

## AS FINANÇAS COMPORTAMENTAIS NO BRASIL ATRAVÉS DE UM ESTUDO DE PUBLICAÇÕES E CONGRESSOS NOS ANOS 2001-2012

*BEHAVIORAL FINANCE IN BRAZIL THROUGH A STUDY OF PUBLICATIONS AND CONFERENCES FROM 2001 TO 2012*

**Andre NARDY**

PUC-SP

anardy1@yahoo.com.br

**Rubens FAMÁ**

PUC-SP / USP

rfama@usp.br

Recebido em 08/2013 – Aprovado em 10/2013

### **Resumo**

Discute-se qual o papel das Finanças Comportamentais na evolução da Teoria de Finanças. Apresenta-se uma abordagem dupla em sua definição: a aplicação de conceitos de psicologia para o entendimento das decisões financeiras, mercados e ativos, e como um processo de construção de um novo paradigma, coerente com proposta de Shefrin (2008, 2010). Avalia-se sob estes crivos amostra de trabalhos científicos brasileiros entre 2001 e 2012. Predominam estudos empíricos sobre o efeito de Crenças e Preferências nas decisões financeiras. Precificação de Ativos, Seleção de Portfólio e Finanças Corporativas também são abordados. Há maior comprovação de ocorrência de vieses de comportamento, sejam ligados à cognição ou a emoções, frente a estudos sobre demanda de mercado e bolhas especulativas. A autoria e a produção são concentradas em termos de autores e instituições.

**Palavras-Chave:** Finanças Comportamentais, Anomalias, Teoria do Prospecto, Precificação de Ativos, Seleção de Portfólio, Finanças Corporativas.

## Abstract

*We discuss the role of Behavioral Finance and its role on developing the Theory of Finance. We present a dual approach: applying concepts of psychology to the understanding of financial decisions, markets and asset pricing, and as a process of building a new paradigm, consistent with proposed by SHEFRIN (2008, 2010). IT is evaluated under these criteria a sample of Brazilian scientific papers between 2001 and 2012. The predominant empirical studies are on the effect of Preferences and Beliefs in financial decisions. Asset Pricing, Portfolio Selection and Corporate Finance are also covered. There is more evidence of behavioral biases, either linked to cognition or emotions, compared to studies of market demand and speculative bubbles. The authorship and production is concentrated in terms of authors and institutions.*

**Keywords:** Behavioral Finance, Anomalies, Prospect Theory, Asset Pricing, Portfolio Selection, Corporate Finance

## INTRODUÇÃO

A Teoria em Finanças passa por questionamentos ao paradigma dominante, das Finanças Modernas (FM). Barberis e Thaler (2002) consideram a dificuldade das FM lidar com situações não explicáveis pelos modelos baseados na racionalidade ilimitada dos agentes como uma das causas do surgimento de uma nova abordagem, as Finanças Comportamentais (FC). Leal, Almeida e Bortolon (2013), através de pesquisa sobre a produção acadêmica brasileira em finanças verificam oportunidades de inovação metodológica como uma das alternativas de desenvolvimento das FC, e que estas poderiam ser um campo de pesquisa com contribuições neste sentido, como posto por Iquiapaza, Bressan e Amaral (2009).

Shefrin (2010) identificou cinco categorias de contribuições na visão de FC como um processo

de construção de um novo paradigma e que poderia orientar e sustentar estas inovações metodológicas, dentro de uma visão de compromisso entre FM e FC: 1. Crenças e preferências (vieses); 2. Seleção de portfólio; 3. Precificação de ativos; 4. Finanças corporativas; e 5-.Abordagem à regulação do mercado financeiro. E haveria uma categoria extra que seria o levantamento sobre FC.

## PROBLEMA E OBJETIVO DE PESQUISA

De Bondt, Muradoglu, Shefrin, & Staikouras (2008) e Shefrin (2010), propõe uma visão de compromisso, buscando criar um diálogo entre FC e FM (que denominam Finanças Neoclássicas), considerando que a primeira traz realismo do fator humano nas decisões, nas instituições e no mercado, junto com seus desafios, ao *framework* amplo e rigoroso da última. Esta combinação levaria a um novo paradigma, em um processo que denominam de comportamentalização das Finanças (*behaviouralizing finances* no original).

Nesta visão de que as Finanças caminham por um processo de construção de um novo modelo, cabe-se perguntar como se insere a produção brasileira sobre FC, quais os temas de interesse.

Busca-se levantar as contribuições de autores e publicações Brasileiras na construção das FC.

## REVISÃO BIBLIOGRÁFICA

As FM tornou-se o paradigma dominante no meio acadêmico, a partir dos anos 50. As FM fundamentam-se na eficiência informacional do mercado que evita ganhos anormais (FAMA, 1970, e FAMA E FRENCH, 1992,1995 E 1996) riscos, na capacidade de arbitragem para retornar os preços de ativos a seu valor real, na

precificação destes ativos de forma objetiva quanto a seu risco e retorno (media-variância) e na tendência de retorno à média dos preços, indicando sua imprevisibilidade.

Markowitz (1952, 1959) estabelece o conceito de diversificação de portfólio de ativos baseado na variabilidade dos seus retornos para reduzir a variabilidade e risco da carteira. Somente o risco sistêmico não seria passível de redução. Sharpe (1964), propõe uma forma de medir o risco e retorno esperado de uma carteira de ativos a partir da sua variação em comparação com o ativo livre de risco, desenvolvendo um Modelo de Precificação de Ativos o CAPM (Capital Asset Pricing Model). O teste de eficiência de mercado caracteriza-se também pela necessidade de uma verificação conjunta de hipóteses: a forma de eficiência, acrescida da verificação da precificação dos ativos do mercado, através de um modelo matemático, como o CAPM. A não verificação de uma das duas condições inviabilizaria a possibilidade de testar a hipótese da eficiência de mercado.

Certas anomalias, como a de book to market e efeito tamanho acabam incorporadas em modelos posteriores (FAMA e FRENCH, 1992, 1995, 1996). Outras, como sobre e sub-reação (FAMA, 1998), são questionadas quanto à perenidade e contradições entre as mesmas.

Como críticos das novas abordagens, imputam às FC falta de um modelo unificado e consistente incorporando as principais anomalias e elementos psicológicos explicativos.

Este debate remonta aos anos 70 e está no cerne do surgimento das FC. Haugen (2000) aponta que já em 1976 um estudo apresentava evidências de retornos anormais nos ativos em janeiro. Shiller (2002) e Shefrin (2010) consideram, respectivamente, que esta última é um novo

enfoque em Finanças e um processo de construção de uma nova Teoria.

Kahneman e Tversky (1979, 1992) apresentam a Teoria do Prospecto como uma alternativa à Teoria da Utilidade para explicar o comportamento humano frente às decisões sobre risco. Os indivíduos seriam mais propensos a evitar riscos em situações que envolvem ganhos certos e mais propensos a riscos em situações que envolvem perdas certas, contrário à noção de que busca se sempre evitar o risco dado o mesmo nível de ganho. Evidencia também, o efeito certeza: resultados certos são sobre-estimados frente aos somente prováveis. Pesos relativos substituíam as probabilidades na comparação das opções. Haveria uma tendência a realizar aproximações de valor. (KAHNEMAN e TVERSKY, 1979).

O processo afetaria a decisão: a forma como o problema é apresentado, afeta seu julgamento. As decisões sob risco ocorreriam em duas etapas. Na primeira as pessoas eliminariam os elementos comuns às opções, e na segunda comparariam as opções restantes e selecionariam a de maior ganho. Isto afetaria a avaliação probabilística das opções. Assim punha-se em questão o homo economicus racional, premissa até então da maioria dos trabalhos em Finanças.

De Bondt, Muradoglu, Shefrin, & Staikouras (2008) propõe classificação dos temas de FC em três grandes grupos de descobertas. Quais heurísticas (ou regras de bolso) e vieses comportamentais influíam nas decisões financeiras e como isso se dava. Na produção mais recente, acrescenta-se o impacto das emoções e os comportamentos sociais, como o efeito-manada. Um segundo grupo refere-se à dinâmica dos mercados financeiros, ganhos anormais e o comportamento dos agentes racionais e noise traders. Um terceiro, refere-se aos erros de forma e sua influência nas decisões

(DE BONDT, MURADOGLU, SHEFRIN, e STAIKOURAS, 2008).

Em 2010 propõe-se a comportamentalização das Finanças, (SHEFRIN, 2010). Seria o caminho para a construção de um novo paradigma em Finanças, híbrido entre as duas construções teóricas. Abarca as cinco áreas relevantes de finanças, com trabalhos acadêmicos já desenvolvidos e com campos de discussão em andamento, provendo, desta forma, as FC de um quadro mais completo de conceitos e fundamentação teórica e empírica.

A base seriam as crenças e preferências. O ser humano não age de acordo com a teoria da utilidade. Sua ação é mediada pelos erros sistemáticos de comportamento, que alteram o resultado racional esperado pelas FM. Os vieses de comportamento alteram os parâmetros reais das decisões, sobrepesando as opções de condições extremas de ganhos e perdas, o que explicaria os vieses de otimismo e pessimismo. Presença de heurística e atalhos mentais utilizados muitas vezes de forma inconsciente, para fazer julgamentos, pesar opções e probabilidades. A percepção de variabilidade (volatilidade) também ajudara a explicar alguns fenômenos, como o excesso de confiança. Este conjunto inicial constrói os fundamentos a partir dos quais se faz a hibridização dos modelos nas categorias subsequentes.

Um segundo item é a Seleção de Portfolio. Os limites à racionalidade levariam também a novos parâmetros, através do emprego da Teoria do Prospecto, e não da Teoria da Utilidade, levando a pontos ótimos alcançáveis, que poderiam ser não maximizados se comparados com expectativas racionais. O efeito disposição, o efeito do autocontrole em diminuir os efeitos limitadores da racionalidade dos vieses, a diversificação viesada, que não leva à redução de riscos, entre outros, seriam temas de estudo deste campo. O desafio é construir um modelo

comportando os vieses que levariam a atitudes de decisão não racionais, além das racionais.

Barberis e Thaler (2003), juntamente com Shefrin (2010), formam a base do referencial teórico utilizado neste bloco.

Em seguida, a precificação de ativos. Surge para entender anomalias específicas, como sobre e sub-reação. Shefrin (2010) propõe-se a focar em uma visão unificadora de precificação que permita englobar preferências, que afetariam na avaliação racional dos fluxos de caixa futuros e passados, conduzindo a erros sistemáticos pelo investidor, e vieses comportamentais relevantes dos investidores, que por seu turno desviariam da avaliação tradicional, racional, de risco e retorno levando a um entendimento novo sobre conceitos como variabilidade, risco e retorno, entre outros. Para Shefrin (2010), O objetivo é introduzir o efeito do sentimento na precificação de ativos, que distorceria a percepção de risco e equilíbrio.

Um quarto aspecto são as Finanças Corporativas (shefrin, 2010, p. 112). Engloba a influência dos vieses comportamentais dos gestores nas decisões tomadas e seus efeitos não ótimos. Entre as pesquisas encontram-se endividamento; estrutura de capital; precificação de projetos ineficiente, pelo viés do excesso de otimismo nas expectativas de fluxo de caixa futuros, e efeito do excesso de confiança. Redes sociais dos decisores também podem afetar o desempenho da empresa, reforçando vieses de comportamento e de decisão. O principal autor de referência seria Baker (2007).

Finalmente, a regulação do mercado financeiro. Como esta pode afetar percepções, expectativas e comportamentos que motivam decisões de preço, seleção de portfolio, endividamento, seleção de projetos? Abrange bancos, agências de rating, derivativos, as regras de apresentação de informações pelas empresas, tratamento dos

conflitos de interesse e o impacto das crises financeiras, entre outros (Shefrin, 2010). As próprias regras de mercado teriam um viés psicológico, como, por exemplo, quando surgem da reação a um evento extremo recente que poderia ser mitigado por regulação, como Enron / WorldComm e o surgimento da Lei Sarbanes-Oxley ou SOX.

Por último, a pesquisa de pesquisas, uma síntese da teoria destacando as principais obras que tratam do estágio das FC. A abordagem serve como reflexão e posicionamento.

## METODOLOGIA

Busca-se estudar a produção acadêmica sobre FC no Brasil em recorte de publicações e encontros da área de administração, selecionados por relevância, de 2001 a 2012. Utiliza-se a nomenclatura de artigo, para a produção em publicações e para encontros. Procede-se a análise qualitativa do conteúdo.

Define-se objeto de pesquisa como artigos que abordam FC nas publicações listadas na Qualis CAPES na área de Administração e classificadas como A1, A2, B1 e B2, e nos encontros da Anpad - Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração e Sbfin - Sociedade Brasileira de Finanças. Utilizou-se a ferramenta de pesquisa do CAPES acessada partir da PUC-SP ([www.pucsp.br](http://www.pucsp.br)). Excluíram-se os resultados de publicações online cujo conteúdo fosse idêntico ao das versões impressas. Também foram pesquisados os sites da Anpad, ([www.anpad.org](http://www.anpad.org)) e da Sbfin ([www.sbfin.org.br](http://www.sbfin.org.br)). Utilizou-se como chave de pesquisa os termos *finanças comportamentais*, *behavioral finances* ou *behavioral finance*.

Analisou-se o conteúdo dos artigos frente a dois crivos cujas premissas foram descritas na parte

teórica deste trabalho, a contribuição que o mesmo aporta (descobertas), e em que aspecto os trabalhos se enquadram na comportamentalização das finanças. Busca-se avaliar se o foco do mesmo relaciona-se com uma das categorias do processo e se corrobora totalmente, parcialmente ou não corrobora os pressupostos desta teoria. Como toda a análise qualitativa, buscou-se uma síntese, sempre redutora, visando identificar o tema predominate.

Para a análise de produtividade dos autores aplicou-se a avaliação a partir da constante de Lotka, conforme estudo pioneiro de Chung e Cox (1990) para a produção americana em finanças e Leal, Almeida e Bortolon (2013) em estudo sobre a produção científica brasileira em finanças nos anos 2000. A constante de Lotka considera que há uma relação constante  $c$  entre o número de autores ( $a_n$ ) que publicam  $n$  artigos, dada pela equação 1. Esta constante  $c$  de Lotka seria igual a 2. A distribuição de autores que publicam um artigo seria de 60,79%, dois artigos, 15,20%, do total, a de três artigos, 6,80%, e assim sucessivamente. Chung e Cox (1990) constataam o primeiro valor para amostra da literatura americana em finanças.

Figura 1: Equação 1 – constante de Lotka

$$a_n = a_1/n^c$$

Onde:  $a_n$  = número de autores que publicaram  $n$  artigos;  $a_1$  = número de autores que publicaram 1 artigo;  $n$  = número de artigos publicados;  $c$  = constante de Lotka.

Com a versão logarítmica desta equação é possível através de regressão obter o valor de  $c$  observado na amostra pesquisada e compará-lo com o valor esperado. Para valores acima de 2, conforme Leal, Almeida e Bortolon (2013),

significaria que a produtividade estaria abaixo do esperado pelo parâmetro de Lotka.

## ANÁLISE DOS RESULTADOS

Dentro do estabelecido na metodologia, encontram-se 14 publicações nacionais no sistema Qualis da CAPES, até 2011, e, após a reclassificação em 2012, foram adicionadas outras 9, totalizando 23 publicações. Para 2012 foi excluída da amostra uma publicação que foi reclassificada como B3.

A Tabela 1 apresenta um resumo das publicações

e encontros pesquisados e das quantidades de artigos encontrados.

Das 23 publicações identificadas dez publicaram artigos sobre FC. Nos dois Encontros Acadêmicos verificou-se ocorrência de trabalhos sobre o tema.

Os trabalhos científicos em Encontros superam em apenas um os artigos publicados: 24 contra 23, totalizando 47 trabalhos. RAE-Impressa, RAE-Eletrônica e Revista Brasileira de Finanças foram as que mais publicaram, com quatro artigos, enquanto no Encontro da Sbfin e na Enanpad verificou-se 16 e 8 trabalhos científicos, respectivamente.

Tabela 1: Artigos Publicados por Periódico / Encontro no Brasil, 2001-2012

Publicações em Administração e Finanças (A1, A2, B1, B2)	Qualis/ Capes		Artigos	% Total
	2011	2012		
RAC. Revista de Administração Contemporânea (Impresso)	B1	A2	2	4,30%
RAE - Revista de Administração de Empresas (Impresso)	B1	A2	4	8,50%
RAE Eletrônica (Online)	B1	A2	4	8,50%
RCF - Revista Contabilidade & Finanças (Impresso)	B1	A2	2	4,30%
BBR. Brazilian Business Review (Online)	B2	A2	1	2,10%
O&S - Organizações & Sociedade (Impresso)	B2	A2	1	2,10%
RAM. Revista de Administração Mackenzie (Impresso)	B1	B1	1	2,10%
RBF - Revista Brasileira de Finanças (Impresso)	B1	B1	4	8,50%
RAUSP - Revista de Administração (Impresso)	B2	B1	2	4,30%
Read. Revista Eletrônica de Administração ( Online)	B2	B3	2	4,30%
Total Artigos	-	-	23	48,90%
Encontros em Administração e Finanças			Artigos	% Total
Enanpad			8	17,00%
Sbfin			16	34,00%
Total trabalhos apresentados			24	51,10%
Total trabalhos acadêmicos identificados (Publicações mais Encontros)			47	100,00%

Fonte: preparado pelos autores

Tabela 2: Evolução Anual de Publicação e Apresentação de Trabalhos - 2001-2012

Encontros / Publicações por ano	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Total
Encontros – Total	1	0	1	0	2	6	4	2	1	1	4	2	24
Enanpad	0	0	1	0	0	2	1	2	1	0	0	1	8
Sbfin	1	0	0	0	2	4	3	0	0	1	4	1	16
Publicações – Total	1	0	3	2	1	2	2	2	6	3	0	1	23
BBR	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	1
O&S	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	1
RAC	0	0	0	0	0	0	0	0	2	0	0	0	2
RAE	1	0	0	0	0	1	1	1	0	0	0	0	4
RAE-E	0	0	2	1	0	0	0	0	1	0	0	0	4
RAM	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	1
RAUSP	0	0	1	0	0	0	0	0	0	1	0	0	2
READ	0	0	0	0	0	1	1	0	0	0	0	0	2
RBF	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1	0	1	4
RCF	0	0	0	1	1	0	0	0	0	0	0	0	2
Total	2	0	4	2	3	8	6	4	7	4	4	3	47

Fonte: preparado pelos autores

Tabela 3: Quantidade de Publicações por autor – 2001-2012

Autor	Artigos	% Autorias	% Artigos
H.K.	4	4,30%	8,50%
L.F.C.B.	3	3,30%	6,40%
M.C.K.	3	3,30%	6,40%
J.V.M.P.	3	3,30%	6,40%
16 Maiores Publicadores	20	40,20%	42,60%

Fonte: preparado pelos autores

A Tabela 2 apresenta a série temporal das publicações, encontros e total.

Nos Encontros há um pico em 2006 e, nas Publicações, em 2009. No total geral o ápice da produção ocorre em 2006, com oito artigos, e em 2009 (pós crise dos mercados de crédito e derivativos), onde encontra-se sete artigos na amostra, seis dos quais em publicações.

Identificam-se 93 autores nos artigos, com quatro autores publicando mais de dois artigos, conforme a Tabela 3. O grupo de 16 pesquisadores com maior autoria representam 40,2% das autorias, e teve ao menos um participante em 20 dos 47 artigos, ou 42,6% da amostra.

Tabela 4: Quantidade autores por artigo - 2001-2012

Autores por Artigo	1	2	3	4	5	6	Média	Moda	Total
Quantidade de Artigos	6	22	13	4	1	1	2,47	2	47
% Total de Artigos	12,80%	46,80%	27,70%	8,50%	2,10%	2,10%	-	-	100,00%

Fonte: preparado pelos autores

Tabela 5: Quantidade de Autores por IES - 2001-2012

Instituição	Participações em autoria	No. de Autores	Artigos / Autor	%
USP	24	19	1,3	17,00%
PUC-RJ	9	11	0,8	9,80%
UFSC	9	9	1	8,00%
UFPE	8	8	1	7,10%
FGV	9	7	1,3	6,30%
PUC-SP	9	7	1,3	6,30%
11 Primeiras	94	89	1,1	70,50%
Demais 28 IES	35	33	1,1	29,50%
Total 39 IES	129	112	1,2	100,00%

Fonte: preparado pelos autores

A média de autores por artigo é de 2,47, com uma moda de dois, conforme a Tabela 4.

Pesquisaram se nos artigos as Instituições de ensino superior (IES) e outras a que os autores estavam ligados. Os resultados são apresentados na Tabela 5.

Encontrou-se vínculo dos 93 autores com 35 IES, três instituições financeiras e uma autarquia federal, num total de 39 instituições. Onze destas IES concentram 70% dos autores(Tabela 5).

Estudos relacionados a Vieses de comportamento e cognição predominam na amostra (53%), dos quais 16 (64%) corroboram as conclusões das FC. Esta linha está mais associada aos estudos originais da área, que buscavam identificar evidências dos efeitos de fatores psicológicos nas decisões financeiras.

Artigos sobre Vieses - Cognição e Sentimentos correspondem a 64% do total dos trabalhos.

Estudos sobre a dinâmica de mercado e bolhas especulativas e sobre o processo de decisão tem menor ocorrência. Cabe ressaltar que no primeiro não se encontrou trabalhos que corroborem totalmente os pressupostos de FC.

Na perspectiva de FC como Processo, predominam as crenças e preferências, com 14 estudos (28%), em especial ligados às teorias do prospecto. A seleção de portfólio e precificação também são temas bastante estudados, com onze (23%) e dez (21%) trabalhos cada um.

Finanças corporativas é proporcionalmente um campo menos estudado, mas é onde mais se comprovam as ocorrências de fenômenos comportamentais.



Tabela 6: Área de Descoberta nas Finanças Comportamentais

Principais Descobertas das FC	Posição do Estudo frente às Finanças Comportamentais					
	Comprova	Comprova Parcialmente	Não Corrobora ou Nega	Nega	Total	% Total
Vieses de Comportamento – Cognição	16	6	1	2	25	53,20%
Vieses de Comportamento – Sentimentos	1	4	0	0	5	10,60%
Dinâmica de mercado e Bolhas Especulativas	0	6	1	1	8	17,00%
Processos de Decisão - Erros de Forma	1	2	0	0	3	6,40%
Síntese das Pesquisas	0	0	6	0	6	12,80%
Total	18	18	8	3	47	100,00%

Fonte: preparado pelos autores

Tabela 7: Área de contribuição no processo de criação de um novo paradigma em Finanças

Finanças Comportamentais como um processo	Posição do Estudo frente às Finanças Comportamentais					
	Comprova	Comprova Parcialmente	Não Corrobora	Nega	Total	% Total
Crenças e preferências	7	7	0	0	14	29,79%
Seleção de Portfólio	2	6	1	2	11	23,40%
Precificação de Ativos	4	4	1	1	10	21,28%
Finanças Corporativas	5	1	0	0	6	12,77%
Regulação de Mercado	0	0	0	0	0	0,00%
Síntese das Pesquisas	0	0	6	0	6	12,77%
Total	18	18	8	3	47	100,00%

Fonte: preparado pelos autores

A Regulação de mercado merece destaque por não ter sido encontrado nenhum trabalho a respeito com viés comportamental.

Verifica-se que somente três dos artigos negam os fenômenos estudados. Os trabalhos sobre seleção de portfólio e precificação de ativos concentram-se nos encontros científicos, ao passo que finanças corporativas ocorrem predominantemente nas publicações, onde apresentam-se 100% das sínteses das pesquisas, voltadas à discussão teórica. Há um equilíbrio na quantidade de artigos sobre crenças e preferências.

Observaram-se 1.701 referências bibliográficas na amostra estudada, média de 36 por artigo. A produção de autores brasileiros corresponde a 17,6% do total (300), ao passo que autores estrangeiros correspondem pelos 82,4% restantes (1.401).

Os cinco principais autores estão listados na tabela 9. São em sua totalidade estrangeiros. Shefrin, utilizado para a análise qualitativa dos artigos, é o décimo autor mais citado.

Tabela 8: Separação por tipo de divulgação: Encontro ou Publicação

Contribuição ao novo Paradigma	Encontro	Publicação	Total	Encontro	Publicação
Crenças e preferências	7	7	14	50,00%	50,00%
Seleção de Portfólio	8	3	11	72,70%	27,30%
Precificação de Ativos	7	3	10	70,00%	30,00%
Finanças Corporativas	2	4	6	33,30%	66,70%
Regulação de Mercado	0	0	0	N/A	N/A
Síntese das Pesquisas	0	6	6	0,00%	100,00%
Total	24	23	47	51,10%	48,90%

Fonte: preparado pelos autores

Tabela 9: Principais autores referenciados na Bibliografia

Autor	Referências	% Total
KAHNEMAN	102	7,20%
TVERSKY	82	5,80%
THALER	75	5,30%
FAMA	48	3,40%
SHLEIFER	34	2,40%
10 Mais citados	476	33,60%

Fonte: preparado pelos autores

Tabela 10: Principais autores Brasileiros referenciados na Bibliografia

Autor	Referências	% Total
MILANEZ	11	0,60%
KIMURA	10	0,60%
MACEDO	9	0,50%
9 mais citados	69	4,10%

Fonte: preparado pelos autores

Com relação aos autores nacionais, Milanez, o mais citado, não está entre os autores de nenhum artigo da amostra. Seu texto mais citado é a dissertação de mestrado (2003). A Tabela 10 apresenta a lista dos principais autores nacionais.

A produtividade do conjunto de autores pela constante de Lotka está aquém do padrão verificado para amostras de finanças norte-americanas, conforme a tabela 11.

Tabela 11: Indicador de produtividade da amostra conforme a constante de Lotka

Amostra de artigos	No. Artigos publicados				Total autores	Total artigos	c	R2	Qui quadrado
	1	2	3	4					
Total	76	12	3	1	92	47	3,10*	1	0,99*
Distribuição amostra	82,61	13,04	3,26	1,09					
Distribuição prevista	60,79	15,2	6,75	3,8	-	-	2	-	-

(\*) = relevante a 5% de significância. O teste qui quadrado resultou em 1,99 para este mesmo parâmetro.

Fonte: preparado pelos autores

A constante  $c$  de 2 indica que o número de autores publicando apenas um texto é significativamente superior ao esperado. Uma possível explanação deve-se à dinâmica de publicações de alunos de mestrado ou graduação que publicam somente uma única vez sobre o assunto.

No entanto, como o recorte utilizado foi de assunto (FC) em um conjunto de publicações e encontros científicos, não é medida a produtividade dos autores de forma global,

somente a produtividade no tema específico de FC, dentro do contexto mais amplo da produção científica total dos mesmos. Ou seja, indica-se que há menos autores dedicados prioritariamente a produzir sobre FC, e no conjunto com menor produtividade que o esperado.

Os fenômenos de FC estudados nos textos da amostra são apresentados nas Figuras 2 a 6.

Figura 2: Artigos - Finanças Corporativas

Autor	Resumo
FERREIRA e YU (2003)	Identificar vieses de decisão em profissionais de finanças à luz das FC, em especial o excesso de confiança.
BARROS, DI MICELI e SILVEIRA (2006, 2008)	Efeito de variáveis psicológicas dos gestores corporativos nas decisões de alavancagem e estrutura de capital.
SAUAIA e ZERRENER (2009)	Análise do processo de decisão (vieses cognitivos, limites à racionalidade) em jogos de empresas.
BASSO e KIMURA (2010)	Na Visão Baseada em Recursos para geração valor, propõe-se modelo baseado no risco idiossincrático.
BRESSANE e outros (2011)	Avalia o excesso de confiança em CEOs de companhias envolvidas em fusões e aquisições no mercado americano e sua correlação.

Fonte: preparado pelos autores

Figura 3: Artigos - Crenças

Autor	Resumo
KIMURA E BASSO (2003)	Replicação em amostra brasileira de alunos e professores do experimento de KAHNEMAN e TVERSKY (1979)
DECOURT E ACCORSI (2005)	Presença de vieses comportamentais nas decisões financeiras de estudantes de MBA, executivos financeiros e médicos.
GAVA E VIEIRA (2006)	Como os resultados anteriores e seus efeitos cognitivos (representatividade e contabilidade) e variáveis demográficas podem afetar a decisão.
KIMURA , BASSO e KRAUTER (2006)	Replicação em amostra brasileira do experimento de KAHNEMAN E TVERSY (1979)
MENDES-DA-SILVA, BRITO E FAMÁ (2007)	Efeito das emoções - nas relações de negócio, bem como o efeito das relações quando se interpõe agentes atuando em nome dos decisores.
TOMASELLI e OLTRAMARE (2007)	Aplicação de elementos da teoria das representações sociais na pesquisa da relação entre agentes de mercado e seus relacionamentos.
DIAS FILHO, CAVAZOTTE e VILAS BOAS (2008, 2009)	Teste do efeito dotação conforme modelo de KNETSCH (1989), e teste do efeito de emoções negativas e positivas no mesmo.
MARINHO e outros (2009)	Replicação do experimento de KAHNEMAN E TVERSY (1979), em especial efeitos reflexo, isolamento e certeza, bem como de pesquisas de autores brasileiros anteriores.
MENDES-DA-SILVA E YU (2009)	Avaliação dos fenômenos de procrastinação e excesso de confiança em amostra estratificada de investidores brasileiros.
ROVER e outros (2009)	Testa a ocorrência do efeito <i>sunk cost</i> em amostra de estudantes de graduação de diferentes áreas.
CAVALHEIRO (2010)	Comparam-se variáveis sociais e demográficas, a variáveis cognitivas e emocionais, para verificar relevância na explicação da tolerância ao risco.
WALTER, FREGA e SILVA (2010)	Análise da percepção de risco junto a estudantes de pós graduação <i>srictu sensu</i> de administração.
GONZALEZ e BRUNI (2012)	Teste com amostra de investidores usuários de <i>home broker</i> e <i>web banking</i> para verificar a existência da heurística afetiva e conhecimento auto-percebido.

Fonte: preparado pelos autores

Figura 4: Artigos - Pesquisa das Pesquisas

Autor	Resumo
HALFELD e TORRES (2001)	Apresentação dos fundamentos e principais autores das FC Comportamentais
LIMA (2003)	Revisão da teoria de FC, principais correntes e impacto na teoria de finanças e no cenário brasileiro.
SANTOS, J.O. e SANTOS, J.A. (2005)	Estudo comparando as hipóteses de racionalidade de mercado e anomalias.
FERREIRA (2007)	Linhas de pesquisa interdisciplinares, como Psicologia Econômica, Finanças Comportamentais e outros.
IQUIAPAZA, BRESSAN e AMARAL (2009)	Avaliação do impacto das Finanças Comportamentais na Teoria em Finanças, como inovação, e do ponto de vista epistemológico.
VIEIRA e PEREIRA (2009)	Estudo bibliométrico sobre a produção brasileira de artigos em finanças comportamentais entre 2001-2007.

Fonte: preparado pelos autores

Figura 5: Artigos - Seleção de Portfolio

Autor	Resumo
MINARDI (2004)	Previsibilidade de resultados de papéis da Bovespa com base em dados históricos, considerando vieses comportamentais como o efeito momento.
OLIVERIA e CARRETE (2005)	Capacidade de previsão de retorno de mercado acionário a partir de carteira de ações <i>growth</i> , e aspectos comportamentais, e da dinâmica de mercado.
CUPERTINO, COELHO e MACEDO (2006)	Gerar carteiras acima da média via heurística da representatividade de variáveis contábeis, como vendas, lucros operacional e líquido.
IGLESIAS, BATTISTI e PACHECO (2006)	Analisar existência do <i>Equity Premium Puzzle</i> no mercado Brasileiro e o comportamento do investidor.
KARSTEN, BATTISTI e PACHECO (2006)	O efeito disposição, em investidores pessoa física, investidores institucionais, avaliação de efeito de impostos e distribuição de dividendos.
MORAES (2006)	Replicação de teste norte-americano sobre o comportamento de gestores de fundos de investimento e aumentando da volatilidade de carteira.
IQUIAPAZA, BRESSAN e AMARAL (2007)	Construção de modelo preditivo de retornos utilizando variáveis de FC compatíveis com o efeito volume para ações da Bovespa.
PINHEIRO, PACHECO e BRANDI (2007)	Determinação dos fluxos de investimento na poupança e sua relação com o comportamento inercial do investidor e políticas macroeconômicas.
TIZZIANI e outros (2010)	Testa a existência do efeito disposição em carteiras de fundos de investimentos brasileiros entre 2003-2008.
LUCCHESI, YOSHINAGA e CASTRO (2011)	Verificação da ocorrência do efeito disposição e da tendência de reversão à média em gestores de fundos no mercado brasileiro.
KLOTZLE e outros (2012)	Comparação entre medidas de desempenho de ativos baseadas na teoria da utilidade e na teoria do prospecto, para a preferência do investidor.

Fonte: preparado pelos autores

Figura 6: Artigos – Precificação

Autor	Resumo
FRANCO (2001)	Excesso de otimismo em analistas de mercado sobre expectativas de lucro para ações do Ibovespa, conforme DE BONDT e THALER (1990)
KIMURA (2003)	Estudo da presença de vieses comportamentais nos retornos de carteiras de ações, como o efeito momento.
RABELO JR e IKEDA (2004)	Estudo teórico apresentando as características e limites da arbitragem sob a Eficiência de Mercado e FC.
FONTE NETO e CARMONA (2006)	Análise dos retornos na Bovespa após notícias macroeconômicas relevantes, testando a sub-reação, sobre-reação ou efeito momento.
SANTOS, J. O. e outros (2007)	Verificação do efeito janeiro como anomalia do mercado Brasileiro (Ibovespa).
AGUIAR, SALLES E SOUZA (2008)	Sobre e sub reação no mercado acionário brasileiro, relacionado a ancoragem e heurística de representatividade e variáveis linguísticas.
MEDEIROS e DAHER (2008)	Teste com os preços de ações brasileiras para verificação do efeito de bolhas especulativas nos preços destes ativos, a partir de sua volatilidade.
ALMEIDA e COSTA (2011)	O efeito manada nos principais mercados acionários latino americanos, e comparação com o mercado norte americano.
PEREIRA e MAIA (2011)	Análise da formação de preços no mercado futuro de cacau , identificando desvios sistemáticos sob a ótica da teoria do prospecto.
TORGGLER e BONISIO (2012)	Propõe modelo de precificação comparando expectativas futuras e dados históricos, a partir de informações de fluxos de caixa.

Fonte: preparado pelos autores

## CONCLUSÃO

FC é um campo em desenvolvimento, porém não se verifica um crescimento de publicações e apresentações de trabalhos ao longo do tempo no Brasil, indicando que sua participação pode não estar aumentando na produção científica nacional. A amostra estudada é concentrada em autoria e em instituições. Porém, a presença de 39 IES dentre os artigos pesquisados indica que se dissemina no meio acadêmico o interesse pelo tema. A produtividade indica estar abaixo do parâmetro utilizado para finanças. Uma possível razão é o fato de autores mestrandos desenvolverem estudos sobre FC e não mais

produzirem artigos. Os assuntos mais abordados são Crenças e Preferências do Investidor, pressupostos das FC. Trabalhos sobre Seleção de Portfolio, Precificação de Ativos e Finanças Corporativas também são abordados, em menor quantidade, na produção brasileira. Não foram encontrados trabalhos sobre aspectos comportamentais da Regulação Financeira.

Para a contribuição por descobertas, predominam estudos sobre cognição, tanto sobre vieses quanto novas abordagens, como o efeito das emoções sobre as decisões financeiras.

As sínteses sobre pesquisas teóricas são encontradas somente nas publicações, e passam

também a ser referências aos autores nacionais, como indica a presença de alguns de seus autores entre os mais citados dentre as referências nacionais. Artigos empíricos tendem a corroborar total ou parcialmente as FC em seus resultados. Entretanto, não é possível descartar que a seleção da amostra, a partir da presença das chaves de pesquisa utilizada, da linguagem das FC, não contenha um viés comprobatório.

Estudos sobre os temas não pesquisados no Brasil, como Regulação Financeira dentro de uma ótica comportamental poderiam trazer novas contribuições.

Uma possível agenda de pesquisa seria aprofundar as principais correntes de estudo e expandi-las de forma sistemática nos temas já desenvolvidos e a desenvolver, visando aproximar-se do mainstream de pesquisa em cada área, cobrindo aspectos não abordados até o momento. O estudo de fenômenos mais recentes, com as crises de 2008, O mercado de Crédito, aspectos das decisões em Finanças Corporativas, poderiam trazer contribuições em todas as cinco vertentes de estudo. Outra frente seria avaliar o grau de relevância das pesquisas em FC conduzidas no Brasil e verificar qual seu impacto na produção global de FC, como balizador de eficiência da produção nacional.

## REFERÊNCIAS

ACCORSI, A., e DECOURT, R.F. As Finanças comportamentais e os investimentos no mercado financeiro brasileiro., 5º. Encontro da Sociedade Brasileira de Finanças, São Paulo, SP, 2005.

AGUIAR, R.A., SALLES, R.M., e SOUZA, L. A. Um modelo *fuzzy* comportamental para a análise de sobre-reação e sub-reação no mercado de ações brasileiro, *RAE*, vol 48, no. 3, São Paulo, 2008.

ALMEIDA, R.P., e COSTA JR., N.C.A., O comportamento manada em mercados acionários latino-americanos, 11º. Encontro da Sociedade Brasileira de Finanças, Rio de Janeiro, 2011.

BAKER, M., RUBACK, R., e WURGLER, J. Behavioral Corporate Finance: a Survey, in: ECKBO, E. (ED.): The Handebol of corporate finance. NY, Elsevier / North Holland, 2007

BARBERIS, N., e THALER, R. A Survey of behavioral finance, IN: In: CONSTADINIDES, G.; STULZ, R. e HARRIS, M. (eds.): Handbook of the economics of finance. North Holland, 2003.

BARROS, L.A.B.C., SILVEIRA, A.D.M. da, e SILVEIRA H.P.da Excesso de confiança, otimismo gerencial e os determinantes da estrutura de capital, 6º. Encontro da Sociedade Brasileira de Finanças, Vitória-ES, 2006.

BARROS, L.A.B.C., SILVEIRA, A.D.M. da, e SILVEIRA H.P. Excesso de Confiança, Otimismo Gerencial e os Determinantes da Estrutura de Capital, *Revista Brasileira de Finanças*, Vol. 6, No. 3, São Paulo, pp. 293–334, 2008.

BASSO, L.F.C., e KIMURA,H. O conceito de risco na visão baseada em recursos (RBV): uma análise exploratória, RAM, *Revista de Administração Mackenzie* Vol. 11, No. 5, São Paulo, setembro/outubro, 2010.

BRESSANE, B.P., MAIA, M.V., KLOTZLE M.C., FIGUEIREDO, A.C., e SIMÕES, M.D. CEO Overconfidence and the impact on MeA activity, 11º. Encontro da Sociedade Brasileira de Finanças, Rio de Janeiro, 2011.

CAVALHEIRO, E.A., TAVARES, C.E.M, NASCIMENTO FILHO, M., e WENDEL, D.F. Tolerância ao risco: uma análise sob a ótica comportamental, 10º. Encontro da Sociedade Brasileira de Finanças, São Paulo, 2010.

CAVAZOTTE, F., DIAS FILHO, P., e VILAS BOAS, O. A Influência das Emoções Sobre o Efeito Dotação, *Revista Brasileira de Finanças*, São Paulo, Vol. 7, No. 2, pp. 196–213, 2009.

CHUNG, K.H.e COX, R.A.K. Patterns of Productivity in the Finance Literature: A Study of the

Bibliometric Distributions. *The Journal of Finance*, Vol. XLV, no.1, march, pp.301-308, 1990.

CUPERTINO, C.M., COELHO, R.A., MENEZES, E.A., e MACEDO, J.S. A heurística da representatividade e o desempenho de variáveis contábeis: testando o viés em dados do mercado de capitais, 6º. Encontro da Sociedade Brasileira de Finanças, Vitória-ES, 2006.

DEBONDT, W., MURADOGLU, G., SHEFRIN, H., e STAIKOURAS, S.K. Behavioral Finance: Quo Vadis?, *Journal of Applied Finance*, Fall / Winter, Tampa, Fl., 2008.

FAMA, E. Efficient capital markets: a review of theory and empirical work, *The Journal of Finance*, 25:2, pp.383-417, 1970.

FAMA, E., e FRENCH, K.R. The cross-section of expected stock returns, *The Journal of Finance*, Vol. XLVII, No. 2 June 1992, PP. 427-465, 1992.

FAMA, E., e FRENCH, K.R. Size and book-to-market factors in earnings and returns, *The Journal of Finance*, Vol. 50, No. 1, pp. 131-155. FAMA, E., e FRENCH, K.R.(1996). Multifactor explanations of asset pricing anomalies, *The Journal of Finance*, Vol.51, No.1, pp. 55-84, 1995.

FERREIRA, C.F, e YU, A.S.O. Todos acima da média: excesso de confiança em profissionais de finanças, *Revista de Administração*, São Paulo, vol.38, No.2, pp.101-111. FERREIRA, V.R.M. (2007). Psicologia Econômica, in *RAE*, Vol.47, No.1, pp. 122-125, 2003.

FONTE NETO, J.W., e CARMONA, C.U.M. As finanças comportamentais e o mercado acionário brasileiro: evidências do efeito pessimismo em estudos de eventos com regressões EGARCH, XXIV Encontro da Associação Nacional de Pós Graduação e Pesquisa em Administração, Salvador, 2006.

FRANCO, D. Projeções de lucro sistematicamente exageradas: um estudo para o Brasil, 1º. Encontro Brasileiro de Finanças, São Paulo, 2001.

GAVA, A.M., e VIEIRA, K.M. Tomada de decisão em ambiente de risco: uma avaliação sob a ótica comportamental, *REAd*, Edição 49 Vol. 12 No. 1, janeiro – fevereiro, 2006. GONZALEZ, R.A.; BRUNI,

A.L. Heurísticas afetivas no mercado de ações brasileiro: um estudo quase-experimental com investidores, XXXVI Encontro da Associação Nacional de Pós Graduação e Pesquisa em Administração, Rio de Janeiro, Setembro, 2012.

HAUGEN, R. - Os segredos da bolsa. São Paulo: Pearson Educação, 2000.

HALFELD, M., e TORRES, F.F.L. - Finanças comportamentais: a aplicações no contexto brasileiro, *RAE*, vol.41, n.2, pp. 64-71, 2001.

IGLESIAS, M.C., BATTISTI, J.E.Y., e PACHECO, J.V.M. O comportamento do investidor brasileiro na alocação de ativos, 6º. Encontro Brasileiro do Finanças, Vitória-ES, 2006. IQUIAPAZA, R.A., BRESSAN, A.A., e AMARAL, H.F. Previsão não linear de retornos na BOVESPA: efeito do volume negociado em um modelo auto-regressivo de transição suave, Encontro Brasileiro de Finanças, São Paulo, 2007.

IQUIAPAZA, R.A., BRESSAN, A.A., e AMARAL, H.F. Evolução da pesquisa em finanças: epistemologia, paradigmas e críticas, *Organizações e Sociedade*, Salvador, vol.16, n.49, pp. 351-370 - Abril/Junho, 2009.

KAHNEMAN, D., e TVERSKY, A Prospect Theory: an analysis of decision under risk, *Econometrica*, Vol. 47, No. 2., march, pp. 263-292, 1979.

KAHNEMAN, D.; TVERSKY, A. Advances in Prospect Theory: cumulative representation of uncertainty. *Journal of Risk and Uncertainty*, October, Vol. 5, Issue 4, pp. 297-323, 1992.

KARSTEN, J.G.; BATTISTI, J.E.Y.; PACHECO, J.V.M. O Efeito disposição: um estudo empirico no Brasil. 6º. Encontro Brasileiro de Finanças, Vitória-ES, 2006.

KIMURA, H.; BASSO, L.F.; KRAUTER, E. Paradoxos em finanças: teoria moderna versus finanças comportamentais. *RAE*, janeiro-março, pp. 41-58, 2006.

KIMURA, H.; BASSO, L.F. Finanças comportamentais: investigação do comportamento decisório dos agentes brasileiros, XXVI Encontro da Associação Nacional de Pós



Graduação e Pesquisa em Administração, Atibaia, 2003.

KIMURA, H. Aspectos comportamentais associados às reações do mercado de capitais, *RAE-eletrônica*, Vol.2, No.1, janeiro-junho, 2003.

KLOTZLE, M.C.; GOMES, L.L.; BRANDÃO, L.E.T.; PINTO, A.C.F. Desenvolvimento de uma medida de desempenho comportamental, *Revista Brasileira de Finanças*, São Paulo, Vol.10, No.3., Julho-Setembro pp.394-416, 2012.

LEAL, R.P.C., ALMEIDA, V.S., e BORTOLON, P.M. Produção científica brasileira em finanças no período 2000-2010, in *RAE*, São Paulo, vol.53, No.1 janeiro-fevereiro, pp. 46-55, 2013.

LIMA, M.V. Um estudo sobre finanças comportamentais, in *RAE-eletrônica*, São Paulo, Vol.2, No. 1, 2003.

LUCCHESI, E.P., YOSHINAGA, C.E., e CASTRO, F.H.F. O efeito disposição e suas motivações comportamentais: um estudo com base na atuação de gestores de fundos de investimento em ações, 11º. Encontro Brasileiro de Finanças, Rio de Janeiro, 2011.

MARKOWITZ, H. Portfolio Selection, *The Journal of Finance*, Vol. 7, No. 1. march, pp. 77-91, 1952.

MENDES DA SILVA, W., e YU, A.S.O. Análise empírica do senso de controle: buscando entender o excesso de confiança, *Revista de Administração Contemporânea*, Curitiba, vol.13, No.2, art. 5, pp.247-271, Abril/Junho, 2009.

MENDES DA SILVA, W., BRITO, T.F.S., e FAMÁ, R. Amigos-amigos, negócios...(nem tão) à parte: evidências empíricas de efeitos da amizade em transações, XXXI Encontro da Associação Nacional de Pós Graduação e Pesquisa em Administração, Rio de Janeiro, 2007.

MILANEZ, DY. Finanças comportamentais no Brasil, Dissertação de mestrado apresentada na FEA/USP, 2001.

MIRANDA, R.F., LAGIOIA, U.C.T., MACIEL C.V., VASCONCELOS, A.L.F., e

MINARDI, A.M.A.F. Retornos passados prevêm retornos futuros?, *RAE-eletrônica*, São Paulo, Vol.3, No.2, Art. 14, julho / dezembro, 2004.

MIRANDA, L.C.M, RODRIGUES, R.N. Finanças comportamentais: um estudo comparativo utilizando a teoria dos prospectos com alunos de graduação do curso de ciências contábeis, XXXIII Encontro da Associação Nacional de Pós Graduação e Pesquisa em Administração, São Paulo, 2009.

MIRANDA, R.F., LAGIOIA, U.C.T., MACIEL C.V., VASCONCELOS, A.L.F., e

MORAES, E.H. Análise do comportamento dos gestores dos fundos multimercados com renda variável em relação à volatilidade assumida, XXXII Encontro da Associação Nacional de Pós Graduação e Pesquisa em Administração, Vitória-ES, 2006.

MUSSA,A., YANG,E., TROVÃO, R., e FAMÁ, R. Hipóteses de mercados eficientes e finanças comportamentais: as discussões persistem, *FACEF*, Vol.11, No.1, pp.5 a 17, 2008.

OLIVEIRA, R.F., e CARRETE, L.S. Estudo empírico sobre a previsibilidade do retorno de mercado no Brasil, 5º. Encontro Brasileiro de Finanças, São Paulo, 2005.

PEREIRA, E.S., e MAIA, S.F. Formação de preços e finanças comportamentais: um estudo empírico no mercado futuro de cacau, 11º. Encontro Brasileiro de Finanças, Rio de Janeiro, 2011.

PINHEIRO, F.O.D., GOMES, F.P., e BRANDI, V.R. Demanda por aplicações financeiras: uma investigação sobre os depósitos de poupança no Brasil, 7º. Encontro Brasileiro de Finanças, São Paulo, 2007.

RABELO JR, T.S., e IKEDA, R.H. Mercados eficientes e arbitragem: um estudo sob o enfoque das finanças comportamentais, *Revista Contabilidade e Finanças - USP*, São Paulo, No.34, pp.97-107, janeiro/abril, 2004.

ROVER, S., WUERGES, A.F.E., TOMAZZIA, E.C., e BORBA, J.A. Efeito sunk costs: o conhecimento teórico influencia no processo decisório de discentes? *Brazilian Business Review*, Vol.6, No.3,

Vitória-ES, Setembro–Dezembro, pp.247-263, 2009.

SANTOS, J.O., e SANTOS, J.A. Mercado de capitais – racionalidade versus emoções, *Revista de Contabilidade e Finanças – USP*, São Paulo, n. 37, pp. 103 – 110, Janeiro / Abril, 2005.

SANTOS, J.O., FAMÁ, R., TROVÃO, R., e MUSSA, A. Anomalias do mercado acionário brasileiro: a verificação do efeito janeiro no Ibovespa no período de 1969 a 2006, 7<sup>o</sup>. Encontro da Sociedade Brasileira de Finanças, São Paulo, 2007.

SANTOS, J.O., e BARROS, C.A.S. O que determina a tomada de decisões financeiras: razão ou emoção? *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, Vol. 13, No. 38, pp. 7-20, 2011.

SAUAIA, A.C.A., e ZERRENER, S.A. Jogos de empresas e economia experimental: um estudo da racionalidade organizacional na tomada de decisão, *Revista de Administração Contemporânea*, Curitiba, Vol.13, No.2, art. 2, p. 189-209, Abril/Junho, 2009.

SHARPE, W.F - Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions

of risk, *Journal of Finance*. 19:3, 1964, pp. 425–442.

SHEFRIN, H. Behavioralizing finance, *Foundations and trends in finance*, Vol. 4, Nos. 1–2 pp.1–184 Now Publishers Inc., MA., 2010.

SHILLER, R.J. – From efficient market theory to behavioral finance, in *Journal of Economic Perspectives*, vol 17, No.1, pags 83-104, 2002.

TIZZIANI, E., KLOTZLE, M.C., NESS JR., W.L., e MOTTA, L.F.. O efeito disposição na industria brasileira de fundos de investimentos em ações, *Revista Brasileira de Finanças*, Vol.8, No.4, pp.383–416, 2010.

TOMASELLI, T.R., e OLTRAMARI, L.C. Possíveis contribuições da teoria das representações sociais às finanças comportamentais, *REAd*, Ed.56, Vol.13, No.2 maio-agosto, Porto Alegre, 2007.

VIEIRA, T.R., e PEREIRA, A.N. Finanças comportamentais no Brasil: um estudo bibliométrico 2000-2007, *Revista de Gestão USP*,

São Paulo, v. 16, n. 4, p. 45-59, outubro-dezembro, 2009.

WALTER, S.A., FREGA, J.R., e SILVA, W.V. Análise do comportamento e da percepção do investidor em relação ao risco sob a ótica da teoria de finanças comportamentais, *Revista de Administração - USP*, São Paulo, Vol.45, No.2, pp.172-187, abril/maio/junho, 2010.