raise capital?.
- Lee, G., & Masulis, R. W. (2009). Seasoned equity offerings: Quality of accounting information and expected flotation costs. *Journal of Financial Economics*, 92(3), 443-469.
- Malmendier, U., & Nagel, S. (2011). Depression babies: Do macroeconomic experiences affect risk taking?. *The quarterly journal of economics*, 126(1), 373-416.
- Marwan, M., & Sedeek, D. S. (2018). Managerial behavior and capital structure decisions; do overconfidence, optimism and risk aversion matter?. *Asian Economic and Financial Review*, 8(7), 925-945.
- Matias, G. P., & Farago, F. E. (2021). Responsabilidade social corporativa e desempenho financeiro: uma revisão sistemática da literatura internacional. *Future Studies Research Journal: Trends and Strategies*, 13(1), 112-128.
- Matias, G. P., da Silva, G. R. R., & Farago, F. E. (2020). Precarization of work and migration: A review of the international literature. *Revista Eletrônica de Negócios Internacionais: Internext*, 15(1), 19-36.
- Menkhoff, L., Schmidt, U., & Brozynski, T. (2006). The impact of experience on risk taking, overconfidence, and herding of fund managers: Complementary survey evidence. *European economic review*, 50(7), 1753-1766.
- Milanez, D. Y. (2003). *Finanças comportamentais no Brasil* (Doctoral dissertation, Universidade de São Paulo).
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American economic review*, 48(3), 261-297.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1959). The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment: Reply. *The American Economic Review*, 49(4), 655-669.

- Miller, M. H., & Rock, K. (1985). Dividend policy under asymmetric information. *The Journal of finance*, 40(4), 1031-1051.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of financial economics*, 13(2), 187-221.
- Neto, R. M. R., & Famá, R. (2002). Uma alternativa de crescimento para o mercado de capitais brasileiro—o novo mercado. *Revista de Administração da Universidade de São Paulo*, 37(1).
- Perobelli, F. F. C., & Famá, R. (2003). Fatores determinantes da estrutura de capital para empresas latino-americanas. *Revista de Administração Contemporânea*, 7, 9-35.
- Procianoy, J. L., & Caselani, C. N. (1997). A emissão de ações como fonte de crescimento ou como fator de redução do risco financeiro: resultados empíricos. *Revista de Administração-RAUSP*, 32(3), 70-81.
- Ritter, J. R. (1987). The costs of going public. *Journal of financial economics*, 19(2), 269-281.
- Rossi Jr, J. L., & Marotta, M. (2010). Equity Market Timing: Testing Using Brazilian IPOs. *Brazilian Review of Finance*, 8(1), 85-101.
- Santos, C. M., Júnior, T. P., & Cicconi, E. G. (2009). Determinantes da escolha da estrutura de capital das empresas brasileiras de capital aberto: um survey. *Revista de Administração-RAUSP*, 44(1), 70-81.
- Securato, J. R., Oliveira, E. F. D., Perobelli, F. F. C., Luxo, J. C., Securato, J. C., Securato Junior, J. R., ... & Rocha, R. H. (2006). Mercado financeiro e análise de investimento.
- Silva, T. B. D. J., Da Cunha, P. R., & Ferla, R. (2017). Excesso de confiança e otimismo sobre a estrutura de capital de firmas Brasileiras com diversidade no Conselho de Administração. *Revista Mineira de Contabilidade*, 18(3), 27-39.
- Silveira, D. T., & Córdova, F. P. (2009). A pesquisa científica. Métodos de pesquisa. *Porto Alegre: Editora da UFRGS*, 2009. p. 33-44.
- Simon, H. A. (1972). Theories of bounded rationality, *Decision and Organization*. CB McGuire and R. Radner, Eds.
- Stowell, D. P. (2017). *Investment banks, hedge funds, and private equity*. Academic Press.
- Strebulaev, I. A. (2007). Do tests of capital structure theory mean what they say?. *The journal of finance*, 62(4), 1747-1787.
- Teixeira de Oliveira, J. D. C., & Ferreira Frascaroli, B. (2014). Impacto dos fatores macroeconômicos na emissão de ações na bolsa de valores. *Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade*, 4(1), 30-51.
- Zahera, S. A., & Bansal, R. (2018). Do investors exhibit behavioral biases in investment decision making? A systematic review. *Qualitative Research in Financial Markets*, 10(2), 210-251.

Recebido em dezembro de 2023.

Aprovado em Abril de 2024.