



RAE - Revista de Administração de Empresas

ISSN: 0034-7590

rae@fgv.br

Fundação Getulio Vargas

Brasil

Halfeld, Mauro; Freitas Leitão Torres, Fábio de
FINANÇAS COMPORTAMENTAIS: aplicações no contexto brasileiro
RAE - Revista de Administração de Empresas, vol. 41, núm. 2, abril-junio, 2001, pp. 64-71
Fundação Getulio Vargas
São Paulo, Brasil

Disponível em: <http://www.redalyc.org/articulo.oa?id=155118160006>

- Como citar este artigo
- Número completo
- Mais artigos
- Home da revista no Redalyc

redalyc.org

Sistema de Informação Científica
Rede de Revistas Científicas da América Latina, Caribe, Espanha e Portugal
Projeto acadêmico sem fins lucrativos desenvolvido no âmbito da iniciativa Acesso Aberto

FINANÇAS COMPORTAMENTAIS: aplicações no contexto brasileiro

Mauro Halfeld

Professor Titular da Universidade
Federal do Paraná.
E-mail: mauro@halfeld.com.br

Fábio de Freitas Leitão Torres

Consultor da Booz-Allen & Hamilton
no Brasil.
E-mail: ffltorres@hotmail.com

RESUMO

As Finanças Comportamentais são um ramo do estudo de Finanças que tem como objetivo a revisão e o aperfeiçoamento do modelo econômico-financeiro atual, pela incorporação de evidências sobre a irracionalidade do investidor. O artigo faz uma revisão das pesquisas internacionais pioneiras sobre o tema, um relato dos primeiros estudos sobre a identificação dessas anomalias no mercado financeiro brasileiro e um levantamento das principais qualidades e deficiências das Finanças Comportamentais, que fazem deste um dos ramos mais polêmicos no mundo contemporâneo das Finanças.

ABSTRACT

Behavioral Finance is a line of study of Finance which has as its objective the review and the improvement of the modern economic and financial model through the addition of evidences about investor's irrationality. The article brings a review of the first international papers about the subject. It gives, as well, an account of the studies about the identification of these anomalies on the Brazilian stock market and a research about the major qualities and deficiencies of the Behavioral Finance model that make this study one of the most controversial subjects within the contemporary world of Finance.

PALAVRAS-CHAVE

Finanças Comportamentais, sobre-reação do mercado, anomalias do mercado, autoconfiança excessiva, psicologia do investidor.

KEY WORDS

Behavioral Finance, market overreaction, market anomalies, investor's overconfidence, investor's psychology.

HISTÓRICO DAS FINANÇAS COMPORTAMENTAIS

O surgimento das Finanças Comportamentais no meio acadêmico remete ao final da década de 70, com a publicação dos trabalhos de Kahneman e Tverski (1979) sobre o comportamento e o processo de tomada de decisão do ser humano em situações de risco. Intencionando compreender as atitudes do investidor no dia-a-dia do mercado financeiro, os autores apresentaram problemas diversos a diferentes grupos de pessoas, nos quais esses indivíduos eram levados a tomar decisões tendo como base o benefício (ganho ou perda) e o risco envolvidos nessa decisão. Desse estudo, surgiu um dos mais importantes conceitos das Finanças Comportamentais, a **aversão à perda**, segundo o qual as pessoas sentem muito mais a dor da perda que o prazer obtido com um ganho equivalente.

A eficiência do **Modelo Moderno de Finanças** para explicar o comportamento do mercado acarretou um crescimento e um desenvolvimento muito pequenos das Finanças Comportamentais ao longo da década de 80, fazendo com que, de certa forma, o meio acadêmico menosprezasse esse ramo de estudo.

No final da década de 80 e no começo da década de 90, o Modelo Moderno de Finanças começou a apresentar sinais de desgaste, com a constatação de anomalias do mercado financeiro, não englobadas pelo modelo, cada vez mais freqüentes. Nesse cenário, o estudo das Finanças Comportamentais fortaleceu-se, ganhou adeptos e pôde consolidar alguns outros conceitos, como a autoconfiança excessiva, os exageros quanto ao otimismo e ao pessimismo e a sobre-reação às novidades do mercado.

Hoje, as Finanças Comportamentais são um dos ramos mais polêmicos do estudo de Finanças. Reforçada pela atual turbulência do mercado financeiro internacional, essa polêmica é retrato do confronto entre o grupo dos defensores de um modelo econômico e financeiro forte, porém desgastado pelo tempo, e o grupo que já chegou a ser chamado de “Horda de Bárbaros” (Rekenthaler, 1988), tamanha a revolução por eles proposta. As mudanças qualitativas no Modelo Moderno de Finanças propostas pelos defensores das Finanças Comportamentais são muitas e, de certa forma, substanciais, uma vez que dizem respeito à peça mais importante do mercado financeiro: o investidor.

AS FINANÇAS COMPORTAMENTAIS COMO APERFEIÇOAMENTO DO MODELO MODERNO DE FINANÇAS

Um modelo, como se sabe, é uma tentativa de representação da realidade; sendo essa realidade muito complexa, são feitas hipóteses e aproximações com o intuito de simplificar esse processo sem que isso prejudique em demasia sua fidelidade ao mundo real. Uma das hipóteses mais fortes do Modelo Moderno de Finanças é a idéia

No final da década de 80 e no começo da década de 90, o Modelo Moderno de Finanças começou a apresentar sinais de desgaste, com a constatação de anomalias do mercado financeiro, não englobadas pelo modelo, cada vez mais freqüentes.

de que o homem (*homo economicus*) é um ser perfeitamente racional que, no processo de tomada de decisão, é capaz de analisar todas as informações disponíveis e considerar todas as hipóteses para a solução do problema. Essa hipótese, apesar de sua força, contradiz os resultados de diversos estudos realizados por psicólogos e psicanalistas de todo o mundo, que concluem que a racionalidade não é o centro ou a diretriz do pensamento humano. As Finanças Comportamentais surgem nesse cenário como uma tentativa de aperfeiçoar o Modelo Moderno de Finanças pela incorporação ao modelo de estudos sobre o comportamento e a irracionalidade do homem.

O homem das Finanças Comportamentais não é totalmente racional; é um homem simplesmente normal. Essa normalidade implica um homem que age, freqüentemente, de maneira irracional, que tem suas decisões influenciadas por emoções e por erros cognitivos, fazendo com que ele entenda um mesmo problema de formas diferentes, dependendo da maneira como é analisado. As decisões tomadas de acordo com a formulação de um problema, em alguns casos, seguem um padrão identificável que pode e deve ser contemplado por um modelo econômico e financeiro.

O campo de estudos das Finanças Comportamentais é justamente a identificação de como as emoções e os erros cognitivos podem influenci-

ar o processo de decisão de investidores e como esses padrões de comportamento podem determinar mudanças no mercado. O grande desafio para os pesquisadores do tema está em provar que tais anomalias de comportamento são realmente previsíveis e podem modificar o mercado de forma definida. Diversos padrões de comportamento (os mais freqüentemente citados são a aversão à perda, a autoconfiança excessiva, os exageros quanto ao otimismo e ao pessimismo e a sobre-reação às novidades do mercado) foram identificados por diferentes pesquisadores sem que se conseguisse a formulação de um modelo que englobe todos eles; os modelos surgidos até o momento se limitam a explicar uma anomalia em particular e falham na tentativa de explicar outras (Fama, 1997), dando argumentos aos opositores das Finanças Comportamentais.

Aversão à perda

O principal conceito trabalhado pelas Finanças Comportamentais, segundo Reikenthaler (1998), é a aversão à perda; proposto pela primeira vez por Kahneman e Tverski (1979), esse conceito baseia-se na constatação de que as pessoas sentem muito mais a dor da perda do que o prazer obtido com um ganho equivalente. Essa tese contraria o preceito microeconômico conhecido como Teoria da Utilidade, o qual supõe que o investidor avalia o risco de um investimento de acordo com a mudança que ele proporciona em seu nível de riqueza; esse preceito, sendo parte integrante do Modelo Moderno de Finanças, trabalha com um conceito de investidor perfeitamente racional. O homem

normal das Finanças Comportamentais, por sua vez, avalia o risco de um investimento com base em um ponto de referência a partir do qual mede ganhos e perdas. Em seu estudo, Kahneman e Tverski (1979) sugerem ainda uma nova curva de risco-utilidade, que seria justamente a representação da maneira comportamental de se avaliar o risco de um investimento; apresentada na Figura 1, essa curva tem como principais características a descontinuidade na origem (determinando a origem do sistema cartesiano como o ponto de referência na avaliação dos riscos de um investimento) e o declínio da curva após esse ponto (representando que os investidores sentem mais a dor da perda do que o prazer do ganho). A curva equivalente, de acordo com a Teoria da Utilidade, seria uma reta passando pela origem.

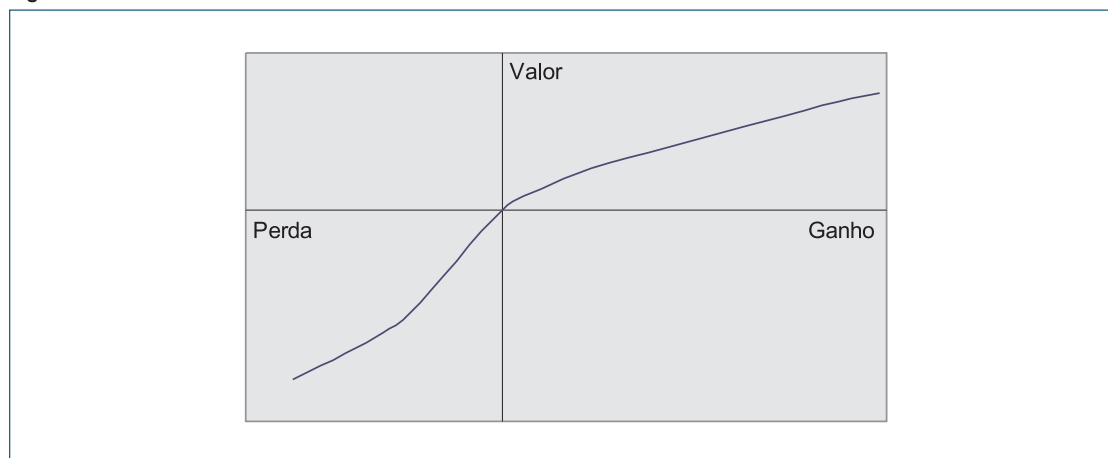
Em alguns momentos, a aversão à perda pode ser confundida com a aversão ao risco, porém, na verdade, o sentimento de aversão à perda é tão forte que se sobrepõe à aversão ao risco; essa idéia é muito bem representada em um dos estudos realizados por Kahneman e Tverski (1979), apresentado a seguir.

A um grupo de pessoas foi apresentado o seguinte problema:

1. Além de tudo o que possui, você recebeu \$ 1 mil. Você deve, então, escolher entre:
 - a) um ganho certo de \$ 500;
 - b) uma chance de 50% de ganhar mais \$ 1 mil e 50% de chance de não ganhar nada.

A outro grupo foi apresentado outro problema:

Figura 1 – Curva de risco-utilidade



Fonte: Extraído de Tverski (1995).

2. Além de tudo o que possui, você recebeu \$ 2 mil. Você deve, então, escolher entre:
- a) uma perda certa de \$ 500;
 - b) uma chance de 50% de perder \$ 1 mil e 50% de chance de não perder nada.

No primeiro grupo, 84% dos integrantes responderam a); no segundo grupo, 69% dos integrantes responderam b). Os dois problemas são idênticos no que diz respeito à variação total do nível de riqueza, porém a maneira como eles são formulados gera a discrepância entre os dois resultados. Diante da perda, as pessoas assumem riscos somente pela chance de não realizar a perda, ou seja, com relação aos ganhos, as pessoas são avessas ao risco, mas diante da possibilidade de perder, as pessoas são avessas à perda.

Existe, ainda, uma outra característica do comportamento humano relacionada à aversão à perda que é trabalhada pelos estudiosos das Finanças Comportamentais: o medo do arrependimento. Esse conceito lida com a constatação de que é muito doloroso para os investidores assumirem seus erros (Odean, 1998b), fazendo com que eles tenham um comportamento que não proporciona o maior lucro possível em uma operação somente para evitar reportar uma perda, o que, novamente, contradiz a Teoria da Utilidade. Statman (1995) dá o exemplo de indivíduos que evitam vender papéis por um preço inferior ao de compra, mantendo-os em sua carteira de investimentos por longos intervalos de tempo e comprometendo sua liquidez conscientemente, deixando de realizar melhores opções de negócios nesse período devido ao medo do arrependimento. A vergonha de informar que se realizou um mau investimento acaba por fazer com que alguns participantes do mercado façam opção somente por ações de grandes empresas ou assumam posições sempre com a maioria do mercado; afinal de contas, é mais fácil assumir um erro quando ele foi cometido pela maioria.

Autoconfiança excessiva

A autoconfiança excessiva é uma característica de comportamento presente na grande maioria da população mundial; diversos estudos comprovam que cerca de 80% das pessoas consideram-se acima da média no que diz respeito às suas habilidades como motorista, senso de humor, relacionamento com outras pessoas e capacidade de liderança, entre outras. No caso dos investidores, a maioria considera a sua habilidade de vencer o

mercado como acima da média. Os administradores de fundos e consultores de investimento são indivíduos que possuem sob seu controle grandes quantias de dinheiro, por causa da crença que as pessoas têm em sua habilidade de fazer investimentos; isso, aliado a uma formação acadêmica normalmente cara e sólida, são razões que induzem os investidores a esse tipo de comportamento autoconfiante. Na prática, no entanto, a habilidade de vencer o mercado é muito difícil de ser encontrada. Alguns economistas, inclusive, acre-

O homem das Finanças Comportamentais não é totalmente racional; é um homem simplesmente normal. Essa normalidade implica um homem que age, freqüentemente, de maneira irracional, que tem suas decisões influenciadas por emoções e por erros cognitivos.

ditam que tal habilidade não existe, que vencer o mercado é apenas um “golpe de sorte”; Daniel Kahneman acrescenta que a confusão entre acaso e habilidade é uma outra razão para a ocorrência da autoconfiança excessiva. Um estudo de Odean (1998a) é uma evidência de que grande parte dos investidores, ao contrário do que eles mesmos acreditam, não consegue vencer o mercado. Analisando mais de 10 mil negócios de investimentos no mercado financeiro norte-americano, concluiu que os papéis vendidos tiveram um desempenho 3,4% maior do que os papéis comprados nessas negociações.

Além de confiar demais em suas habilidades, os investidores acreditam que suas informações são melhores e mais confiáveis que as dos outros, o que é muito perigoso. Em uma negociação de compra e venda, as duas partes envolvidas possuem informações diferentes, possivelmente contraditórias e, confiando nelas, assumem posições contrárias em que, obviamente, os dois lados não podem estar inteiramente com a razão. Essa oposição de informações, segundo Odean (1998a), deveria fazer com que os investidores refletissem e realizassem somente negociações nas quais tivessem segurança na obtenção de bons resultados, porém a confiança exagerada em suas habilidades e informações faz

com que eles tenham uma tendência a realizar um volume de negócios excessivo.

Exageros quanto ao otimismo e ao pessimismo

Outra constatação é a dificuldade dos investidores em compreender o que alguns estudiosos das Finanças Comportamentais chamam de Conceito de Retorno à Média, segundo o qual o preço de todos os papéis tendem a convergir a um valor médio. O comportamento dos papéis negociados no mercado financeiro não é constante, ou seja, nada sobe ou desce infinitamente, o valor dos papéis tende a flutuar em torno de uma média à qual ele eventualmente retorna. Os investidores, segundo Daniel Kahneman, ignoram esse conceito e tendem a comprar papéis que parecem saudáveis, após um período de bom desempenho, e estão prestes a retornar à média; esses papéis, porém, são justamente os que possuem maior tendência a apresentar baixos retornos ou até mesmo queda a curto e médio prazos. Esse comportamento, de comprar papéis já valorizados, fere o mais importante princípio do mercado financeiro: “comprar na baixa e vender na alta”; o que vem sendo observado é que investidores que compram um papel após um período de alta vendem logo, quando já podem obter algum lucro na operação, não otimizando seu retorno.

O otimismo a longo prazo é um reflexo desse conceito. Os investidores compram papéis em evidência justamente pelo fato de eles estarem em moda, extrapolando os resultados obtidos nos últimos tempos para o futuro (Lakonishok, Shleifer e Vishny, 1994). Diante de uma série de retornos positivos, acredita-se que continuarão a se repetir indefinidamente e, mesmo que um resultado diferente dos anteriores interrompa a série de bons resultados, isso é encarado apenas como um “acidente de percurso”. Esse acidente de percurso não é encarado como um sinal de retorno à média e, sim, como algo que não vai se repetir. Um exemplo claro desse comportamento são as ações de empresas ligadas à Internet: a massificação da rede mundial de computadores acarretou uma enorme e constante valorização dessas ações que, de acordo com a tendência de retorno à média, são as mais propensas a sofrerem quedas. Acreditando, porém, que a valorização dos últimos anos continuará a se repetir indefinidamente, os investidores mantêm essas empresas entre as mais negociadas do mercado.

Em contraposição ao otimismo a longo prazo, é observado também, nos investidores, o pessi-

mismo a curto prazo. O raciocínio é justamente o inverso: diante de um resultado positivo após uma série de maus resultados, essa quebra na série é vista com indiferença e suspeita, não como um sinal de recuperação e retorno à média. Além da dificuldade de compreender o conceito de retorno à média, esses comportamentos resultam da tendência humana em analisar as novas informações em confronto com as preexistentes, em vez de analisá-las independentemente, levando em conta os diferentes momentos históricos. Obviamente, a força, a importância e a confiabilidade de uma nova informação para suplantiar todo um conjunto de informações anteriores devem ser enormes. Esse comportamento não é inteiramente errado, o investidor não pode se deixar levar por todos os boatos e especulações que aparecem no mercado em profusão, mas também não pode ignorar ou deixar de analisar uma nova informação contrastante com as anteriores simplesmente pelo fato de ela ser contrastante.

Sobre-reação às novidades do mercado

O preço de um papel negociado no mercado é ajustado de acordo com o que o próprio mercado acha que seja justo que se pague por ele. Sendo esse papel um investimento, o método de avaliação fundamentalista é justamente o quanto ele vai render ao investidor ou, em outras palavras, o valor dos dividendos a serem pagos no final do período de exercício (Haugen, 1999). Dessa maneira, os preços desses papéis deveriam variar de acordo com a própria variação dos dividendos, descontados por uma taxa que representasse o custo de oportunidade de tal investimento. Entretanto, na prática, a observação do comportamento dos papéis negociados no mercado tem revelado que essa correção entre a variação dos dividendos e o preço dos papéis não ocorre perfeitamente.

É muito difícil, se não impossível, prever e analisar todas as variáveis envolvidas na formação do preço dos papéis negociados no mercado, porém, após o final do exercício, ajustar esse preço de acordo com os dividendos pagos, a inflação e os juros no período é uma tarefa muito mais simples. A esse preço posteriormente ajustado dá-se o nome de “*Perfect Foresight Price*” e, ao compará-lo com o preço pelo qual esses papéis foram negociados no mercado, o resultado obtido costuma surpreender, conforme se pode observar no gráfico elaborado por Shiller (1990), apresentado na Figura 2, com base no *Standard and Poor's 500 Stock Index* e nos dividendos

médios pagos por cota dos papéis presentes nesse índice ao longo do século XX.

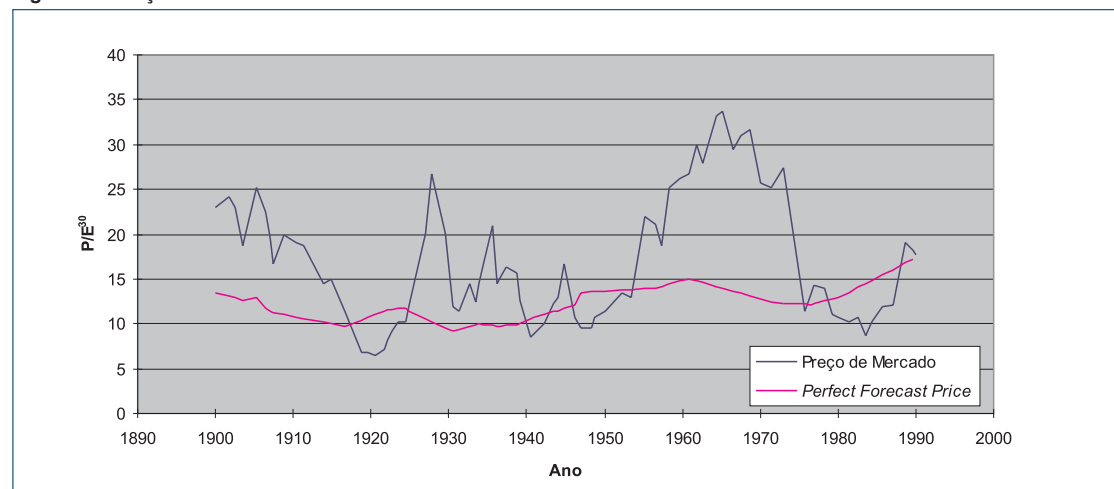
Nota-se claramente no gráfico que a volatilidade do preço dos papéis no mercado é muito maior que a variação real do valor desses papéis. Essa constatação de que o mercado reage exageradamente e que, conseqüentemente, o preço de mercado não reflete exatamente a realidade fere a Hipótese do Mercado Eficiente, outro forte fundamento do Modelo Moderno de Finanças. Essa hipótese supõe que, após anos de negociação, o mercado chegou a um ponto em que o preço dos papéis nele negociados reflete absolutamente tudo o que é conhecido e relevante sobre as empresas relacionadas a esses papéis; o único tipo de informação que os preços não refletiriam é a informação que ainda não é conhecida e nem pode ser prevista (Haugen, 1999). Assim, as variações do mercado seriam completamente imprevisíveis, não seguindo qualquer padrão identificável; como conseqüência disso, as variações de preços do passado não poderiam ser usadas para se tentar prever as variações de preço no futuro, e a tentativa de vencer o mercado não passaria de um jogo de sorte, em vez de um jogo de habilidade. Alguns estudiosos das Finanças Comportamentais, com base em observações do comportamento do mercado, sugerem não ser isso o que acontece na prática; eles acreditam que as variações nos preços não são assim tão randômicas, elas seguem, entre outros, o princípio de retorno à média, além de serem fortemente influenciadas pela subjetividade do comportamento humano.

Roll (1984) analisa os diversos possíveis fatores que influenciam a formação do preço de suco de laranja no mercado futuro norte-americano. Obtém resultados que mostram uma correlação significativa entre o preço do suco de laranja no mercado futuro e a previsão das alterações climáticas na região de Orlando, na Flórida, principal região produtora de laranja dos EUA, inclusive variações de preços decorrentes de previsões meteorológicas erradas, chegando a sugerir que o preço do mercado futuro do suco de laranja parece estar respondendo às previsões do Serviço Nacional de Meteorologia, pois não é encontrada uma relação entre o comportamento do mercado e chuvas inesperadas. Ele ainda relaciona as variações do mercado a causas macroeconômicas, como a variação do câmbio (que interfere na exportação do produto) e do custo da energia (que interfere no custo de distribuição e de operação das máquinas agrícolas envolvidas no processo de produção), entre outros. Analisando todas essas variáveis, porém, Roll (1984) é capaz de explicar somente 10% das variações percentuais dos preços futuros do produto; os outros 90% seriam causas geradas internamente, dentro do mercado de futuros.

IDENTIFICAÇÃO DE CONCEITOS DAS FINANÇAS COMPORTAMENTAIS NO MERCADO FINANCEIRO BRASILEIRO

Ao contrário do que acontece no meio acadêmico norte-americano, a polêmica e a discussão em torno das Finanças Comportamentais no

Figura 2 – Preço de mercado e *Perfect Forecast Price*: taxas de desconto constantes



Fonte: Extraído de Haugen (1999); com base em dados de Shiller (1990).

Brasil, assim como o seu estudo, ainda são recentes. Entretanto, os efeitos da irracionalidade do ser humano são sentidos, também, no mercado brasileiro. A sobre-reação do mercado é o fundamento das Finanças Comportamentais mais facilmente identificável no mercado nacional, porém existem outras considerações a serem feitas.

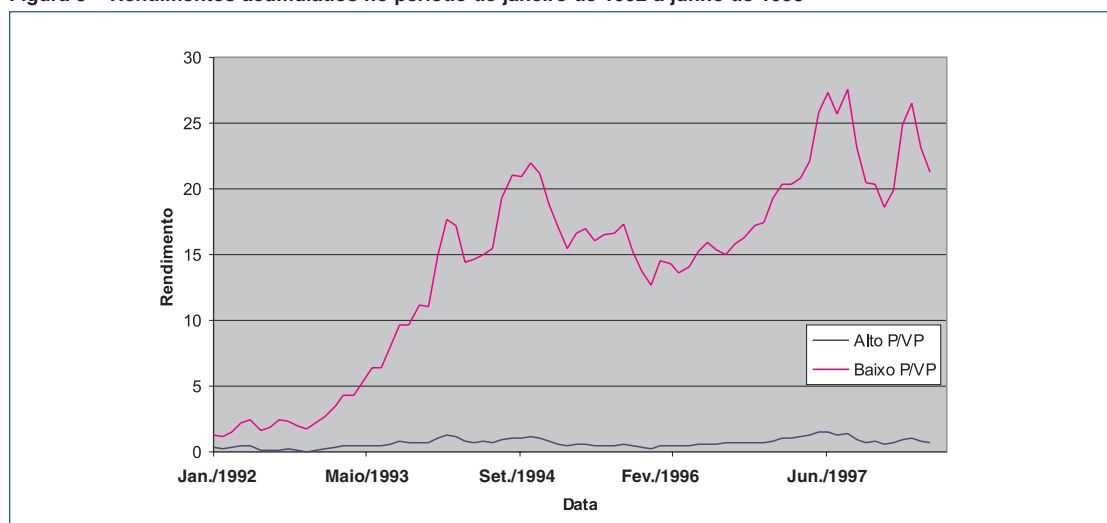
Halfeld Alves (1999) faz uma análise comparativa do desempenho entre as ações mais valorizadas e as menos valorizadas do mercado brasileiro, obtendo o mesmo resultado a que chegaram outros pesquisadores com relação a outros mercados: as ações menos valorizadas (*value*) têm, em média, um desempenho melhor que as ações mais valorizadas (*growth*). Um grupo de 177 papéis foi dividido, mês a mês, em três grupos, de acordo com o critério Preço/Valor Patrimonial (P/VP): alto (33,33%), médio (33,33%) e baixo (33,33%). A comparação foi feita entre os papéis com alto P/VP (mais valorizados) e baixo P/VP (menos valorizados) e, no período de janeiro de 1992 a junho de 1998, o melhor desempenho dos papéis menos valorizados (*value*) foi evidente; eles apresentaram um retorno acumulado no período de 2.126,060% e retorno médio mensal de 5,178%, contra apenas 73,191% de retorno acumulado no período e 1,054% de retorno médio mensal dos papéis mais valorizados (*growth*).

O gráfico apresentado na Figura 3 traz uma comparação mês a mês entre o desempenho acumulado de uma carteira formada pelo grupo dos papéis menos valorizados e o de uma carteira formada pelo grupo das ações mais valorizadas

dentre 177 papéis negociados no mercado financeiro brasileiro. Uma análise qualitativa do gráfico permite observar que o comportamento desses papéis reflete alguns conceitos trabalhados pelas Finanças Comportamentais, como a dificuldade de compreensão do Conceito de Retorno à Média e a sobre-reação do mercado. O desempenho dos papéis menos valorizados, conforme prega o Conceito de Retorno à Média, é maior que o das ações mais valorizadas, pois estas, após um período de alta, tendem a apresentar um desempenho inferior. O melhor desempenho, em média, da carteira fictícia composta pelos papéis menos valorizados, porém, é acompanhado de uma volatilidade muito grande, quando comparada com a da carteira composta pelos papéis mais valorizados, indicando uma possível sobre-reação do mercado. Outra evidência da sobre-reação do mercado brasileiro é o retorno exorbitante dos papéis menos valorizados no período analisado, refletindo, talvez, as profundas mudanças políticas e econômicas atravessadas pelo país desde 1992.

Da Costa Jr. (1994) analisa a ocorrência de sobre-reação no mercado financeiro brasileiro, de acordo com a hipótese de sobre-reação apresentada por De Bondt e Thaler (1985) para o mercado financeiro norte-americano. O estudo é conduzido com base no desempenho mensal de duas carteiras de investimento teóricas que ele define como “perdedora” e “vencedora”, sendo ambas formadas por ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) no período de 1970 a

Figura 3 – Rendimentos acumulados no período de janeiro de 1992 a junho de 1998



Fonte: Extraído de Halfeld Alves (1999).

1989. A carteira “perdedora” seria composta, em um mês, pelas ações que tiveram o pior desempenho no mês anterior, e a carteira “vencedora”, por sua vez, seria composta pelas ações que tiveram o melhor desempenho no mês anterior; essas carteiras são renovadas, mês a mês, de acordo com o comportamento desses papéis no mercado. Os resultados obtidos apontam não só que o efeito da sobre-reação é sentido no mercado brasileiro mas também que sua magnitude é maior que a observada no mercado norte-americano.

CONCLUSÃO

As Finanças Comportamentais, em seu atual estágio de desenvolvimento, não têm a força e a aceitação necessárias para derrubar o Modelo Moderno de Finanças. Existem alguns conceitos que precisam ser mais bem definidos e algumas incoerências a serem resolvidas, mas, principalmente, falta-lhe um modelo matemático confiável e abrangente; muitos estudiosos do tema têm-se atido a desenvolver as idéias que dão embasamento ao modelo, sem dar muita importância aos conceitos matemáticos e estatísticos que o compõem. Fama (1997) faz uma análise dos modelos matemáticos apresentados até agora com o intuito de explicar anomalias apontadas pelas Finanças Comportamentais e conclui que eles são muito específicos, tratando apenas de uma anomalia e falhando na tentativa de explicar outras. Essa deficiência, no entanto, fez com que alguns pes-

quisadores concentrassem sua pesquisa nas formulações matemáticas que confirmariam as idéias dos principais estudiosos do assunto, mudando um pouco o cenário de pesquisa atual em comparação com alguns anos atrás.

Fama (1997), um dos maiores defensores da Hipótese do Mercado Eficiente, concorda que existem anomalias no Modelo Moderno de Finanças, entretanto, como elas aconteceriam de forma randômica, acabariam por se compensar e seriam, portanto, consistentes com a eficiência de mercado. O fato de não se conseguir rejeitar estatisticamente a Hipótese do Mercado Eficiente é, com certeza, um dos pontos fracos das Finanças Comportamentais e um dos focos de maior trabalho de seus defensores no momento.

Uma idéia mais moderada tenta conciliar esses dois conceitos aparentemente contrastantes, procurando encarar as Finanças Comportamentais não como um adversário e, sim, como um aperfeiçoamento do Modelo Moderno de Finanças. Essa idéia supõe que os sofisticados modelos matemáticos atuais não são inúteis, apenas devem ser aperfeiçoados ainda mais, incorporando estudos sobre a irracionalidade do investidor. O debate em torno do valor das Finanças Comportamentais ainda está longe do fim, a polêmica a seu respeito cresce dia após dia no meio acadêmico, tornando aconselhável especial atenção ao tema, pois, se seus adeptos estiverem certos, mudanças substanciais no mundo das Finanças ainda estão por vir. ○

BIBLIOGRAFIA

- DA COSTA JR., Newton C. A. Overreaction in the Brazilian stock market. *Journal of Banking and Finance*, v. 18, n. 4, p. 633-642, Sept. 1994.
- DE BONDT, Werner F. M. *Investor psychology and the dynamics of security prices*. In: AIMR SEMINAR IMPROVING THE INVESTMENT DECISION-MAKING PROCESS: BEHAVIORAL FINANCE AND DECISION THEORY, 1995, p. 7-12. Behavioral finance and decision theory in investment management.
- DE BONDT, Werner F. M., THALER, Richard. Does the stock market over-react? *Journal of Finance*, New York, v. 40, n. 3, p. 793-805, July 1985.
- FAMA, Eugene F. *Market efficiency, long term returns, and behavioral finance*. Chicago : University of Chicago, 1997. Artigo acadêmico.
- HALFELD ALVES, Mauro F. A fundamental analysis of Brazilian stock returns. *Boletim Técnico EPUSP*, São Paulo, 1999.
- HAUGEN, Robert A. *Beast on Wall Street: how stock volatility devours our wealth*. Upper Saddle River, NJ : Prentice Hall, 1999.
- KAHNEMAN, Daniel, TVERSKI, Amos. Prospect Theory: an analysis of decision under risk. *Econometrica*, v. 47, n. 2, p. 263-291, Mar. 1979.
- LAKONISHOK, Josef, SHLEIFER, Andrei, VISHNY, Robert. Contrarian investment, extrapolation and risk. *Journal of Finance*, v. 49, p. 1541-1578, 1994.
- ODEAN, Terrance. *Are investors reluctant to realize their losses?* Davis : University of California at Davis, 1998a. Artigo acadêmico.
- ODEAN, Terrance. *Why do investors trade too much?* Davis : University of California at Davis, 1998b. Artigo acadêmico.
- ONGKRUTARAKSA, Worapot. *Behavioral finance: a review of literature*. Chiang Mai, Thailandia : Maejo University, 1996. Artigo acadêmico.
- PELTZ, Michael. Winner's curse. *Worth*, v. 8, n. 2, p. 102-105, 1999.
- REKENTHALER, John. *Barbarians at the gate: the rise of behavioral Economics*. Feb. 1998. Available from Internet: <<http://news.morningstar.com/news/MS/TheGuestRoom/IvoryTowers/9802rek.html>>.
- ROLL, Richard. Orange juice and weather. *American Economic Review*, v. 74, n. 5, p. 861-880, Dec. 1984.
- SHILLER, Robert. *Market volatility*. Cambridge : Massachussets Institute of Technology, 1990. Artigo acadêmico.
- STATMAN, Meir. *Behavioral finance versus standard finance*. In: AIMR SEMINAR IMPROVING THE INVESTMENT DECISION-MAKING PROCESS: BEHAVIORAL FINANCE AND DECISION THEORY, 1995, p. 14-21. Behavioral finance and decision theory in investment management.
- TVERSKI, Amos. The Psychology of decision making. In: AIMR SEMINAR IMPROVING THE INVESTMENT DECISION-MAKING PROCESS: BEHAVIORAL FINANCE AND DECISION THEORY, 1995, p. 2-5. Behavioral Finance and decision theory in investment management.
- TVERSKI, Amos. Investment decisions are filtered through mental biases - hard-wired predispositions - that color and frequently cloud perceptions of events and opportunities. *Dow Jones Asset Management*, v. II, n. 6, p. 21-28, 1998. Leaders in Finance.