



Finanças Corporativas Comportamentais: Uma Análise Bibliométrica (2010 a 2020)

Resumo

Esta pesquisa teve como objetivo geral descrever as características da produção científica sobre Finanças Corporativas Comportamentais, com base no exame dos periódicos constantes na base de dados Periódicos CAPES, por meio de uma análise bibliométrica, na qual empregou-se as palavras-chave “*behavioral corporate finance*”, sob um recorte temporal que compreendeu os anos de 2010 a 2020. Aplicados os procedimentos metodológicos, chegou-se a uma amostra de 50 artigos, dos quais se permitiu inferir que a maior parte das publicações: ocorreu no ano de 2012; foi produzida em coautoria; concentrou-se no estrato que abrange de uma a dez citações; foi veiculada em periódicos com avaliação entre 0 e 0,5 no índice *Scientific Journal Rankings - Scimago* (SJR); ocorreu em *Journals* na área de Economia, Econometria e Finanças; foi divulgada em periódicos do Reino Unido; se utilizou do argumento do viés cognitivo para fundamentar suas investigações; pautou-se em análises quantitativas de caráter documental e estatístico; e revelou como palavra mais recorrente na amostra, com no mínimo cinco caracteres, o vocábulo “*value*”. Além disso, a maior parte dos artigos pressupôs a atuação de gestores enviesados, não totalmente racionais, corroborando com os trabalhos de Baker e Wurgler (2011, 2013), Nguyen e Schüßler (2013) e Malmendier (2018). O estudo pretendeu auxiliar no desenvolvimento de pesquisas futuras na área; contribuir para a compreensão dos vieses cognitivos que permeiam as interações entre os agentes econômicos; e, em última instância, poder agregar valor às empresas em suas estratégias e políticas de investimento, financiamento e outras decisões corporativas.

Palavras-chave: Finanças Comportamentais; Finanças Corporativas Comportamentais; Análise Bibliométrica.

Linha Temática: Finanças e Mercado de Capitais

Método: Arquivo



1. Introdução

As Finanças Tradicionais ou Modernas foram estruturadas com base na premissa de racionalidade ampla e irrestrita dos agentes econômicos na tomada de decisões (Barberis, & Thaler, 2003; Melo, & Silva, 2010; Pimenta, Borsato, & Ribeiro, 2012). Neste sentido, destaca-se que a Teoria da Escolha Racional pressupõe o indivíduo como maximizador de utilidade, o qual visa a escolha da alternativa mais eficiente, dentre as conhecidas, em um mercado de concorrência perfeita (Moll, & Hoque, 2018).

Acrescenta-se que as Finanças Tradicionais apresentam como principais marcos o modelo financeiro da Hipótese de Eficiência dos Mercados (HEM) de Fama; os princípios de arbitragem de Modigliani e Miller; a Moderna Teoria do Portfólio de Markowitz; o modelo de precificação dos ativos financeiros do *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) de Sharpe, Lintner e Black; a teoria de precificação de opções de Black, Scholes e Merton; e, a Teoria da Agência de Jensen e Meckling (Pimenta, Borsato, & Ribeiro, 2012).

Em consonância, além da Teoria da Escolha Racional, cita-se a Teoria da Utilidade Esperada (Von Neumann, & Morgenstern, 1947) como fundamento das Finanças Tradicionais, a qual, partindo do pressuposto da racionalidade ilimitada, trata o processo decisório como uma ordenação lógica de preferências, por meio da qual se busca maximizar a utilidade das escolhas, feitas com base em informações úteis e perfeitas.

Contudo, a aludida racionalidade ampla e irrestrita foi confrontada por Simon (1955), o qual aduziu que a Teoria da Escolha Racional deveria considerar a limitação do tomador de decisão, tanto em aspectos cognitivos como em aspectos de capacidade computacional. Em outras palavras, a premissa de plena concorrência entre os atores, independentes e iguais, revelou-se falha ao desconsiderar as influências do ambiente externo, das relações sociais e de possíveis assimetrias de informação no processo de tomada de decisão (Moll, & Hoque, 2018).

Neste contexto, em meio às anomalias de mercado provocadas, dentre outros fatores, por crises financeiras, decorrentes das limitações/falhas dos agentes econômicos (Pimenta, Borsato, & Ribeiro, 2012), emergiram as Finanças Comportamentais, por meio da colaboração entre as Finanças e outras ciências sociais, em especial, a Psicologia, levando a um aprofundamento do conhecimento sobre o mercado e a tomada de decisão, em contraposição à visão predominante e até então hegemônica das Finanças Modernas (Shiller, 2003).

Segundo Shiller (2003), os modelos de eficiência de mercado podem ser utilizados como ilustrações de um mundo ideal, contudo não seria possível manter tais padrões, em sua forma pura, como descrições precisas da realidade. Nesta tônica, são interpostos desafios no sentido de se construir modelos melhores a partir da realidade enviesada, falha e arbitrária dos seres humanos (Shiller, 1981; Shleifer, 2000; Thaler, 2005; Kahneman, & Tversky, 1979).

No que diz respeito às Finanças Corporativas Comportamentais, objeto de investigação do presente estudo, ressalta-se que o delineamento da análise, da mencionada realidade falha e arbitrária, enfatiza as implicações das interações dos agentes econômicos, a saber, investidores e gestores, nas decisões gerenciais (Baker, & Wurgler, 2011, 2013; Shefrin, 2015; Malmendier, 2018; Ang, 2018; Charbati, 2020).

Além disso, pontua-se que as pesquisas na seara das Finanças Corporativas Comportamentais têm crescido em importância, visto que, nos últimos anos, passaram a representar entre 30 e 50% das publicações dos *top journals* (Malmendier, 2018).

Posto isso, objetivando descrever as características da produção científica sobre Finanças



Corporativas Comportamentais, o presente estudo pretende responder à seguinte pergunta de pesquisa: **Como os principais periódicos têm abordado as Finanças Corporativas Comportamentais, entre os anos de 2010 e 2020?**

A pretendida resposta à pergunta supramencionada se fundamenta no cumprimento dos seguintes objetivos específicos: (i) levantar os artigos que abordam a temática nos periódicos constantes na base de dados Periódicos CAPES (CAPES, 2020), entre os anos de 2010 a 2020; (ii) examinar resumos, introduções e conclusões dos artigos investigados; (iii) categorizar os referidos artigos no que concerne à quantidade de publicações por ano, ao número de autores, à quantidade de citações, à área de conhecimento do periódico, aos aspectos metodológicos, à avaliação do periódico em que foi publicado, aos vieses cognitivos identificados; e, (v) inferir similaridades e divergências entre os achados.

O presente artigo se propõe a contribuir com a pesquisa nacional, tendo em vista a carência de trabalhos que se prestam a investigar as Finanças Corporativas Comportamentais, tanto no âmbito nacional quanto no internacional. Assim, o exame dos periódicos pode lançar sementes para pesquisas futuras no sentido de enriquecer a produção científica brasileira.

As seções subsequentes compreendem: a fundamentação teórica; os procedimentos metodológicos adotados na investigação do tema; a descrição e análise dos resultados de pesquisa; por último, as considerações finais, que tratam das limitações do presente artigo e, sobretudo, de sugestões para estudos futuros na área.

2. Fundamentação Teórica

Conforme já ressaltado na seção introdutória, no contexto brasileiro e internacional, verifica-se um cenário de escassez de estudos no âmbito das Finanças Corporativas Comportamentais. Por conseguinte, os tópicos subsequentes visam a esclarecer os aspectos imprescindíveis referentes à temática, a saber: primeiramente, realizou-se um cotejo entre as Finanças Corporativas Tradicionais e as Finanças Corporativas Comportamentais; em seguida, tratou-se das duas principais abordagens relativas às Finanças Corporativas Comportamentais, quais sejam, a abordagem do mercado eficiente, em que os gestores se mostram irracionais, e, a abordagem do mercado ineficiente, no qual a irracionalidade é verificada no comportamento dos investidores.

2.1. Finanças Corporativas Tradicionais *versus* Finanças Corporativas Comportamentais

Cumprir reiterar que as Finanças Corporativas cuidam de temas afetos às interações entre gestores e investidores e suas implicações no valor da firma/empresa. Nesta seara, as Finanças Corporativas Tradicionais, consoante à seção introdutória, presumem a racionalidade ampla e irrestrita dos agentes econômicos, enquanto as Finanças Corporativas Comportamentais, partem da premissa da racionalidade limitada e da atribuição de vieses psicológicos ao comportamento dos referidos agentes (Baker, & Wurgler, 2011, 2013; Nguyen, & Schüßler, 2013; Charbti, 2020).

Tendo em vista que o presente tópico trata dos contrapontos entre as Finanças Corporativas Tradicionais e as Finanças Corporativas Comportamentais, nos parágrafos subsequentes serão abordados os principais estudos que abordaram os contrastes entre ambas as áreas.



Jensen e Smith (1984), ao conduzirem importante estudo de revisão da Teoria Moderna das Finanças Corporativas, atestaram que o campo partiu de uma estrutura normativa/prescritiva em direção à uma postura positiva do pesquisador, precipuamente, no desenvolvimento das seguintes principais áreas das Finanças Corporativas: processo de orçamento de capital, estrutura de capital e política de dividendos.

Shefrin (2015), por sua vez, pontua que, na última década, duas revoluções se desdobraram no campo das finanças, uma neoclássica e outra comportamental, ambas laureadas com o prêmio Nobel em 2013, nas figuras de Fama e Shiller, com seus respectivos trabalhos sobre precificação de ativos, porém, sob distintos enquadramentos teóricos.

Neste sentido, tanto a revolução neoclássica como a revolução comportamental criaram grande valor intelectual para a referida área. A revolução neoclássica propiciou o passo introdutório de estruturas e rigor acadêmico nos problemas investigados em finanças. Já a revolução comportamental providenciou o segundo passo ao modificar a estrutura dos modelos, por considerar os seres humanos como seres imperfeitamente racionais (Shefrin, 2015).

Além disso, destaca-se que o termo Finanças Corporativas Comportamentais foi, segundo o próprio autor, cunhado por Shefrin (2001) ao tentar sistematizar o subcampo por meio da tentativa de se estabelecer uma estrutura geral teórica e conceitual para os trabalhos que vinham sendo desenvolvidos na época.

Ang (2018) fez uma revisão crítica da literatura contrapondo as Finanças Corporativas Tradicionais e a abordagem comportamental, propondo uma discussão a respeito dos fundamentos das duas teorias, contrastando os comportamentos racionais e irracionais dos gestores e investidores, bem como tecendo uma análise crítica de ambas as teorias, especificamente, no que concerne aos tópicos: dividendos, estrutura de capital e investimento. Por meio dos achados, o autor aduziu que as Finanças Corporativas Comportamentais têm o condão de preencher as lacunas deixadas pela teoria tradicional de Finanças Corporativas. Contudo, novas teorias do calibre das desenvolvidas pelos ganhadores do Nobel Kahneman e Tversky, e Thaler, ainda devem ser produzidas como forma de se trazer robustez e empirismo para o campo.

Ademais, Baker e Wurgler (2011, 2013) têm como proposta o levantamento da teoria e das evidências das Finanças Corporativas Comportamentais, as quais, segundo os autores, seguem uma das duas seguintes abordagens: (i) a abordagem de *market timing e catering*, a qual vê o financiamento corporativo e as decisões de investimento como respostas gerenciais racionais aos erros de precificação de títulos e (ii) a abordagem dos vieses corporativos/gerenciais em que se estuda os efeitos diretos dos referidos vieses e preferências não padronizadas dos gestores em suas decisões.

Em linha com os estudos de Baker e Wurgler (2011, 2013), as seções seguintes foram delineadas com base nas interações entre os gestores e os investidores, visto que, conforme preceituado nas Finanças Corporativas Comportamentais, tais agentes apresentam limitações em sua racionalidade, e, por consequência, os preços das ações/títulos nem sempre refletem seus valores intrínsecos e os incentivos providos pelos investidores aos gestores nem sempre atingem o pretendido alinhamento de interesses (Nguyen, & Schüßler, 2013).

2.2. Abordagem do Mercado Ineficiente e dos Investidores Irracionais

Conforme disposto no tópico anterior, tal abordagem contempla o financiamento

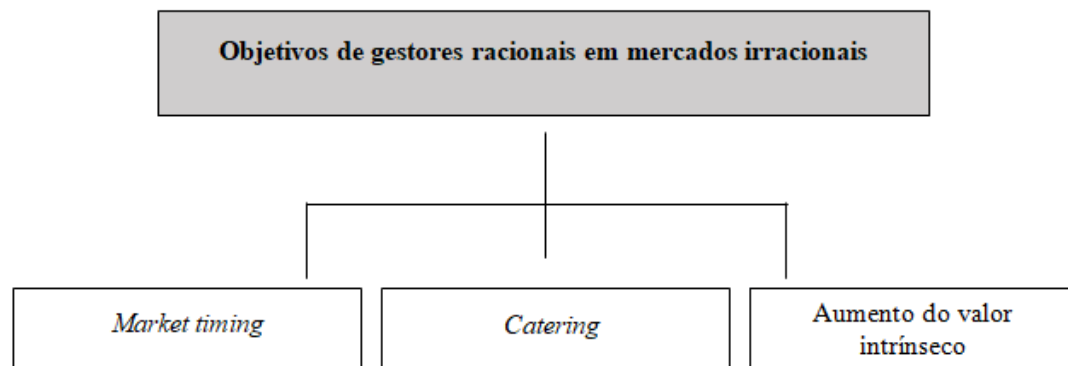


corporativo e as decisões de investimento como respostas gerenciais racionais aos erros de precificação, em decorrência das ineficiências provenientes do mercado (Baker, & Wurgler, 2011, 2013; Nguyen, & Schüßler, 2013; Malmendier, 2018).

Dadas as apontadas ineficiências, os investidores são presumidos como irracionais, enquanto os gestores exploram racionalmente os erros de precificação com base nas três estratégias elencadas na Figura 1, a saber, *marketing timing*, *catering* e aumento do valor intrínseco ou fundamental (Nguyen, & Schüßler, 2013).

Figura 1

Objetivos de Gestores Racionais



Fonte: Nguyen e Schüßler (2013, p. 190, tradução nossa).

Antes de discorrer sobre cada estratégia, cabe, a priori, justificar a premissa da racionalidade dos gestores. Segundo Baker e Wurgler (2011, 2013), os gestores ou *Chief Executive Officers* (CEOs) são capazes de identificar os erros de precificação, uma vez que dispõem de informação privilegiada sobre suas próprias empresas e o mercado em geral, e, de posse dessa informação, podem moldar a demanda dos investidores. Além disso, os mencionados autores destacam que os gestores, por serem avaliados em horizontes de longo prazo, detêm uma visão do mercado mais abrangente do que a dos demais agentes econômicos.

Essas estratégias concebem a interação entre gestores racionais e investidores irracionais em um mercado ineficiente. Para tal, algumas premissas e conceituações são feitas na construção de tal estrutura teórica, sendo as mais relevantes (i) a limitação da arbitragem, (ii) a categorização e sentimento do investidor, (iii) a teoria do prospecto, pontos de referência, aversão à perda e ancoragem, bem como (iv) os gestores inteligentes (Baker, & Wurgler, 2013).

De forma sucinta, sobre as estratégias evidenciadas na Figura 1, cumpre esclarecer que: (i) o *market timing* consiste em uma política de financiamento que visa à exploração dos erros de precificação temporários por meio da compra de títulos supervalorizados e da recompra dos subvalorizados; (ii) as atividades de *catering* dizem respeito às práticas que conduzem à maximização do preço atual das ações/títulos da empresa por meio de projetos de investimento, por exemplo, com vistas a atender às demandas dos investidores de curto prazo; e, (iii) no que tange ao aumento/maximização do valor intrínseco/fundamental, em um mercado perfeito seria equivalente às práticas de *catering*, visto que os preços das ações refletiriam seu valor fundamental,



não obstante, sob o pressuposto de um mercado imperfeito/ineficiente, a maximização do valor fundamental se refere à seleção e financiamento de projetos de investimento que objetivem ao aumento do valor presente dos fluxos de caixa da empresa ponderados pelos riscos futuros (Baker, & Wurgler, 2011, 2013; Nguyen, & Schüßler, 2013).

Tendo em vista que tais estratégias partem da premissa do mercado ineficiente para verificar as consequências das ineficiências de mercado em políticas de financiamento, investimentos e outras decisões corporativas, temas como: emissões de ações, recompras, questões de dívida, questões de financiamento transfronteiriço, intermediações financeiras, estrutura de capital, investimentos reais, fusões e aquisições, diversificação e foco de investimento, política de dividendos, remuneração de executivos, gerenciamento de resultados, bem como troca de nome empresarial são problemáticas comumente trazidas no campo estudado (Baker, & Wurgler, 2013).

Dentre as limitações da abordagem tratada neste tópico, citam-se: a homogeneidade dos investidores, uma vez que todos são considerados irracionais e pertencentes a um só grupo; a forma como o viés do sentimento do investidor é exposto de maneira inespecífica (Malmendier, 2018); e, as dificuldades de estabelecimento de métricas que mensurem os erros de precificação (Baker, & Wurgler, 2013).

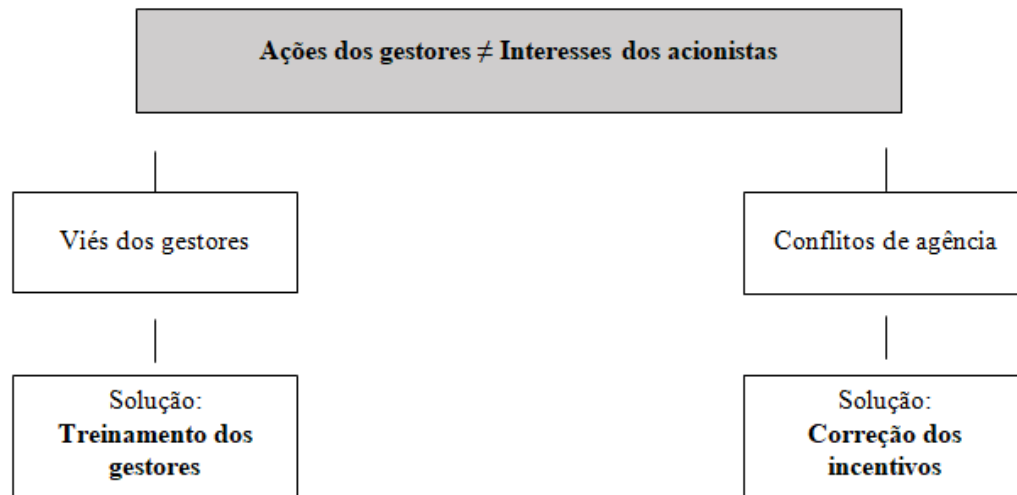
2.3. Abordagem do Mercado Eficiente e dos Gestores Irracionais

Tal abordagem estuda os efeitos diretos dos referidos vieses e preferências não padronizados dos gestores em suas decisões, pressupondo gestores irracionais atuando em um mercado perfeitamente eficiente (Baker, & Wurgler, 2011, 2013; Nguyen, & Schüßler, 2013; Malmendier, 2018).

Conforme verificado na Figura 2, as decisões dos gestores que contrariam os interesses dos acionistas, podem ser intencionais ou não intencionais. Quando intencionais, tais ações decorrem de conflitos de agência e, portanto, o alinhamento de interesses é alcançado mediante incentivos contratuais. Em contraponto, as ações não intencionais, escopo da abordagem em pauta, consistem na atuação malsucedida dos gestores na tentativa de maximizar o valor da empresa, em função de limitações em sua racionalidade; neste caso, o alinhamento de interesses exige a implementação de iniciativas de treinamento e educação junto aos gestores (Nguyen, & Schüßler, 2013).

Figura 2

Vieses dos gestores e conflitos de agência



Fonte: Nguyen e Schüßler (2013, p. 188, tradução nossa).

Os vieses dos gestores podem ser explicados pela situação em que o gestor se afasta das expectativas racionais e maximizações de utilidade, em contextos nos quais eles acreditam estar maximizando o valor da firma, porém, por razões cognitivas, se desviam desse ideal. Assim, para se entender o comportamento do gestor deve-se compreender o pano de fundo por trás de sua conduta, qual seja, os aspectos referentes: (i) à limitação da governança, (ii) à racionalidade limitada, (iii) ao viés do otimismo ou excesso de confiança e (iv) à dependência da referência (Baker, & Wurgler, 2013).

Neste sentido, para se conceber gestores não totalmente racionais que sejam impactantes deve-se ponderar e ter como premissa o fato de a governança corporativa não ser capaz de compelir os gestores a serem racionais, bem como o fato de a racionalidade limitada dos gestores poder ser verificada nos vieses de excesso de confiança e otimismo, aspectos os quais, também, possibilitam a análise de tomada de risco do decisor. Acrescentando-se que o “viés do excesso de confiança configura-se como um dos mais promissores para a correta descrição de fenômenos relevantes na área de Finanças” (Pimenta, Borsato, & Ribeiro, 2012, p. 263).

No tocante aos impactos das referidas premissas e vieses nas políticas de investimento, financiamento e outras decisões corporativas, pontua-se que recortes de pesquisa, usualmente, analisam investimentos reais, fusões e aquisições, questões de capital, preços em IPO, aumento de débito, estrutura de capital, bem como remuneração de executivos (Baker, & Wurgler, 2013).

Dentre as limitações inerentes à abordagem em pauta, ressalta-se a dificuldade de se mensurar empiricamente os supracitados vieses psicológicos, além dos desafios de atribuí-los, separadamente, a cada uma das partes, gestores e investidores (Baker, & Wurgler, 2013).

Ademais, pontua-se que Baker e Wurgler (2013) apontaram novos direcionamentos, como a sinalização comportamental, uma abordagem incipiente das Finanças Comportamentais Corporativas, a qual não constitui escopo do presente estudo, mas segue a linha das demais abordagens ao confrontar padrões e fenômenos que dificilmente poderiam ser explicados pela teoria tradicional existente.



3. Procedimentos Metodológicos

No que se refere aos procedimentos metodológicos utilizados no exame da produção científica sobre Finanças Corporativas Comportamentais, o presente artigo se caracteriza como uma pesquisa exploratória, descritiva, de abordagem quantitativa e qualitativa (Raupp e Beuren, 2006), de recorte longitudinal (Hair, Babin, Money, & Samouel, 2007), uma vez que a análise da amostra se dará sob o enfoque de uma série temporal de dez anos, 2010 a 2020.

A coleta de dados foi feita por meio de pesquisa documental mediante consultas à base de dados Periódicos CAPES (CAPES, 2020), sob um recorte temporal que compreendeu os anos de 2010 a 2020.

A definição da amostra foi realizada a partir de buscas junto à referida base de dados por meio das palavras-chave: “*behavioral corporate finance*”, considerando a mencionada escassez de trabalhos brasileiros na área. Deste processo de busca, inicialmente, foi obtida uma amostra de 111 artigos, destes: apenas 100 foram revisados por pares; um era um índice de editorial; outro não tinha versão em inglês ou português; outros dois estavam repetidos; e, 46 revelaram-se fora do escopo da pesquisa. Deste processo, remanesceram 50 artigos, os quais constituíram o cerne da análise e da discussão dos resultados.

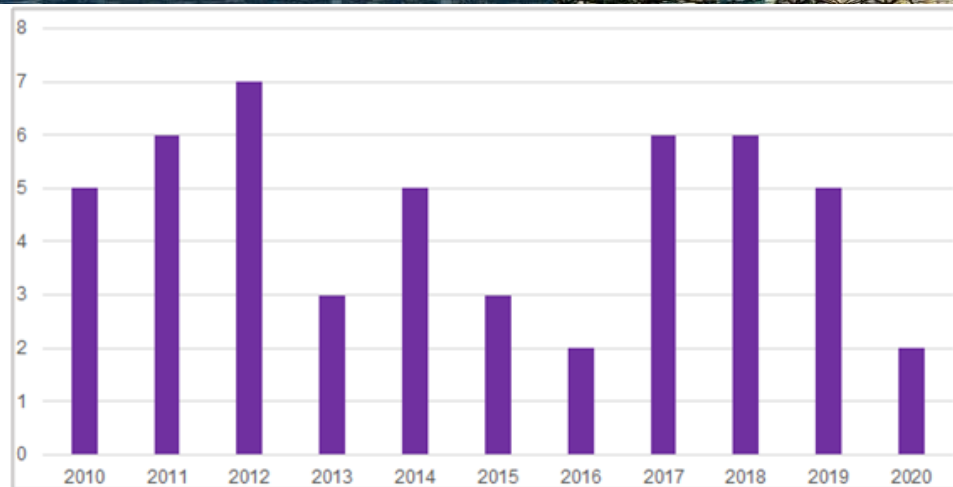
No que tange à análise dos dados, buscou-se lançar mão de técnicas de bibliometria (Ardanuy, 2012) com vistas a evidenciar quantitativamente as características dos artigos investigados, buscando identificar similaridades e diferenças, categorizando a amostra consoante aos objetivos específicos elencados na seção introdutória.

4. Análise e Discussão dos Resultados

Com base em técnicas de análise bibliométrica (Ardanuy, 2012) buscou-se analisar quantitativamente as características dos artigos investigados, com vistas à categorização da amostra, composta por 50 artigos, conforme os seguintes critérios: (i) quantidade de publicações por ano, (ii) número de autores, (iii) quantidade de citações, (iv) avaliação dos periódicos em que os trabalhos foram publicados, (v) área de conhecimento do periódico, (vi) aspectos metodológicos, (vii) país da publicação e (viii) vieses cognitivos de análise.

Figura 3

Quantidade de publicações por ano



Fonte: Dados da Pesquisa.

No que diz respeito ao recorte temporal, reiterando-se que foram coletados os artigos produzidos entre os anos de 2010 e 2020, por meio da Figura 3, verificou-se uma concentração das publicações no ano de 2012, as quais perfizeram um total de sete artigos, a saber: Azouzi e Anis (2012), Baker, Pan e Wurgler (2012), Beber e Fabbri (2012), Goldbarb et al. (2012), Howe e Nicolich (2012), Mueller e Brettel (2012) e Radu, Sebastian e Vasile (2012). Ademais, destaca-se que na Tabela 1 consta a análise de conteúdo dos referidos artigos.

Tabela 1

Análise de Conteúdo dos Artigos Publicados em 2012

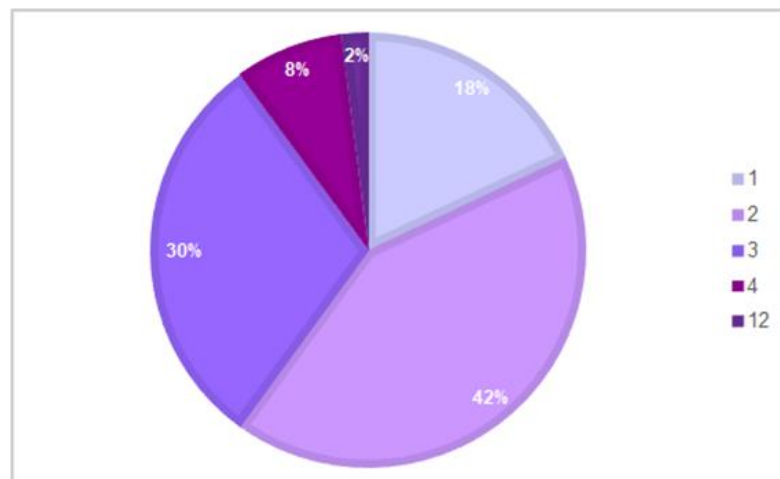
Autores	Análise de Conteúdo
Azouzi e Anis (2012)	Os autores analisaram os impactos dos vieses emocionais do CEO na política de dividendos, por meio de um questionário de abordagem quantitativa. Quanto aos achados, no que tange ao viés de excesso de otimismo e de confiança, mostraram-se positivamente correlacionados com a decisão de distribuição de dividendos, visto que os CEOs otimistas tendem a superestimar os retornos futuros das ações de sua empresa, distribuindo dividendos para sinalizar o bom desempenho de seus negócios e junto ao mercado.
Baker, Pan e Wurgler (2012)	O estudo objetivou avaliar o efeito dos preços de referência em contextos de fusões e aquisições, se utilizando de análise documental e análise estatística, sob uma perspectiva quantitativa. Os achados apontaram que os preços de pico recentes ajudam a explicar a oferta de preço do licitante, além dos efeitos do anúncio, o sucesso do negócio e, por extensão, as ondas de fusão.
Beber e Fabbri (2012)	O artigo buscou explicar as variações na série temporal de derivativos de moeda a partir das crenças pessoais do CEO e de suas características individuais, incorrendo em análise documental e estatística de natureza quantitativa. Os resultados evidenciaram que os CEOs ajustam os derivativos a valores de referência em resposta a retornos cambiais, como se estivessem formando opiniões sobre os preços futuros da moeda. No que se refere ao perfil especulador, empresas em que o CEO possui MBA, é mais jovem e tem menos experiência de trabalho especulam mais, demonstrando excesso de confiança e assumindo mais riscos.

Goldbarb et al. (2012)	Os autores tencionaram investigar os modelos comportamentais de tomada de decisão gerencial, por meio de uma revisão de literatura. A aplicação dos vieses comportamentais aos gestores constitui importante e crescente área de estudo. Neste sentido, os autores destacaram as seguintes possibilidades de pesquisa para trabalhos futuros: (i) teoria e pesquisa de laboratório sobre o impacto da justiça em uma gama mais ampla de decisões gerenciais, incluindo análise de bem-estar; (ii) teoria e pesquisa de laboratório sobre preferências sociais; (iii) pesquisa sobre o efeito das preferências sociais no comportamento gerencial; entre outras sugestões.
Howe e Nicolic (2012)	O artigo objetivou avaliar se a emissão de <i>warrants</i> em uma <i>Initial Public Offering</i> (IPO) está sujeita às influências de <i>catering</i> , se utilizando de análise documental e estatística de caráter quantitativo. Os resultados apontaram evidências fortemente favoráveis de que a inclusão de <i>warrants</i> ao IPO sofre influência do serviço de <i>catering</i> .
Mueller e Brettel (2012)	Os autores buscaram investigar a relação entre o excesso de confiança e o sucesso empresarial, sob um recorte temporal de 10 anos, no que se refere aos CEOs de firmas alemãs, também, por meio de análise documental e estatística, de caráter quantitativo. Os resultados apontaram que investimentos maiores e mais precoces induzidos pelo excesso de confiança no início do ciclo de negócio levam a menor lucratividade e menor desempenho junto ao mercado de ações em contexto de recessão econômica.
Radu, Sebastian e Vasile (2012)	O estudo objetivou refletir sobre os aspectos comportamentais que governam as empresas, se utilizando de um ensaio teórico para tanto. Concluindo-se que as empresas precisam de muitas melhorias em alguns dos aspectos referentes à gestão e à governança corporativa. Além disso, os investidores precisam considerar aspectos como dividendos, divulgação de resultados e a evolução do mercado para entender melhor os demais investidores e o sentimento do mercado, para maximizar sua riqueza.

Fonte: Elaboração própria.

Figura 4

Quantidade de publicações por número de autores



Fonte: Dados da Pesquisa.

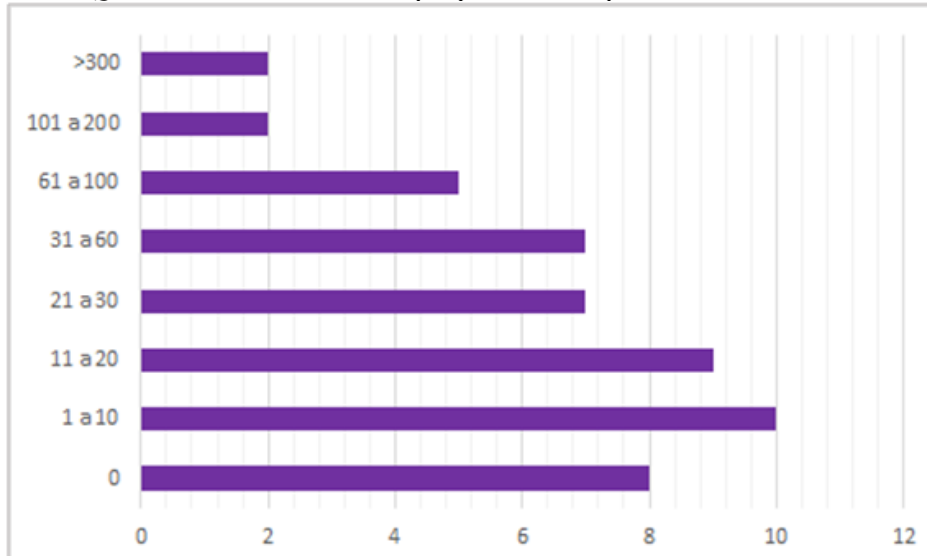
No que concerne ao quantitativo de autores, a Figura 4, evidencia que a maior parte dos artigos que tratam de Finanças Corporativas Comportamentais foi publicada em coautoria, uma



vez que 21 publicações, 42% da amostra de 50 estudos, foram produzidas por dois autores.

Figura 5

Quantidade de pesquisas por número de citações(estratificado)



Fonte: Dados da Pesquisa.

A Figura 5 demonstra a quantidade de pesquisas por número de citações, cujos dados foram obtidos por meio de consulta ao *Google Scholar* (Google, 2020), de modo que se optou por separar o quantitativo de citações por estratos que variam de zero citação a trezentas ou mais citações. Conforme verificado, a maioria dos artigos concentrou-se no estrato que compreendeu de uma a dez citações, constituindo 10 estudos. Ressaltando-se que os dois trabalhos que alcançaram mais de trezentas citações foram Baker et al. (2012) e Deshmukh, Goel e Howe (2013), os quais contaram com 366 e 307 citações, respectivamente.

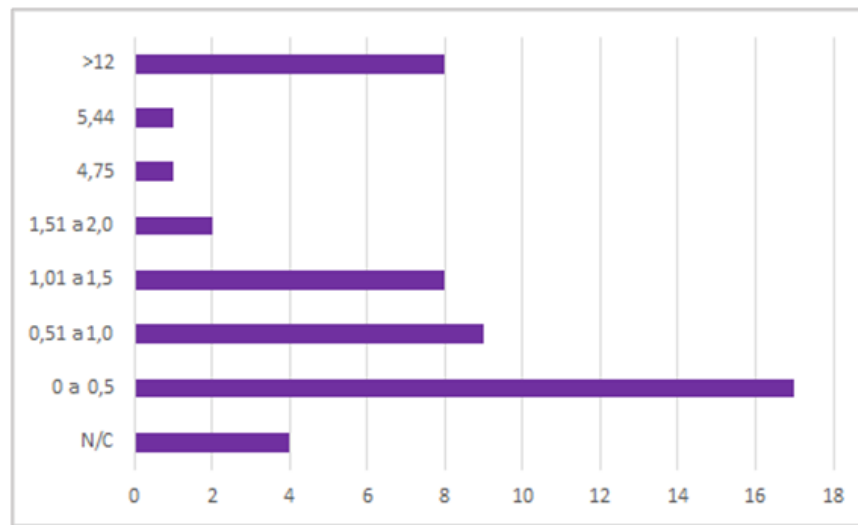
Tendo em vista que o estudo de Baker et al. (2012), foi abordado na Análise de conteúdo constante na Tabela 1, destaca-se que o artigo de Deshmukh et al. (2013) buscou investigar a dinâmica de interação entre o excesso de confiança do CEO e a política de dividendos da empresa, por meio de uma análise documental e estatística de natureza quantitativa, na qual aferiu-se que empresas geridas por CEOs excessivamente confiantes tendem a distribuir menor proporção de dividendos aos seus acionistas.

Figura 6





Periódicos da amostra distribuídos de acordo com seu índice SJR



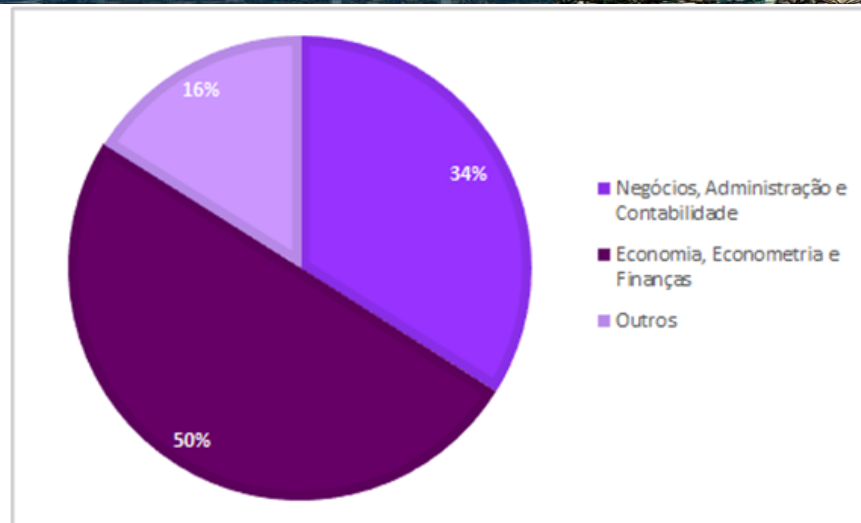
Fonte: Dados da Pesquisa.

No que tange à classificação dos periódicos em que foram publicados os artigos da amostra, consta na Figura 6 a avaliação estratificada dos periódicos, com base no índice *Scientific Journal Rankings - Scimago* (SJR), relativo ao ano de 2019, uma vez que o índice Qualis, mais frequente em estudos brasileiros, tenha se mostrado inadequado para tanto, porquanto o Qualis contemple poucos periódicos internacionais.

Sobre a Figura 6, depreende-se que a maior parte da amostra, 17 estudos, se concentrou em periódicos com avaliação entre 0 e 0,5 no índice SJR, não obstante, cumpre ressaltar que 8 estudos foram publicados em dois periódicos com avaliação maior ou igual a 12, quais sejam, *Journal of Financial Economics* e *The Review of Financial Studies*.

Figura 7

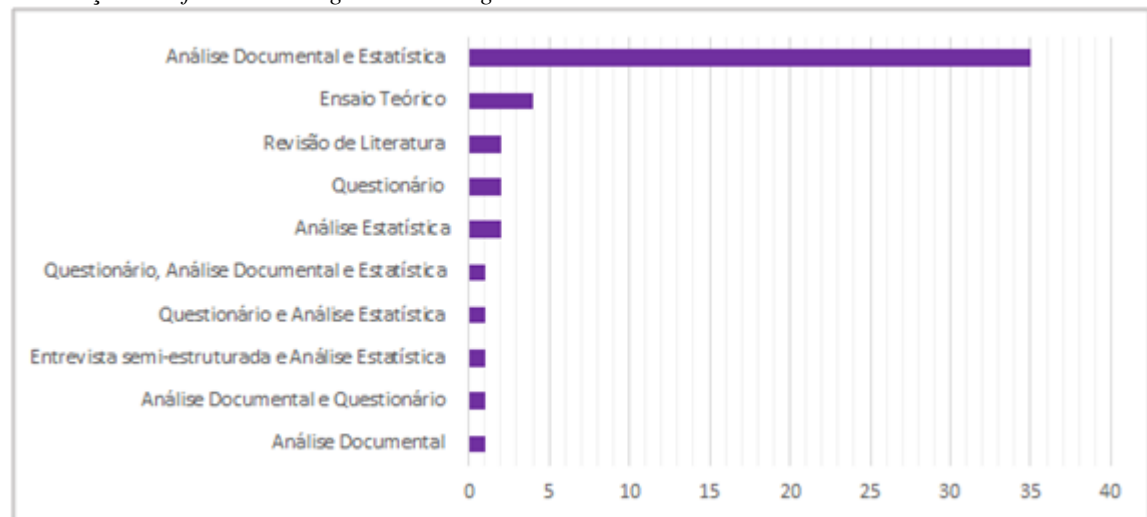
Divisão dos periódicos por área de conhecimento



Fonte: Dados da Pesquisa.

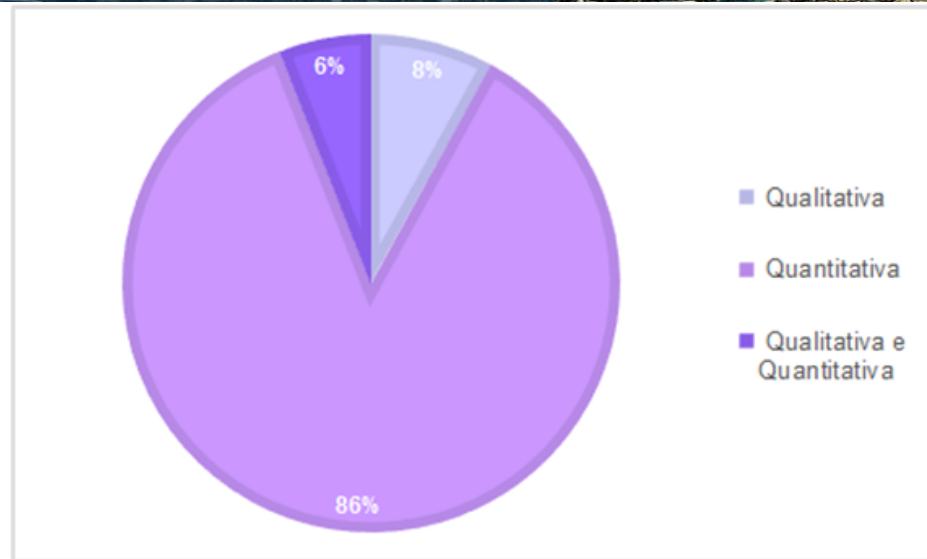
No tocante à área de conhecimento dos periódicos em que as publicações em análise foram veiculadas, verifica-se, na Figura 7, que 50% dos artigos foram publicados em *journals* da área de Economia, Econometria e Finanças, com destaque para os seguintes: *Journal of Banking & Finance*, *The Journal of Behavioral Finance*, *Journal of Finance Intermediation*, *Review and Financial Economics*, *Journal of Financial Economics* e *The Review of Financial Studies*.

Figura 8
 Publicações conforme abordagem metodológica



Fonte: Dados da Pesquisa.

Figura 9
 Publicações quanto à metodologia



Fonte: Dados da Pesquisa.

As Figuras 8 e 9 tratam dos procedimentos metodológicos adotados nos artigos em análise, conforme demonstrado, preponderam os estudos de abordagem exclusivamente quantitativa, os quais constituem 86% da amostra, e predominam os artigos que lançaram mão de análise documental e estatística em sua metodologia, constituindo 35 trabalhos ou 70% da amostra. Cabe enfatizar que todos os trabalhos que compuseram a amostra estão detalhados no Apêndice A.

Figura 10

Quantidade de publicações por país



Fonte: Dados da Pesquisa.

Quanto à distribuição dos estudos por País, conforme verificado na Figura 10, predominaram os artigos publicados no Reino Unido, os quais totalizaram 20 trabalhos, veiculados nos seguintes periódicos: *The Journal of Behavioral Finance*; *Review of Behavioral Finance*; *European Financial Management*; *Journal of Economics, Finance and Administrative Science*; *Financial Management*; *Cogent Economics & Finance*; *China Finance Review International*, que apesar de conter China em seu título, trata-se de um periódico do Reino Unido; *Managerial*

Ademais, salienta-se que apenas dois artigos foram veiculados no periódico brasileiro *Revista de Administração de Empresas* (RAE), um trabalho nacional, Barros (2018), que por meio de um ensaio teórico abordou questões relativas às decisões corporativas em grupo sob a perspectiva da abordagem comportamental; outro internacional, Shefrin (2015), o qual, também, mediante um ensaio teórico tratou da mudança de paradigma provida pela introdução da abordagem comportamental na seara das Finanças Corporativas.

A word cloud visualization of terms related to corporate finance and investment. The words are arranged in a circular pattern, with larger words indicating higher frequency or importance. Key terms include 'corporate', 'market', 'investment', 'stock', 'industry', 'results', 'value', 'financial', 'equity', 'table', 'managerial', 'economics', 'analysis', 'ratio', 'earnings', 'capital', 'based', 'information', 'theory', 'paper', 'management', 'characteristics', 'announcement', 'number', 'assets', 'decisions', 'measure', 'growth', 'dividends', 'returns', 'effect', 'prior', 'panel', 'higher', 'negative', 'order', 'positive', 'dividend', 'total', 'variables', 'managers', 'target', 'university', 'compensation', 'behavioral', 'model', 'price', 'overconfidence', 'period', 'options', 'comparisons', 'likely', 'however', 'decision', 'models', 'volatility', 'research', 'average', 'control', 'regression', 'empirical', 'standard', 'following', 'economic', 'innovative', 'literature', 'behavior', 'manager', 'leverage', 'years', 'first', 'optimistic', 'these', 'acquisitions', 'investments', 'review', 'hypothesis'.

Fonte: Dados da Pesquisa.

A Figura 11 buscou evidenciar as 500 palavras mais recorrentes, com no mínimo cinco caracteres, nos artigos que compuseram a amostra, por meio da utilização do *software* NVIVO 10. Como resultado, destacaram-se os vocábulos: “*value*”, “*market*”, “*investment*”, “*corporate*”, “*results*”, os quais foram mencionados na amostra 1.750, 1.609, 1.542, 1.537 e 1.437 vezes, respectivamente.

Tabela 2
Quantidade de artigos da amostra conforme com o viés cognitivo.

Periódico	Viés
Excesso de otimismo, excesso de confiança, viés de confirmação e aversão a uma perda certa.	1
Excesso de confiança e ancoragem	1
Ancoragem e excesso de confiança	1
Excesso de confiança e auto atribuição	1
Excesso de otimismo, excesso de confiança e aversão à perda	1
Comportamento de "pastoreio"	1



Excesso de otimismo e aversão à perda	1
Excesso de confiança, aversão ao risco, excesso de otimismo e falta de flexibilidade cognitiva	1
Excesso de otimismo e auto atribuição	1
Aversão à perda	1
Excesso de otimismo, excesso de confiança e aversão ao risco	1
Excesso de confiança e excesso de otimismo	1
<i>Saliency bias</i>	1
Excesso de otimismo e excesso de confiança	2
Excesso de otimismo e aversão ao risco	3
Ancoragem	3
Aversão ao risco	3
Excesso de otimismo	6
Excesso de confiança	7
Não se aplica	13

Fonte: Dados da Pesquisa.

A Tabela 2 evidencia a quantidade de artigos que adotaram os vieses cognitivos, ressaltando-se que 13 estudos não se utilizaram do argumento do viés cognitivo para tratar da temática em estudo, sendo que alguns se alinham com a abordagem preceituada na seção 2.2, a qual pressupõe gestores racionais atuando em um mercado ineficiente, bem como outros se alinham a abordagens menos tradicionais e/ou ensaios teóricos. Dos trabalhos que empregaram a abordagem do viés em suas investigações, destaca-se que os vieses mais recorrentes foram o excesso de confiança e o excesso de otimismo, isoladamente, os quais foram verificados em seis e sete artigos, respectivamente.

Em síntese, a análise das amostras evidenciou que a maior parte das publicações: ocorreu no ano de 2012; foi produzida em coautoria; concentrou-se no estrato que abrange de uma a dez citações; foi veiculada em periódicos com avaliação entre 0 e 0,5 no índice *Scientific Journal Rankings - Scimago* (SJR); ocorreu em *Journals* na área de Economia, Econometria e Finanças; foi divulgada em periódicos do Reino Unido; se utilizou do argumento do viés cognitivo para fundamentar suas investigações; pautou-se em análises quantitativas de caráter documental e estatístico; e revelou como palavra mais recorrente na amostra, com no mínimo cinco caracteres, o vocábulo “value”.

Por fim, assevera-se que a maior parte dos artigos, cuja amostra e resultados seguem listados no Apêndice A, não se alinhou com a abordagem tratada o item 2.2, na qual gestores racionais lidam com as ineficiências do mercado por meio de estratégias de *market timing*, *catering* e aumento/maximização do valor intrínseco, corroborando com os estudos de Baker e Wurgler (2011, 2013), Nguyen e Schüßler (2013) e Malmendier (2018). Acrescentando-se que a porção majoritária dos trabalhos que adotou a abordagem dos vieses gerenciais, empregou o viés do excesso de confiança em suas análises, em consonância com Pimenta, Borsato e Ribeiro (2012).

5. Considerações Finais

O presente estudo teve como objetivo descrever as características da produção científica sobre Finanças Corporativas Comportamentais, com base no exame dos periódicos constantes na



base de dados Periódicos CAPES, por meio de uma análise bibliométrica, na qual empregou-se as palavras-chave “*behavioral corporate finance*”, sob um recorte temporal que compreendeu os anos de 2010 a 2020.

Este artigo buscou contribuir para a pesquisa nacional, tendo em vista a carência, em âmbito nacional e internacional, de trabalhos que se prestam a investigar as Finanças Corporativas Comportamentais mediante análise bibliométrica. Ademais, com as observações obtidas mediante os achados, pretende-se: auxiliar no desenvolvimento de pesquisas futuras na área; contribuir para a compreensão dos vieses cognitivos que permeiam as interações entre os agentes econômicos; servir como ponto de referência para pesquisadores interessados neste crescente ramo de pesquisa; e, em última instância, poder agregar valor às empresas em suas estratégias e políticas de investimento, financiamento e outras decisões corporativas.

Sucintamente, a análise pautou-se em uma amostra de 50 artigos, dos quais se permitiu inferir que a maior parte das publicações: ocorreu no ano de 2012; foi produzida em coautoria; concentrou-se no estrato que abrange de uma a dez citações; foi veiculada em periódicos com avaliação entre 0 e 0,5 no índice *Scientific Journal Rankings - Scimago* (SJR); ocorreu em *Journals* na área de Economia, Econometria e Finanças; foi divulgada em periódicos do Reino Unido; se utilizou do argumento do viés cognitivo para fundamentar suas investigações; pautou-se em análises quantitativas de caráter documental e estatístico; e revelou como palavra mais recorrente na amostra, com no mínimo cinco caracteres, o vocábulo “*value*”.

Além disso, a porção majoritária dos artigos alinhou-se com a abordagem tratada no item 2.3, na qual gestores se afastam das expectativas racionais e das maximizações de utilidade, em contextos nos quais acreditam estar maximizando o valor da firma, porém, por razões cognitivas se desviam desse ideal, corroborando, assim, com os estudos de Baker e Wurgler (2011, 2013), Nguyen e Schüßler (2013) e Malmendier (2018). Ressalta-se que o artigo se limitou no sentido de examinar apenas as publicações contidas na base de dados Periódicos CAPES, o que resultou em uma amostra que torna difícil o estabelecimento de generalizações.

Posto isso, sugere-se para estudos futuros a utilização de outras bases de dados na investigação da literatura internacional. Além disso, levando em conta que a investigação se restringiu à análise de artigos publicados entre os anos de 2010 e 2020, dos quais apenas um estudo de autor brasileiro foi identificado, recomenda-se a investigação em bases de dados nacionais, em especial, na Biblioteca Digital Brasileira de Teses e Dissertações (IBICT, 2020), com vistas a estabelecer paralelos comparativos no que se refere ao desenvolvimento de trabalhos científicos na seara das Finanças Corporativas Comportamentais, nos âmbitos nacional e internacional, bem como se identificar tendências de desenvolvimento e apelo do tema.

Ademais, novas pesquisas devem coletar e gerar dados originais a partir de estudos de campo, questionários e entrevistas, levando-se em conta as possíveis armadilhas a serem encontradas como, por exemplo, a baixa disponibilidade dos *Chief Executive Officers* (CEOs) e a possível baixa significância de suas respostas. Por fim, praticantes do meio, como gestores/diretores, podem se valer de pesquisas da área para entender os vieses praticados, adotar estratégias de negociação a partir desse conhecimento, bem como aderir às formas de se evitar que tais vieses se transformem em comportamentos prejudiciais à empresa, precipuamente, por meio de educação direcionada e treinamento adequado.



Referências

- Ardanuy, J. (2012). *Breve introducción a la bibliometría*. Universitat de Barcelona, Espanha. Recuperado em 11 julho, 2020, de <http://diposit.ub.edu/dspace/bitstream/2445/30962/1/breve%20introduccion%20bibliometria.pdf>.
- Ang, J. (2018). Behavioral vs. Traditional Corporate Finance: An Unabashed Critical Review. *The Journal of Behavioral Finance & Economics*, 6(1/2), pp. 1-32.
- Azouzi, M. A., & Anis, J. (2012). CEO emotional bias and dividend policy: Bayesian network method. *Business and Economic Horizons (BEH)*, 7(1), pp 1-18.
- Baker M, Bradley B, Wurgler J. 2011. Benchmarks as limits to arbitrage: understanding the low-volatility anomaly. *Financial Analysts Journal*, 67, pp. 52-63.
- Baker, M., & Wurgler, J. (2013). Behavioral Corporate Finance: an updated survey. Em *Handbook of the Economics of Finance*, 2(A), pp. 357-424.
- Barberis, N., & Thaler, R. (2003). A survey of behavioral finance. *Handbook of the Economics of Finance*, 1, 1053-1128.
- Barros, L. A. B. C. (2018). Decisões Corporativas em Grupo: Uma Abordagem Comportamental. *Revista de Administração de Empresas*, 58(6), pp. 576-580.
- Beber, A., & Fabbri, D. (2012). Who times the foreign exchange market? Corporate speculation and CEO characteristics. *Journal of Corporate Finance*, 18(5), pp. 1065–1087.
- Charbti, S. (2020). Dividend policy, irrationality approaches and behavioral corporate finance: theory and evidence. *Business administration*. Université Bourgogne Franche-Comté; Université de Tunis El Manar.
- Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior (CAPES). (2020). Portal de Periódicos (Web Page). Recuperado em 20 agosto, 2020, de <http://www.periodicos.capes.gov.br/>.
- Deshmukh, S., Goel, A. M., & Howe, K. M. (2013). CEO overconfidence and dividend policy. *Journal of Financial Intermediation*, 22(3), pp. 440–463.
- Goldfarb, A., Ho, T.-H., Amaldoss, W., Brown, A. L., Chen, Y., Cui, T. H., (...) Yang, B. (2012). Behavioral models of managerial decision-making. *Marketing Letters*, 23(2), pp. 405-421.
- Hair, J. F., Jr., Babin, B., Money, A. H., & Samouel, P. (2007). *Fundamentos de Métodos de Pesquisa em Administração*. Tradução de Lene Belon Ribeiro, Revisão técnica de Ana Beatriz Benites Manssour. Porto Alegre: Bookman.
- Howe, J. S., & Nikolic, B. (2012). Catering for security types: the case of warrants. *Review of Behavioural Finance*, 4(1), pp. 28–45.
- Instituto Brasileiro de Informação em Ciência e Tecnologia (IBICT). (2020). Biblioteca Digital Brasileira de Teses e Dissertações (Web Page). Recuperado em 19 outubro, 2020, de <https://bdtd.ibict.br/vufind/>.
- Jensen, M. C., & Smith, C. W., Jr. (1984). The Theory of Corporate Finance: a historical overview. Em *The Modern Theory of Corporate Finance*, New York: McGraw-Hill Inc., pp. 2-20. Recuperado em 18 outubro, 2020, de <https://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.29.1968&rep=rep1&type=pdf>.
- Kahneman, D., & Tversky, A. (1979). *Prospect theory: an analysis of decision under risk*. Econometrica.
- Malmendier, U. (2018). Behavioral Corporate Finance. In Douglas Bernheim, Stefano Della Vigna and David Laibson, eds., *Handbook of Behavioral Economics*, Elsevier.

ORGANIZAÇÃO





- Melo, C. L. L., & Silva, C. A. T. (2010). Finanças Comportamentais: um estudo da influência da faixa etária, gênero e ocupação na aversão à perda. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 4(8), pp. 3-23. Recuperado em 18 outubro, 2020, de <http://www.spell.org.br/documentos/ver/4896/financas-comportamentais--um-estudo-da-influencia-da-faixa-etaria--genero-e-ocupacao-na-aversao-a-perda>.
- Moll, J., & Hoque, Z. (2018). Rational choice theory. Em Hoque, Z. (Ed.). *Methodological Issues in Accounting Research: Theories and Methods*. 2. ed. London: Spiramus Press Ltd. (pp. 8-16).
- Mueller, A., & Brettel, M. (2012). Impact of Biased Pecking Order Preferences on Firm Success in Real Business Cycles. *Journal of Behavioral Finance*, 13(3), pp. 199-213.
- Nguyen, T., & Schüßler, A. (2013). How to Make Better Decisions? Lessons Learned from Behavioral Corporate Finance. *International Business Research*, 6(1), pp. 187-198.
- Pimenta, D. P., Borsato, J. M. L. S., & Ribeiro, K. C. 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), pp. 261-278. Recuperado em 18 outubro, 2020, de <http://www.spell.org.br/documentos/ver/8625>.
- Radu, T., Sebastian, T. C., & Vasile, D. (2012). An introduction to behavioral corporate finance. *Analele Universității din Oradea, Științifice*, 1(2), pp. 471-476.
- Raupp, F. M.; & Beuren, I. M. (2006). Metodologia da Pesquisa Aplicável às Ciências. Em Beuren, I. M. (Ed.) *Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade: teoria e prática* (3rd ed., pp. 76-97). São Paulo: Atlas.
- Shefrin, H. (2001). Behavioral Corporate Finance. *Journal of Applied Corporate Finance*, 14(3), pp. 113-126.
- Shefrin, H. (2015). The behavioral Paradigm Shift. *Revista de Administração de Empresas*, 55(1), pp. 95-98.
- Shiller, R. J. (1981). Do stock prices move too much to be justified by subsequent changes in dividends? *The American Economic Review*, 71(3), pp. 421-436. Recuperado em 18 outubro, 2020, de <http://www.jstor.org/stable/1802789>.
- Shiller, R. J. (2003). From Efficient Market Theory to Behavioral Finance, *Journal of Economic Perspectives*, v.17, n. 1, p. 83–104.
- Shleifer, A. (2000). *Inefficient markets: an introduction to behavioral finance*. OUP Oxford.
- Simon, H. A. (1955). A Behavioral Model of Rational Choice. *Quarterly Journal of Economics*, 69, pp. 99-118.
- Thaler, R. H. (Ed.). (2005). *Advances in behavioral finance* (Vol. 2). Princeton University Press.
- Von Neumann, J., & Morgenstern, O. (1947). *Theory of games and economic behavior* (2nd rev. ed.). Princeton University Press.