

## **A Influência de Vieses Comportamentais na Decisão de Investidores e Seus Reflexos no Mercado Financeiro: Uma Revisão de Estudos de 2006 A 2010.**

**Autoria:** Lucimar Antônio Cabral de Ávila

### **RESUMO**

O presente estudo traz um levantamento das contribuições relativas à influência dos vieses comportamentais na decisão de investidores, bem como seus reflexos para o mercado financeiro. Atribui-se ênfase ao mapeamento de pesquisas que, por meio de preceitos teóricos, testes de laboratório ou estudos empíricos, no período de 2006 a 2010, relacionaram-se à averiguação da ocorrência de anomalias ou efeitos não racionais que afetam as escolhas dos indivíduos em decisões de investimento. Apesar da delimitação temporal, partiu-se do estudo seminal de Kahneman e Tversky (1979), que traz considerações sobre a Teoria da Perspectiva, em contraponto à Hipótese de Mercados Eficientes, que tem como referencial os estudos Fama (1970). Tal procedimento permitiu análises de considerável parte das publicações ligadas ao assunto, como forma de subsídio e fundamentação conceitual. A metodologia utilizada é exploratória e bibliográfica, com uma amostra composta pelos principais periódicos internacionais da área de finanças, além dos mais importantes periódicos, congressos, encontros e seminários da área de Contabilidade e Administração de Empresas no Brasil. Foi realizada uma subdivisão no formato de apresentação dos achados, separando-se aqueles que tratam de preceitos mais teóricos e testes de laboratório, porém ligados a possíveis efeitos práticos – caracterizados como estudos de incidências, evidências e tendências comportamentais – daqueles que procuram evidências empíricas mais relacionadas às operações de mercado, identificados como estudos de preceitos comportamentais aplicados ao mercado. Como conclusão foi possível identificar que as pesquisas internacionais são mais voltadas para o entendimento dos fenômenos comportamentais e seus impactos nos mercados de capitais, enquanto que os trabalhos brasileiros se concentram em replicações do estudo seminal ou identificação de vieses e amostras específicas, com poucas possibilidades de generalização dos resultados. Isto se dá em virtude da ausência de aprofundamento e pouca abrangência das investigações. Assim, descortina-se uma vasta gama de possibilidades de estudos, notadamente em campos como finanças domésticas, efeitos comportamentais entre países da América Latina, padronização de comportamentos em organizações, correlação entre diversos vieses, identificação de outros efeitos comportamentais que interferem no cenário econômico e financeiro, principalmente se as pesquisas envolverem dados reais do mercado.

## INTRODUÇÃO

O estudo de aspectos comportamentais em finanças tem se tornado uma vertente de pesquisa fértil e consistente, na medida que busca em preceitos psicológicos a tentativa de explicação de fatores que interferem direta ou indiretamente nas decisões dos indivíduos e, conseqüentemente, nos rumos e destinações de recursos financeiros, afetando a economia de um modo geral.

Partindo, basicamente, do estudo seminal de Kahneman e Tversky (1979), que apresenta a Teoria da Perspectiva, um contraponto aos preceitos da Hipótese de Mercados Eficientes (HME), iniciaram-se estudos e discussões inerentes à interferência de vieses de não racionalidade nas tomadas de decisões, notadamente com relação a interferências na gestão de organizações e decisões de investimento. A Hipótese de Mercados Eficientes (HME) tem como ponto referencial os estudos de Fama (1970), e defende a existência de racionalidade do ser humano e sua aptidão para o ‘processamento perfeito de informações e conseqüentes tomadas de decisões.

A Teoria da Perspectiva apresenta um caráter de subjetividade às reações individuais, balizadas entre emoções, crenças, interpretações baseadas na percepção de momento, afinidades, experiências, dentre outros, que combinados ou não, proporcionam evidências de afetar a eficiência do mercado, derivadas da constatação de que as pessoas não são dotadas de perfeita racionalidade, e não conseguem abster-se de seus sentimentos de maneira a desconsiderá-los. Kahneman e Tversky (1979) afirmam que a tomada de decisão pode ser observada como uma escolha entre perspectivas, e apresentaram como fatores comportamentais o efeito certeza, o efeito reflexão e o efeito isolamento, além de trazerem discussão sobre a função de valor para os indivíduos.

Vários outros estudos importantes foram realizados corroborando com a Teoria da Perspectiva, com destaque para Bondt e Thaler (1985), Shefrin e Statman (1985), Conlisk (1996), Odean (1998), Thaler (1999), Shefrin (2000), Shiler (2000), Halfeld e Torres (2001), Krauter, Kimura e Basso (2003), Kimura (2003), Lima (2003), Ferreira (2003), Yoshinaga, Oliveira, Silveira e Barros (2004), Santos e Santos (2004), Krauter, Kimura e Basso (2004), Decourt e Accorsi (2005), dentre outros que trouxeram colaborações sob a forma de aprimoramento teórico ou aplicação empírica dos preceitos apresentados e discutidos dentro das finanças comportamentais.

O presente estudo está organizado de maneira a consignar uma breve introdução acerca do assunto a ser estudado, evidenciação de procedimentos metodológicos com as fontes de consultas e a distribuição textual, seguidos da apresentação e comentários dos estudos internacionais encontrados. Logo após faz-se a apresentação e comentários dos estudos nacionais identificados. Como fechamento serão explanadas considerações gerais sobre aspectos relevantes dos estudos avaliados neste levantamento, e ainda tentar-se-á traçar um paralelo relativo às pesquisas internacionais e nacionais e as prováveis lacunas que podem ainda ser investigadas.

## PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Este trabalho, de natureza exploratória e bibliográfica, traz um levantamento de estudos internacionais e nacionais ligados a finanças comportamentais, com o intuito de mapear contribuições relativas a este tema. Especificamente, busca-se trabalhos que, elaborados no período de 2006 a 2010, apresentam relação com a influência de vieses comportamentais na decisão de investidores, bem como seus reflexos para o mercado financeiro. Atribui-se ênfase ao mapeamento de pesquisas que, por meio de preceitos teóricos, testes de laboratório ou estudos empíricos, relacionam-se à averiguação da ocorrência de anomalias ou efeitos não racionais, que afetam as escolhas dos indivíduos em decisões de investimento. Para tanto, é realizada uma sub divisão no formato de apresentação dos achados, separando-se aqueles que tratam de preceitos mais teóricos e testes de laboratório, porém ligados a possíveis efeitos práticos – caracterizados como estudos de

incidências, evidências e tendências comportamentais - daqueles que procuram evidências empíricas mais relacionadas às operações de mercado - identificados como estudos de preceitos comportamentais aplicados ao mercado. Apesar da delimitação temporal deste estudo, a análise de considerável parte das publicações ligadas ao assunto foi realizada, até mesmo como fonte para entendimento de discussões posteriores que remetem a pesquisas passadas.

Para a obtenção de fontes de pesquisas internacionais foram realizadas consultas nos principais periódicos internacionais com a utilização de buscas eletrônicas avançadas por meio da *internet*, bem como pelo acesso direto aos *sites* específicos dos principais periódicos de finanças (conforme Quadro 1). Para as fontes nacionais também foram utilizados os mais importantes periódicos existentes no Brasil, bem como os principais congressos, encontros e seminários, notadamente da área de Contabilidade e Administração de Empresas (Quadro 1).

Quadro 1: Fontes de publicação

FONTES INTERNACIONAIS	QUANTIDADE DE ARTIGOS					TOTAL
	2006	2007	2008	2009	2010	
Journal of Finance	1		2	1		4
Economic Journal				1		1
Economics Letters					1	1
Journal of Corporate Finance				1		1
American Economic Review		1				1
Journal of Empirical Finance	2	1				3
Global Journal of Finance and Management				1		1
Journal of Financial and Quantitative Analysis				1		1
Journal of Behavioral Finance	5	4	5	5		19
International Research Journal of Finance and Economics		1	2		1	4
Journal Applied Corporate Finance	1					1
Emerging Market Review					1	1
Outros				2		2
<b>Total</b>	<b>9</b>	<b>7</b>	<b>9</b>	<b>12</b>	<b>2</b>	<b>40</b>
FONTES NACIONAIS	2006	2007	2008	2009	2010	TOTAL
RAM - Revista de Administração Mackenzie					1	1
RAUSP - Revista de Administração da USP					1	1
RAE-Revista de Administração de Empresas	1		1			2
Revista Brasileira de Finanças				1		1
Revista de Gestão USP			1			1
Read – Revista Eletrônica de Administração	1					1
SEMEAD – Seminários em Administração	1	1	1	3	1	7
ENANPAD – Encontro Nacional da ANPAD	3		3	3	2	11
Congresso USP de Controladoria e Contabilidade		1			1	2
EBFIN - Encontro Brasileiro de Finanças				1	1	2
<b>Total</b>	<b>6</b>	<b>2</b>	<b>6</b>	<b>8</b>	<b>7</b>	<b>29</b>

Fonte: Elaborado pelo autor

Outros periódicos internacionais e nacionais também foram consultados, porém não foram encontradas publicações inerentes ao levantamento alvo (Quadro 2).

\*\_

Quadro 2: Fontes de publicação que não apresentaram estudos sobre o tema

Internacionais	
Journal of Banking and Finance	Economics Bulletin
Journal of Development Economics	Emerging Markets Finance and Trade
Review of Economic Dynamics	Venture Capital
Applied Economics Letters	Review of Economics Studies
Nacionais	

IBMEC	Revista Contabilidade e Finanças
RAC – Revista de Administração Contemporânea	RBE – Revista Brasileira de Economia

Fonte: Elaborado pelo autor

## ESTUDOS INTERNACIONAIS

### Estudos de incidências, evidências e tendências comportamentais

Desde a publicação do estudo de Kahneman e Tversky (1979), com o título de *Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk*, as pesquisas internacionais sobre o tema tomaram caminhos diversos, que vão desde a averiguação de comportamentos específicos em determinadas condições, até a investigação desses comportamentos no mercado em geral.

Entender o pensamento dos indivíduos pode proporcionar vantagens competitivas que permitem a configuração de estratégias mais específicas dentro de um mercado. Nesta linha, Guiso, Sapienza e Zingales (2008) pesquisaram fatores ligados à falta de confiança das pessoas no mercado de ações, enquanto Mitchell e Utkus (2006) realizaram estudo sobre atributos relacionados a excesso de confiança, controle limitado, aversão a perdas, sobrevalorização do presente e força de vontade em tomadas de decisões de investidores de fundos de aposentadoria americanos. Ampliando as influências comportamentais para o seio familiar, são encontrados estudos de Blasco e Ferreruela (2008) e Bogan (2009). Bogan, usando dados de painel, por meio de informações da Pesquisa Longitudinal Nacional da Juventude realizada nos Estados Unidos desde 1979, obteve uma amostra de 12.686 homens e mulheres em 1994. Estudou uma questão ligada a gênero, onde testou a hipótese de que as decisões de armazenagem e investimento sofrem influência familiar diferenciada dependendo do sexo dos filhos. Percebeu que os modelos padronizados que assumem que os indivíduos são dotados de preferências de risco estável podem ser incompletos, e identificou um fator anteriormente omitido na literatura com relação a carteiras domésticas: risco de gênero.

Para aspectos societários Hackbarth (2009) apresentou pesquisa sobre os impactos dos conflitos entre acionistas nas decisões de financiamento e investimento, abordando, mais detidamente, a presença de otimismo gerencial e excesso de confiança – este último já estudado por Bhandari e Deaves (2006), Evans (2006), Cheng (2007) e Gort (2009). Considera ainda a questão de conflitos de agência. Por meio de um modelo simples de opções reais e simulações matemáticas com equações diferenciais, concluiu que os gestores mais otimistas buscam realizar investimentos sem a preocupação com o endividamento, enquanto que os mais racionais argumentam contrariamente. Trouxe como proposta de solução deste problema uma melhor seleção de gestores, com perfis menos extremistas com relação ao comportamento, bem como a criação de escalas de cargos visando uma maior segregação de poder e tomada de decisão.

Outro efeito derivado de fatores não racionais, oriundo do estudo seminal de Kahneman e Tversky (1979), é pesquisado por Zhang (2006), que avaliou, por meio de dados de painel, o papel da incerteza de informações na continuidade de preços, anomalias e variações transversais em retornos de ações nos Estados Unidos, no período de janeiro de 1983 a dezembro de 2001. Concluiu que os investidores tendem a apresentar maior conservadorismo quando há mais ambigüidade nas informações que tenham relação com a empresa, e que maior incerteza produz retornos ruins a curto prazo, mas com o surgimento de boas notícias os retornos se elevam. Apesar de o contrário também ser verdadeiro, na aplicação do estudo transversal o efeito da incerteza não foi verificado.

O efeito crença e seu uso na tomada de decisões de diversificação de carteiras, mereceu atenção de Brunnermeier, Gollier e Parker (2007), especificamente na busca por um modelo que possa atenuar seus impactos. Por meio de levantamentos bibliográficos e formulações matemáticas que envolveram análise de probabilidades e correlação de variáveis, apresentaram proposições e

efeitos da crença sobre decisões de investimento, formação de preços de carteiras e retornos com base no otimismo.

Prather e Middleton (2006) aplicaram testes de seletividade e tempo de mercado acerca das habilidades de gestores individuais e equipes de gestão sobre fundos mútuos, utilizando o Método dos Mínimos Quadrados e outros tratamentos estatísticos, com o interesse de avaliar qual apresentaria melhor desempenho. Afirmam a partir de preceitos da Teoria Clássica que independentemente da decisão ser tomada por uma pessoa ou por um grupo de pessoas, deve-se chegar à mesma escolha de maximização de resultado, posição contestada pela Teoria Comportamental, defensora de que em tarefas com maior complexidade, com alto grau de incerteza, a reunião de pessoas tende a corrigir erros individuais. Utilizando dados secundários de janeiro de 1992 a dezembro de 2001, e após a aplicação de testes paramétricos, concluíram não haver fundamentação que sustente a argumentação dos defensores das finanças comportamentais.

Em outra vertente, Feliner e Sutter (2009) enveredaram em direção à análise das causas, conseqüências e possíveis curas da aversão ao risco, observando se esta ocorre em virtude da frequência de retornos sobre investimentos ou horizonte temporal de investimentos. Concluíram, por meio de um experimento com 444 indivíduos da *Jena University*, que a manipulação do retorno e da frequência e/ou flexibilidade de investimento leva a níveis de investimento diferentes, e que a maioria prefere investimentos de curto prazo, mesmo com retornos menores. Tal fato aparenta estar associado ao retorno e à frequência. Seus resultados foram obtidos pela conjugação de diversos modelos de testes, utilizando desde a estatística descritiva, teste de *Mann Whitney*, até regressão com o uso de variáveis *dummy*.

Com o interesse de congregar os diversos comportamentos em apenas um modelo, autores como Jeffrey (2006) e Gwilym (2010) realizaram seus estudos. Este último apresentou um modelo onde afirma estarem contidas todas as propriedades comportamentais, e não apenas tratamentos individuais de anomalias. Utilizou derivação de fórmulas estatísticas, principalmente pelo uso do Modelo *GARCH – General Autoregressive Conditional Heterocedasticity* - aplicação de regressão, sobre dados do *FSTE All-Share Index*, encontrando significância estatística de 95%, o que, teoricamente, traz confiabilidade. Afirmam que este modelo pode auxiliar na fixação de padrões para a tomada de decisões com base em dados históricos, que englobam os efeitos comportamentais.

### **Estudos de preceitos comportamentais aplicados ao mercado**

Os efeitos causados por comportamentos atribuídos a períodos do ano, fases, épocas ou ocorrências, que podem trazer oscilações comportamentais significativas para as decisões de investimento são testados de maneiras diferentes nos próximos três estudos apresentados. Yuan, Zheng e Zhu (2006) investigaram a relação entre as fases lunares e os retornos do mercado de ações de 48 países. Encontraram, após a realização de testes não paramétricos de correlação e regressão, que o retorno das ações são mais baixos em torno da lua cheia do que em torno da lua nova. Acreditam que as fases lunares estão ligadas ao humor – estudado por Peterson (2007) - dos investidores, e não ao mercado econômico, e que o humor pode afetar a habilidade das pessoas em processar informações.

Em relação à atenção dos investidores, assemelhando-se ao estudo do efeito dia da semana e ainda, em partes, ao efeito janeiro - pesquisado por Anderson, Gerlach e DiTraglia (2007) - Dellavigna e Pollet (2009) compararam anúncios do mercado financeiro que ocorreram imediatamente antes do final de semana (sexta-feira) aos anúncios de outros dias da semana, visando verificar se a proximidade do final de semana reduz a qualidade da tomada de decisões. Com dados norte americanos, num total de 228.651 anúncios no período de janeiro de 1984 a junho de 2006, e realizando correlação das variáveis, encontraram a caracterização de um maior atraso de

respostas em relação a anúncios realizados nas sextas-feiras que para os demais dias, da ordem de 60% contra 40%. Isto significa dizer que há uma atenção limitada que causa conservadorismo com relação aos potenciais ganhos com a informação obtida na véspera do final de semana.

Catástrofes ou eventos que trazem grandes e bruscas oscilações à economia são fenômenos que exaltam a ocorrência de anomalias comportamentais, conforme estudos de Griffin (2006) e Park (2009). Park utiliza como objeto um episódio trágico, os ataques terroristas ao *World Trade Center*, em 2001. Investigou se os investidores exageraram na reação ao atentado, especificamente com relação às ações de seguradoras e seus retornos. Analisando dados de 82 seguradoras, durante todo o ano de 2001, e realizando tratamento por regressão multivariada, encontrou provas de que os investidores exageraram na reação ao 11 de setembro de 2001, com retornos negativos no primeiro dia de negociação, e posteriores retornos anormais positivos. Isto ocorreu principalmente para ações com alta assimetria de informações.

Kumar (2009) buscou evidenciar outro efeito inerente à Teoria da Perspectiva, a incerteza, incluindo também avaliação sobre a incidência do excesso de confiança e do efeito disposição. O efeito disposição também foi pesquisado por Fogel e Berry (2006), Dacey e Zielonka (2008), Roger (2009) e Chong (2009). Kumar (2009) procurou evidências de que os investidores fazem maiores investimentos com erros de avaliação quando a incerteza é maior e as ações de difícil avaliação. Utilizando dados do período de janeiro de 1991 a novembro de 1996, e aplicando múltiplas regressões estatísticas, afirmou que os investidores apresentam maior efeito disposição e excesso de confiança quando as ações são mais difíceis de avaliar, o que pode ser explicado por familiaridade, representatividade e atenção limitada. Os investidores individuais apresentam fortes tendências comportamentais, o que leva os melhores informados a explorar os menos informados. Tais conclusões também podem ser corroboradas pelo fato de haver uma procura mais acentuada por ações locais ou nacionais em períodos de incerteza.

O estudo de efeitos comportamentais em economias fora dos Estados Unidos é amplamente observado. Ramiah e Davidson (2007) estudaram aspectos ligados ao mercado Australiano; Grou e Tabak (2008) avaliaram o efeito de ilusão ao controle utilizando o mercado brasileiro; Oehler, Rummer e Wendt (2008) pesquisaram decisões de investimento na Alemanha; Gort, Wang e Siegrist (2008) investigaram a confiança de gestores de fundos na Suíça; Al-Ajmi (2008) avaliou fatores determinantes em decisões de investidores no Bahrein; dentre alguns outros estudos comentados mais adiante, com atenção especial para a China, considerado um mercado em extrema expansão. Seasholes e Wu (2007) estudaram a previsibilidade de comportamentos derivados de estímulos utilizando investidores de Xangai; Li, Wang, Yen e Chen (2007) pesquisaram a importância dos determinantes comportamentais para empresas estrangeiras na decisão de financiamento externo, utilizando empresas públicas de alta tecnologia cotadas na Bolsa de Taiwan.

Chou, Huang e Hsu (2010) também realizaram estudos em Taiwan, na tentativa de estabelecer um modelo pelo qual seja possível avaliar atitudes de risco em relação aos produtos financeiros, e estimar a importância das fontes de informação alternativas, tais como grau de otimismo prevalecente sobre as perspectivas econômicas. Testaram 6 hipóteses de padrões comportamentais junto a investidores, e após o uso de testes de correlação e regressão, afirmaram que os investidores experientes tem menor propensão ao risco, e maior percepção deste, sendo verdadeiro o inverso. Na separação por gêneros, não foram encontradas alterações significativas.

O acompanhamento de um mercado financeiro, com avaliação de efeitos comportamentais sobre os investidores, foi objeto de estudo de Hachina, Amirat e Bouri (2009). Na mesma linha de avaliação, com utilização do mercado finlandês, trabalharam Lehenkari (2009) e Kaustia e Knupfer (2008). Estes últimos investigaram a ligação entre a tendência dos investidores para subscrever ofertas públicas iniciais e os retornos em IPOs passadas na Finlândia. Em suma, avaliaram os efeitos do uso da experiência como fator de tomada de decisão, pesquisando o período de janeiro de

1985 a dezembro de 2000. Com base em correlações e regressões, concluem que se os investidores obtiverem um retorno positivo em suas primeiras aquisições, há uma tendência de continuarem a realizar este tipo de investimento, acumulando experiências acerca do funcionamento do mercado.

A contraposição entre a Moderna Teoria das Finanças e as Finanças Comportamentais tem proporcionado o surgimento de estudos individualizados e defesas de posições relacionadas a uma ou outra corrente, e ainda tentativas de integração de ambas as teorias. Vasiliou, Eritions e Papathanasiou (2008) procuraram uma forma de funcionamento integrado entre as metodologias técnicas de avaliação e julgamento de mercado em combinação com aspectos ligados ao comportamento, utilizando empresas de grande capitalização da Bolsa de Valores de Atenas. Separaram as 20 ações da Bolsa de Atenas com maior capitalização, gerando 2.747 observações. Atestaram que numa economia onde os investidores racionais se interagem, a irracionalidade pode ter um impacto substancial e duradouro sobre os preços, o que corrobora com a possibilidade de utilização integrada de racionalidade e irracionalidade. Vasiliou e Daskalakis (2009) também escreveram sobre contraposições entre as teorias, utilizando o mercado grego como amostra de pesquisa.

Análises individuais de países e suas economias são comuns, mas alguns efeitos em Finanças Comportamentais tendem a necessitar de amostras mais robustas e diversificadas para a obtenção de resultados mais confiáveis. Discutir diferenças culturais entre países e seus rebatimentos no mercado financeiro, por exemplo, requer uma avaliação mais ampliada. Lucey e Zhang (2010) objetivaram estudar se a distância cultural afeta o movimento de retorno do mercado de ações, e ainda testaram se esta distância cultural é útil para explicar variações no nível de transações entre países. Utilizam para tanto, questões ligadas a crença, por meio da religiosidade, individualismo, masculinidade, distância do poder e incerteza. A amostra utilizada é composta por 23 países emergentes, avaliando-se o período de 1995 a 2007. Por meio de tratamento estatístico e cálculo de correlação entre os países e a ocorrência dos aspectos comportamentais, descobriram que as distâncias culturais trazem importante fator de facilitação ou entrave para as relações entre nações. Três motivos principais foram elencados: os investidores apenas realizam investimentos em mercados emergentes, sem conhecê-los, considerando-se os custos relativos; o processo de integração é lento e gradual, e pode levar muito tempo; o investidor estrangeiro quando adere a um novo mercado, por não estar familiarizado a este, utiliza seus próprios padrões de julgamento que, provavelmente, estarão de acordo com crenças, experiências e outros fatores existentes em seu país de origem.

## ESTUDOS NACIONAIS

### Estudos de incidências, evidências e tendências comportamentais

Alguns trabalhos nacionais apresentam uma forte tendência de replicação do estudo seminal, de experimentos e de averiguação da incidência e uso de sentimentos na tomada de decisões, principalmente com a utilização de alunos ou indivíduos da sociedade em geral.

Cavalheiro, Tavares, Nascimento Filho e Wendelr (2009) tentaram identificar os fatores determinantes na tolerância ao risco em decisões financeiras, junto à população da cidade de Santa Maria – RS, no período de 1º de setembro de 2009 a 15 de outubro de 2009. Com base numa amostra por conveniência e o uso de *softwares* estatísticos, tendo como principal técnica a análise fatorial exploratória, encontraram que o modelo estimado pela regressão traz uma associação direta e positiva entre a emoção – felicidade, tranquilidade e entusiasmo – e a tolerância dos indivíduos ao risco. Por estes resultados afirmam que as pessoas com bom humor são mais susceptíveis a realizar julgamentos otimistas, com menor nível de crítica no processamento de informações que as pessoas com mau humor, no momento de realizar operações financeiras. Gava e Vieira (2006), Walter,

Frega e Silva (2010) e Basso e Kimura (2010) também trataram de risco, porém sem ênfase em investigações ligadas ao mercado financeiro, mas seus achados podem colaborar no entendimento do comportamento dos indivíduos e suas propensões em relação a tomadas de decisões sob risco.

Outros estudos sem efeitos diretos no mercado financeiro, mas com rebatimentos possíveis de seus resultados em comportamentos e escolhas de investidores estão citados à frente. Dias Filho, Cavazotte e Vilas Boas (2008 e 2009), por meio de experimento, buscaram compreender o efeito dotação, identificando a possibilidade de existência de fatores moderadores que acentuam ou inibem a dificuldade dos indivíduos em negociar bens já incorporados ao seu patrimônio; Mendes-da-Silva, Brito e Famá (2007) estudaram os efeitos da amizade sobre as expectativas de preço que os indivíduos apresentam em algumas transações; Mendes-da-Silva e Rocha (2006) realizaram análise empírica do senso de controle dos indivíduos, tentando verificar a associação entre este e o fator idade.

Sem a utilização de dados do mercado, mas visando entender o comportamento de indivíduos com relação a decisões de investimento, Silva e Serpa (2010) avaliaram como a inserção de novos eventos em uma carteira de investimentos pode afetar as escolhas dos investidores. Com uma amostra de 386 estudantes de graduação em Ciências Contábeis de cinco universidades do Distrito Federal, e a aplicação de um questionário estruturado, os dados obtidos foram tratados estatisticamente, tendo como ferramentas principais o teste do qui-quadrado e a Correlação de *Spearman*. Constataram que a irracionalidade está presente nas decisões dos investidores, pois a mudança no padrão de escolha, denominada pelos autores de “chamariz”, afetou o comportamento destes investidores.

Costa Jr., Silva, Cupertino e Goulart (2008), por meio de dados em painel, estudaram o efeito disposição e experiência, mais especificamente, a influência do efeito disposição nas pessoas quando estas apresentam tendência de venda de investimentos com alta de preços e retenção de investimentos com queda de preços. Para tanto realizaram teste de laboratório, com tratamento estatístico dos dados. Os participantes, com o auxílio de um *software*, tornavam-se responsáveis pelo gerenciamento de uma carteira de investimentos pelo prazo de 20 trimestres. Os resultados apresentaram que a maioria dos participantes foi afetada pelo efeito disposição, havendo redução de acordo com o nível de experiência do indivíduo. Validou-se também achados da Teoria da Perspectiva, encontrando-se que os indivíduos tendem a ser avessos ao risco para ganhos e propenso a riscos maiores para as perdas.

A atribuição de validade a preceitos de uma teoria passa pela aplicação de testes que visam avaliar se as afirmações são suportadas por meio de replicações. Diversas replicações do estudo de Kahneman e Tversky (1979) foram realizadas no Brasil, com destaque para Kimura, Basso e Krauter (2006), Rogers, Securato, Ribeiro e Araújo (2007), Marinho, Lagioia, Maciel, Vasconcelos, Rodrigues e Miranda (2009) e Borsato, Pimenta e Ribeiro (2009). Estes últimos testaram se existem traços de aversão a perdas nas decisões de risco, utilizando uma amostra de 88 alunos de graduação em Administração de Empresas de uma instituição de ensino superior da cidade de Uberlândia – MG. Acrescentaram ao rol de investigação comparativos por grau de escolaridade, nível de conhecimentos gerais e maior facilidade de obtenção de informações por meio de veículos de comunicação, e mesmo assim chegaram a resultados semelhantes ao da pesquisa seminal.

### **Estudos de preceitos comportamentais aplicados ao mercado**

O interesse de realização de estudos empíricos que atribuam validade a efeitos e suporte a preceitos teóricos, notadamente para fundamentações de finanças comportamentais no Brasil, tem produzido trabalhos que permitem uma grande melhoria no entendimento de fenômenos oriundos da irracionalidade dos indivíduos, principalmente no que tange a aspectos ligados à tomada de



decisões. O mercado acionário tem sido um concorrido objeto de pesquisa, até mesmo pela sua dinâmica, volatilidade e elevado índice de risco. Busca-se o entendimento de comportamentos na ânsia de se obter padrões que auxiliem na fixação de estratégias e melhor conhecimento do mercado.

Tratando do mercado de capitais brasileiro, diversos estudos procuraram vislumbrar a incidência de vieses comportamentais em sua composição ou funcionamento. Lima, Silva Filho, Costa e Donzelli (2006) avaliaram o comportamento de investidores que atuam em uma sala de ações na cidade de Franca – SP; Fonte Neto e Carmona (2006) buscaram verificar se o mercado reage apresentando hipóteses de sobre reações ou reações atrasadas; Mussa, Trovão, Santos e Famá (2007) investigaram a possibilidade de ocorrência de ganhos anormais no mercado de ações do Brasil, com a utilização da estratégia de momento; Cioffi, Famá e Coelho (2008) analisaram aspectos inerentes a sobre-reações e bolhas especulativas; Bastos e Gonzalez (2010) investigaram o comportamento dos investidores em um período de crise; e Luchesi, Securato, Yoshinaga e Castro Jr. (2010) propuseram um índice para a medição do efeito disposição em fundos de investimento em ações no Brasil.

Martits e Eid Jr. (2008) analisaram a assimetria incorporada pela função preferência na reação dos investidores em relação a ganhos e perdas, num comparativo de decisões de investidores individuais e fundos de pensão, utilizando dados do período de 1997 a 2006. Encontraram como aspectos conclusivos, com o apoio de análises estatísticas – análise descritiva, correlação, regressão, testes de hipóteses, índice de *Sharpe* - que a aversão a perdas está presente, e implica que a sensibilidade do investidor a riscos também está vinculada à rejeição a retornos não satisfatórios. Afirmam que os fundos de pensão podem ser mais atrativos se houver uma redução de cenários com frequência de perdas, pois os investidores apresentaram maior aversão a estes tipos de cenários. Em contrapartida, estes investidores individuais também se mostraram mais flexíveis para mudanças de expectativas quanto ao risco de mercado e prêmio pelo risco.

Nunes, Reina, Macedo Jr., Reina e Dorow (2009) estudaram o efeito reflexo e seu impacto sobre a experiência dos investidores em decisões de investimento que envolvam riscos. Utilizaram um recorte delimitando o público pesquisado em pessoas que investem diretamente no mercado de ações, e atribuíram um peso em anos para a experiência: inexperiente sendo aquele que investe a menos de 5 anos no mercado de ações; e experiente aquele que investe a cinco anos ou mais. Após a realização de testes de probabilidades e correlação, os resultados permitiram afirmar que os investidores experientes apresentam menor influência do efeito reflexo, e também menor consenso nas decisões de investimento sob condições de risco. O limitador encontrado no estudo diz respeito à subjetividade de definição de indivíduos experientes e inexperientes.

Outro comportamento estudado é o efeito ancoragem. Reina, Dorow, Macedo Jr., Reina e Nunes (2009) em um quase-experimento, verificaram se esta afeta a tomada de decisão dos corretores de imóveis no nordeste e leste do estado de Santa Catarina, enquanto que na pesquisa de Borsato e Ribeiro (2010) busca-se a relação entre os vieses ancoragem e falácia da conjunção. Ambos os vieses – ancoragem e falácia da conjunção - são avaliados com a utilização do Teste de Correlação Tetracócico, visando verificar o comportamento de investidores, analistas e profissionais de investimento de mercado de capitais no estado de Minas Gerais. Efetuaram a atribuição de âncoras aos questionários, sendo uma alta e outra baixa, obtendo ao final 115 respostas para cada âncora. Verificaram que não há relação entre o comportamento dos indivíduos. Existe fraca correlação entre as variáveis, o que indica que no conjunto elas não se alteram. Um indivíduo pode apresentar um viés e não apresentar o outro.

Otimismo e excesso de confiança constituíram o objeto de estudo de Costa, Pimenta, Borsato e Ribeiro (2009), no que tange à identificação do perfil comportamental dos indivíduos e a influência destes fatores comportamentais no processo de tomada de decisão. Para tanto, colheram

40 questionários junto à área financeira de um banco privado com sede na cidade de Uberlândia – MG. As análises estatísticas – descritivas, qui-quadrado, etc. - demonstraram que alguns dos participantes apresentavam traços de excesso de confiança e otimismo. Os mais idealistas, que tomam decisões com base em valores pessoais, apresentaram maior propensão aos vieses estudados. Aqueles dotados de maior convicção e que por vezes ignoram a realidade dos fatos também apresentaram os efeitos avaliados, enquanto que os indivíduos de caráter mais tecnicista e que se baseiam em análises, não apresentaram resultados significativos para os vieses excesso de confiança e otimismo.

Aguiar, Sales e Sousa (2008) avaliaram a aplicação da teoria de conjuntos *Fuzzy* e sua adaptação a aspectos comportamentais na tentativa de identificar a ocorrência de sub-reação e sobre-reação no mercado brasileiro de ações. São utilizadas informações de ações do setor de petróleo e petroquímica e setor têxtil no período de 1994 a 2005. Encontraram como resultados, por meio da utilização do modelo proposto, que existem evidências significativas de sobre-reação e sub-reação no mercado de ações brasileiro, devido à ineficiência informacional deste. Os resultados ainda sugerem uma postura não racional no processo de tomada de decisão, estando presentes os efeitos representatividade e ancoramento. Algumas limitações são encontradas, como a não inclusão dos custos de transação e a dificuldade de generalização devido ao viés reduzido e direcionado da amostra.

Ainda com relação a aspectos ligados a transações no mercado de capitais, mas com um foco mais voltado para a formação de preços, Pereira e Maia (2009) buscaram entender a formação de preços no mercado futuro de cacau, cujas negociações são realizadas na Bolsa de Valores de Nova Iorque, observando movimentação do período de janeiro de 1997 a agosto de 2008. Para tratamento e tabulação dos dados utilizaram modelos ARCH, EGARCH e TARARCH testando autorregressividade e heteroscedasticidade. Encontraram que a formação do preço futuro do cacau tem implicações oriundas da volatilidade, impossibilitando análises calcadas apenas em aspectos racionais. Também detectaram incompatibilidade com a Hipótese de Mercado Eficiente, pois a presença de autorregressivos nos resíduos das análises sinalizam indícios de vieses comportamentais. A Teoria da Perspectiva encontra suporte no efeito alavancagem, havendo sinais de que os investidores são mais sensíveis aos ganhos.

O comportamento dos indivíduos pode afetar a tomada de decisões não apenas diretamente, mas também indiretamente, notadamente para eventos futuros. Uma dessas ocorrências foi estudada por Barros, Silveira e Famá (2006) que investigaram se a mudança do Diretor Presidente ou do Presidente do Conselho de Administração traz impactos para indicadores de performance ou valor de mercado, e ainda para as políticas relacionadas a finanças corporativas. Estudaram também a possível presença de significativos efeitos fixos gerenciais, por meio de diversas variáveis corporativas. Foi avaliada uma amostra de 153 empresas que contam com ações negociadas na BOVESPA, no período de 1998 a 2003. Com o uso do índice de liquidez como critério de seleção da amostra, e regressão linear como tratamento estatístico, depararam-se com resultados robustos. Estes resultados mostraram que as mudanças de gestores das empresas analisadas apresentaram associação com significativas variações na política de financiamento, conforme verificado em seu grau de alavancagem financeira. Encontraram também indícios de influência significativa dos efeitos fixos gerenciais sobre o  $q$  de Tobin das empresas, mas não encontraram nas demais variáveis avaliadas. Como limitação o estudo não permite o discernimento claro da existência de relação de causalidade entre os indicadores de performance e política corporativa e os efeitos fixos gerenciais.

## COMENTÁRIOS FINAIS

Os estudos avaliados apresentaram como contribuição um melhor entendimento de fatores relacionados à irracionalidade na tomada de decisões financeiras, sejam elas ligadas a investimentos, captação de recursos, gerenciamento empresarial, gestão do mercado financeiro ou relacionamento entre nações. Impactos de influências familiares, crenças, emoções, confiança, amizade, gênero, otimismo, astrologia, superstições, estímulos, distâncias culturais, percepções de riscos e perdas, dentre tantos, podem ocasionar avaliações errôneas e prejudiciais aos tomadores de decisões.

Enquanto os estudos internacionais apresentam preocupação com impactos mais diretos dos fenômenos comportamentais dos indivíduos nas decisões de investimento e comportamento dos mercados financeiros, as pesquisas nacionais estão ainda voltadas para replicações do estudo original e mapeamento e identificação de vieses comportamentais em condições de alta especificidade, não traduzindo efetivamente os efeitos sobre o mercado, principalmente o de capitais.

As pesquisas, principalmente no Brasil, ainda são bastante direcionadas, impedindo o potencial de generalização dos resultados, carecendo da realização de estudos mais aprofundados, e com abrangência maior. Além disso, o estudo das finanças domésticas, dos efeitos comportamentais nas relações entre países da América Latina, da padronização de comportamentos em organizações, da busca de correlação entre diversos vieses, bem como a identificação de outros efeitos comportamentais que interferem no mercado, se apresentam como possíveis e futuros objetos de investigação, fundamentalmente se forem utilizados dados reais do mercado, gerando contribuições mais palpáveis ao seu desenvolvimento.

## REFERÊNCIAS

- AGUIAR, R.A.; SALES, R.M.; SOUSA, L.A. Um Modelo FUZZY Comportamental para Análise de Sobre-reação e Sub-reação no Mercado de Ações Brasileiro. *RAE–Revista de Administração de Empresas*, São Paulo, v.48, n.3, Julho/Setembro/2008, p.8-22.
- AL-AJMI, J.Y. Risk Tolerance of Individual Investors in an Emerging Market. *International Research Journal of Finance and Economics*, n.17, p.15-26, 2008.
- ANDERSON, L.R.; GERLACH, J.R.; DITRAGLIA, F.J. Yes, Wall Street, There is a January Effect! Evidence from Laboratory Auctions. *Journal of Behavioral Finance*, v.8, n.1, 2007.
- BHANDARI, G.; DEAVES, R. The Demographics of Overconfidence. *Journal of Behavioral Finance*. v.7, n.1, p.5-11, March 2006.
- BARROS, L.A.B.C.; SILVEIRA, A.D.M.; FAMÁ, R. A Importância do Gestor para as Políticas Corporativas: Evidências de Efeitos Fixos Gerenciais no Brasil. In: XXX Encontro da Associação Nacional de Pós-graduação e Pesquisa em Administração, 2006, Anais XXX ENANPAD, Salvador, 2006.
- BASSO, L.F.C.; KIMURA, H. O Conceito de Risco na Visão Baseada em Recursos (RBV): uma Análise Exploratória. *RAM – Revista de Administração Mackenzie*, São Paulo, V. 11, n.5, setembro/Outubro/2010, p.82-105.
- BASTOS, S.Q.A.; GONZALEZ, R.M. Comportamento dos Investidores na Crise: Uma Análise para o Brasil no Período de 2005 a 2007. In: XXXIV Encontro da Associação Nacional de Pós-graduação e Pesquisa em Administração, 2010, Anais XXXIV ENANPAD, Rio de Janeiro, 2010.
- BLASCO, N.; FERRERUELA, S. Testing Intentional Herding in Familiar Stocks: An Experiment in an International Context. *Journal of Behavioral Finance*, v.9, n.2, 2008.
- BOGAN, V. Household Investment Decisions and Offspring Gender: Parental Accounting. Working Paper, Cornell University, Ithaca, New York, 2009. Disponível em: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1434070](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1434070) – Acesso em 11/01/2011

- BONDT, W.F.M.; THALER, R. Does the Stock Market Overreact? *Journal of Finance*, v.40, n.3, p.793-805, July 1985.
- BORSATO, J.M.L.S.; PIMENTA, D.P.; RIBEIRO, K.C.S. Finanças Comportamentais: um Estudo Descritivo Sobre o Viés de Aversão à Perda no Processo Decisório. In: XII Seminários em Administração, 2009, Anais XII SEMEAD, São Paulo, 2009.
- BORSATO, J.M.L.S.; RIBEIRO, K.C.S. Finanças Comportamentais: um Estudo dos Vieses Ancoragem e Falácia da Conjunção à Luz do Teste de Correlação Tetracórico. In: XIII Seminários em Administração, 2010, Anais XIII SEMEAD, São Paulo, 2010.
- BRUNNERMEIER, M.K.; GOLLIER, C.; PARKER, J.A. Optimal Beliefs, Asset Prices, and the Preference for Skewed Returns. *American Economic Review*, V.97, n.2, p. 159-165, May, 2007
- CAVALHEIRO, E.A.; TAVARES, C.E.M.; NASCIMENTO FILHO, M.; WENDEL, D.F. Tolerância ao Risco: Uma Análise Sob a Ótica Comportamental. In: X Encontro Brasileiro de Finanças, Anais X EBFIn, São Paulo, 2010.
- CHENG, P.Y.K. The Trader Interaction Effect on the Impact of Overconfidence on Trading Performance: An Empirical Study. *Journal of Behavioral Finance*, v.8, n.2, 2007.
- CHONG, F. Disposition Effect and Flippers in the Bursa Malaysia. *Journal of Behavioral Finance*, v.10, n.3, 2009.
- CHOU, S.R.; HUANG, G.L.; HSU, H.L. Investor Attitudes and Behavior Towards Inherent Risk and Potential Returns in Financial Products. *International Research Journal of Finance and Economics*. n.44, p.16-29, 2010.
- CIOFFI, P.L.M.; FAMA, R.; COELHO, P.A.R. Contexto das Finanças Comportamentais: Anomalias e Eficiência do Mercado de Capitais Brasileiro. In: XI Seminários em Administração, 2008, Anais XI SEMEAD, São Paulo, 2008.
- CONLISK, J. Bounded Rationality and Market Fluctuations. *Journal of Economic Behavior and Organization*, v.29, n.2, p.233-250, March 1996.
- COSTA, R.B.; PIMENTA, D.P.; BORSATO, J.M.L.S.; RIBEIRO, K.C.S. Otimismo e Excesso de Confiança: um Estudo do Perfil Comportamental dos Indivíduos à Luz das Finanças Comportamentais. In: XII Seminários em Administração, 2009, Anais XII SEMEAD, São Paulo, 2009.
- COSTA JR., N.C.A.; SILVA, S.; CUPERTINO, C.M.; GOULART, M.A.O.V. Efeito Disposição e Experiência: um Teste de Laboratório no Brasil. In: XXXII Encontro da Associação Nacional de Pós-graduação e Pesquisa em Administração, 2008, Anais XXXII ENANPAD, Rio de Janeiro, 2008.
- DACEY, R.; ZIELONKA, P. A Detailed Prospect Theory Explanation of the Disposition Effect. *Journal of Behavioral Finance*, v.9, n.1, 2008.
- DECOURT, R.F.; ACCORSI, A. As Finanças Comportamentais e o Processo de Decisão no Mercado Financeiro Brasileiro. In: XXIX Encontro da Associação Nacional de Pós-graduação e Pesquisa em Administração, 2008, Anais XXIX ENANPAD, Brasília, 2005.
- DELLAVIGNA, S.; POLLET, J.M. Investor Inattention and Friday Earnings Announcements. *Journal of Finance*, v.64, n.2, p.709-749, April 2009.
- DIAS FILHO, P.T.; CAVAZOTTE, F.S.C.N.; VILAS BOAS, O.T. A Influência das Emoções Sobre o Efeito Dotação. In: XXXII Encontro da Associação Nacional de Pós-graduação e Pesquisa em Administração, 2008, Anais XXXII ENANPAD, Rio de Janeiro, 2008.
- CAVAZOTTE, F.S.C.N.; DIAS FILHO, P.T.; VILAS BOAS, O.T. A Influência das Emoções Sobre o Efeito Dotação. *Revista Brasileira de Finanças*, São Paulo, V.7, n.2, p.196-213, 2009.
- EVANS, D.A. Subject Perceptions of Confidence and Predictive Validity in Financial Information Cues. *Journal of Behavioral Finance*. V.7, n.1, p.12-28, March 2006.

- FAMA, E.F. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *Journal of Finance*, v.25, n.2, p.383-417, May 1970.
- FAMÁ, R.; CIOFFI, P.L.M.; COELHO, P.A.R. Contexto das Finanças Comportamentais: Anomalias e Eficiência do Mercado de Capitais Brasileiro. *Revista de Gestão USP*, São Paulo, v.15, n.2, Abril/Junho/2008, p.65-78.
- FELINER, G; SUTTER, M. Causes, Consequences, and Cures of Myopic Loss Aversion – an Experimental Investigation. *Economic Journal*, v.119, n.537, p.900-916, April 2009.
- FERREIRA, C.F.; YU, A.S.O. Todos Acima da Média: Excesso de Confiança em Profissionais de Finanças. *RAUSP*, São Paulo, vol.38, n.2, abril/maio/junho/2003, P.101-111.
- FOGEL, S.O.; BERRY, T. The Disposition Effect and Individual Investor Decisions: The Roles of Regret and Counterfactual Alternatives. *Journal of Behavioral Finance*, v.7, n.2, 2006.
- FONTE NETO, J.W.; CARMONA, C.U.M. As Finanças Comportamentais e o Mercado Acionário Brasileiro: Evidências do Efeito Pessimismo em Estudos de Eventos com Regressões EGARCH. In: *XXX Encontro da Associação Nacional de Pós-graduação e Pesquisa em Administração*, 2006, Anais XXX ENANPAD, Salvador, 2006.
- GAVA, A.M; VIEIRA, K.M. Tomada de Decisão em Ambiente de Risco: Uma Avaliação Sob a Ótica Comportamental. *Revista Eletrônica de Administração – Read*, Porto Alegre, vol.12 n.1, Janeiro/maio-Fevereiro 2006.
- GORT, C. Overconfidence and Active Management: An Empirical Study Across Swiss Pension Plans. *Journal of Behavioral Finance*, v.10, n.2, 2009.
- GORT, C.; WANG, M.; SIEGRIST, M. Are Pension Fund Managers Overconfident? *Journal of Behavioral Finance*, v.9, n.3, p.163-170, July 2008.
- GRIFFIN, H.F. Did Investor Sentiment Foretell the Fall of ENRON? *Journal of Behavioral Finance*, v.7, n.3, 2006.
- GROU, B.; TABAK, B.M. Ambiguity Aversion and Ilusion of Control: Experimental Evidence in an Emerging Market. *Journal of Behavioral Finance*, v.9, n.1, 2008.
- GWILYM, R. Can Behavioral Finance Models Account for Historical Asset Prices? *Economics Letters*, v.108, n. 2, p.187-189, 2010.
- GUIISO, L.; SAPIENZA, P.; ZINGALES, L. Trusting the Stock Market. *Journal of Finance*, v.63, n.6, p.2557-2600, December 2008.
- HACHICHA, N.; AMIRAT, A.; BOURI, P.A. Information Cascade's Formation Via Herding Behavior and the Disposition Effect. *Global Journal of Finance and Management*, v.1, n.1, p.33-54, 2009.
- HACKBARTH, D. Determinants of Corporate Borrowing: a Behavioral Perspective. *Journal of Corporate Finance*, v.15, n.4, p.389-411, September 2009.
- HALFELD, M.; TORRES, F.F.L. Finanças Comportamentais: Aplicações no Contexto Brasileiro. *RAE – Revista de Administração de Empresas*, São Paulo, v.41, n.2, abril/junho/2001, p.64-71.
- JEFFREY, H.J. Expanding the Range of Behavioral Factors in Economic Simulations. *Journal of Behavioral Finance*, v.7, n.2, p.97-106, 2006.
- JEGADEESH, N; TITMAN, S. Returns to Buying Winners and Selling Losers: Implications for Stock Market Efficiency. *Journal of Finance*, v.48, n.1, p.65-91, march 1993.
- KAHNEMAN D.; TVERSKY, A. Prospect Theory: an Analysis of Decision Under Risk. *Econometrica*, v. 47, n. 2, 263-292, march, 1979.
- KAUSTIA, M., KNUPFER, S. Do Investors Overweight Personal Experience? Evidence From IPO Subscriptions. *Journal of Finance*, v.63, n.6, p.2679-2702, December 2008.
- KIMURA, H. Aspectos comportamentais associados às reações do mercado de capitais. *RAE Eletrônica*, São Paulo, v.2, n,1, janeiro-junho/2003. Disponível em:

- <http://www16.fgv.br/rae/eletronica/index.cfm?FuseAction=Artigo&ID=1880&Secao=2%C2%BAPWC&Volume=2&Numero=1&Ano=2003> – Acesso em 27.12.2010
- KUMAR, A. Hard-To-Value Stocks, Behavioral Biases, And Informed Trading. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, v.44, n.6, p.1375-1401, December 2009.
- KIMURA, H.; BASSO, L.F.C.; KRAUTER, E. Paradoxos em Finanças: Teoria Moderna Versus Finanças Comportamentais. *RAE - Revista de Administração de Empresas*, São Paulo, vol.46, n.1, janeiro/março 2006, p.41-58.
- KRAUTER, E.; KIMURA, H.; BASSO, L.F.C. Finanças Comportamentais: Investigação do Comportamento Decisório dos Agentes Brasileiros de Acordo com a Teoria do Prospecto de Kahneman e Tversky. In: XXXVIII Asamblea Del Consejo Latino-Americano de Escuelas de Administración (Cladea), 2003, Anais XXXVIII Cladea, Lima, 2003.
- KRAUTER, E.; KIMURA, H.; BASSO, L.F.C. Criação de Valor Através da Estratégia de Procrastinação. In: XXXII Encontro Nacional de Economia, 2004, Anais XXXII ANPEC, João Pessoa, 2004
- LEHENKARI, M. The Hedonic Editing Hypothesis: Evidence from the Finnish Stock Market. *Journal of Behavioral Finance*, v.10, n.1, p.9-18, January 2009.
- LI, M.Y.L.; WANG, M.L.; YEN, M.F.; CHEN, H.H. Determinants of Foreign Financing Policy Revisited – a Behavioral Finance Perspective. *International Research Journal of Finance and Economics*, n.12, p.181-188, 2007.
- LIMA, F.G.; SILVA FILHO, A.C.; COSTA, S.F.; DONZELLI, O. Finanças Comportamentais: O Perfil do Investidor das Salas de Ações. In: IX Seminários em Administração, 2006, Anais IX SEMEAD, São Paulo, 2006.
- LIMA, M.V. Um Estudo Sobre Finanças Comportamentais. *RAE Eletrônica*, São Paulo, vol.2, n.1, janeiro-junho 2003. Disponível em:  
<http://www16.fgv.br/rae/eletronica/index.cfm?FuseAction=Artigo&ID=1873&Secao=2%C2%BAPWC&Volume=2&Numero=1&Ano=2003>. Acesso em 27.12.2010.
- LUCEY, B.M.; ZHANG, Q.Y. Does Cultural Distance Matter in International Stock Market Comovement? Evidence from Emerging Economies Around the World. *Emerging Market Review*, v.11, n.1, p.62-78, march 2010.
- LUCESI, E.P.; SECURATO, J.R.; YOSHINAGA, C.E.; CASTRO JR., F.H.F. Proposta de um Índice Para Medir o Efeito Disposição: Uma Aplicação com Gestores de Fundos de Investimento em Ações no Brasil. In: XXXIV Encontro da Associação Nacional de Pós-graduação e Pesquisa em Administração, 2010, Anais XXXIV ENANPAD, Rio de Janeiro, 2010.
- MARINHO, R.F.; LAGIOIA, U.C.T.; MACIEL, C.V.; VASCONCELOS, A.L.F.S.; RODRIGUES, R.N.; MIRANDA, L.C. Finanças Comportamentais: Um Estudo Comparativo Utilizando a Teoria dos Prospectos com os Alunos de Graduação de Ciências Contábeis. In: XXXIII Encontro da Associação Nacional de Pós-graduação e Pesquisa em Administração, 2009, Anais XXXIII ENANPAD, São Paulo, 2009.
- MARTITS, L.A.; EID JR., W. Aversão a Perdas: Comparação de Decisões de Investimento Entre Investidores Individuais e Fundos de Pensão no Brasil In: XXXII Encontro da Associação Nacional de Pós-graduação e Pesquisa em Administração, 2008, Anais XXXII ENANPAD, Rio de Janeiro, 2008.
- MENDES-DA-SILVA, W.; BRITO, T.F.S.; FAMÁ, R. Amigos-Amigos, Negócios...(nem tão) à Parte: Evidências Empíricas de Efeitos da Amizade em Transações. In: XXXI Encontro da Associação Nacional de Pós-graduação e Pesquisa em Administração, 2007, Anais XXXI ENANPAD, Rio de Janeiro, 2007.

- MENDES-DA-SILVA, W.; ROCHA, P.G. Análise Empírica do Senso de Controle: Buscando Entender o Excesso de Confiança. In: XXX Encontro da Associação Nacional de Pós-graduação e Pesquisa em Administração, 2006, Anais XXX ENANPAD, Salvador, 2006.
- MITCHELL, O.S.; UTKUS, S.P. How Behavioral Finance: Can Inform Retirement Plan Design. *Journal of Applied Corporate Finance*. v.18, n.1, p.82-94, 2006.
- MUSSA, A.; TROVÃO, R.; SANTOS, J.O.; FAMÁ, R. A Estratégia de Momento de Jegadeesh e Titman e suas Implicações para a Hipótese de Eficiência do Mercado Acionário Brasileiro. In: X Seminários em Administração, 2007, Anais X SEMEAD, São Paulo, 2007.
- NUNES, P.; REINA, D.; MACEDO JUNIOR, J.S.; REINA, D.R.M.; DOROW, A. O Impacto do Efeito Reflexo Sobre Investidores Experientes e Inexperientes em Decisões de Investimentos Sob Risco. In: XXXIII Encontro da Associação Nacional de Pós-graduação e Pesquisa em Administração, 2009, Anais XXXIII ENANPAD, São Paulo, 2009.
- ODEAN, T. Volume, Volatility, Price, and Profit When All Traders Are Above Average. *Journal of Finance*, v.53, n.6, p.1887-1934, December 1998.
- OEHLER, A.; RUMMER, M; WENDT, S. Portfolio Selection of German Investors: On the Causes of Home-biased Investment Decisions. *Journal of Behavioral Finance*, v.9, n.3, p.149-162, July 2008.
- PARK, S.C. Investor's Overreaction an Extreme Event: Evidence from the World Trade Center Terrorist Attack. Working Paper, University of Pensilvania, 2009. Disponível em: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1266684](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1266684) – Acesso em 11/01/2011
- PEREIRA, E.S.; MAIA, S.F. Formação de Preços e Finanças Comportamentais: um Estudo Empírico no Mercado Futuro de Cacaú. In.: IX Encontro Brasileiro de Finanças, Anais IX EBFIn, Porto Alegre, 2009.
- PETERSON, R.L. Affect and Financial Decision-Making: How Neuroscience Can Inform Market Participants. *Journal of Behavioral Finance*, v.8, n.2, 2007.
- PRATHER, L.J.; MIDDLETON, K.L. Timing and Selectivity of Mutual fund Managers: an Empirical Test of the Behavioral Decision-Making Theory. *Journal of Empirical Finance*, v.13, n.3, p.249-273, June 2006.
- RAMIAH, V.; DAVIDSON, S. Information-Adjusted Noise Model: Evidence of Inefficiency on the Australian Stock Market. *Journal of Behavioral Finance*, v.8, n.4, p.209-224, 2007.
- REINA, D.; DOROW, A.; MACEDO JÚNIOR, J.S.; REINA, D.R.M.; NUNES, P. Behavioral Finance: um Estudo Sobre a Correlação entre a Heurística da Ancoragem e a Tomada de Decisão sob o Risco em Investimentos. In: XII Seminários em Administração, 2009, Anais XII SEMEAD, São Paulo, 2009.
- ROGER, P. Does the Consciousness of the Disposition Effect Increase the Equity Premium? *Journal of Behavioral Finance*, v.10, n.3, 2009.
- ROGERS, P; SECURATO, J.R.; RIBEIRO, K.C.S.; ARAÚJO, S.R. Finanças Comportamentais no Brasil: Um Estudo Comparativo. In: VII Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, 2007, Anais VII Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, São Paulo, 2007.
- SANTOS, J.A.R.; SANTOS, J.O. Mercado de Capitais: Racionalidade Versus Emoção. In: IV Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, 2004, Anais IV Congresso USP, São Paulo, 2004
- SEASHOLES, M.S.; WU, G. Predicable Behavior, Profits, and Attention. *Journal of Empirical Finance*, v.14, n.5, p.590-610, December 2007.
- SHEFRIN, H.; STATMAN, M. The Disposition to Sell Winners Too Early and Ride Losers Too Long: Theory and Evidence. *Journal of Finance*, V.40, n. 3, July 1985, p.777-790
- \_\_\_\_\_. Behavioral Portfolio Theory. *Journal of Financial and Quantitative*, v.35, n.2, p.127-151, June 2000.

- SHILLER, R.J. Measuring Bubble Expectations and Investor Confidence. *Journal of Psychology and Financial Markets*, v.1, n.1, p.49-60, 2000.
- SILVA, C.A.T.; SERPA, S.A.F.A. O Efeito Chamariz nas Decisões de Investimento. In: X Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, 2010, Anais X Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, São Paulo, 2010.
- THALER, R.H. The and of Behavioral Finance. *Financial Analysts Journal*, v.55, n.6, p.12-17, November-December 1999.
- VASILIOU, D.; DASKALAKIS, N. Behavioral Capital Structure: Is the Neoclassical Paradigm Threatened? Evidence from the Field. *Journal of Behavioral Finance*, v.10, n.1, p.19-32, January 2009.
- VASILIOU, D.; ERITONS, N; PAPATHANASIOU, S. Incorporating Technical Analysis Into Behavioral Finance: a Field Experiment in the Large Capitalization Firms of the Athens Stock Exchange. *International Research Journal of Finance and Economics*. n.14, p.100-112, 2008.
- WALTER, S.A.; FREGA, J.R.; SILVA, W.V. Análise do Comportamento e da Percepção do Investidor em Relação ao Risco Sob a Ótica da Teoria de Finanças Comportamentais. *RAUSP*, São Paulo, vol.45, n.2, abril/maio/junho/2010, p.172-187.
- YOSHINAGA, C.E.; OLIVEIRA, R.; SILVEIRA, A.D.M.; BARROS, L.A.B.C. Finanças Comportamentais: Uma Introdução. In: VII Seminários em Administração, 2004, Anais VII SEMEAD, São Paulo, 2004.
- YUAN, K.; ZHENG, L.; ZHU, Q. Are Investors Moonstruck? Lunar Phases and Stock Returns. *Journal of Empirical Finance*, v.13, n.1, p.1-23, January 2006.
- ZHANG, X.F., Information Uncertainty and Stock Returns. *Journal of Finance*, v.61, n.1, p.105-136, February 2006.