

Finanças comportamentais: uma revisão de literatura dos estudos realizados no Brasil e no exterior

Michael Dias Corrêa¹
Luiz Panhoca²

Resumo

Os principais objetivos deste artigo giram na discussão do tema Finanças Comportamentais, sendo tomado paralelamente à hipótese de mercados eficientes (HME). A previsibilidade dos retornos financeiros é um outro ponto a ser discutido, pois a HME fracassa quando da previsão destes retornos. As Finanças Comportamentais deixam o pressuposto de racionalidade ilimitada de lado, trabalhando com áreas afins, tais como Psicologia e Sociologia. Diversos componentes do arcabouço teórico são abordados para dar ênfase a um tema que está em voga desde o início da década e tendo maior importância no Brasil. As anomalias nos mercados são tratadas pela teoria convencional de finanças de forma diferente do tratamento dado pelas Finanças Comportamentais, que se baseia na limitação da racionalidade dos entes e não só nas informações que são disponibilizadas nos mercados.

Palavras-chave: Finanças Comportamentais; Psicologia; Sociologia

Recebimento: 15/1/2010 - Aceite: 30/5/2010

¹ Mestrando em Contabilidade da Universidade Federal do Paraná - PR, Brasil.

² Professor Doutor do Programa de Mestrado em Contabilidade da Universidade Federal do Paraná, - PR, Brasil. E-mail: panhoca.luiz@gmail.com

Behavioral finance: a literature review of papers in Brazil and countries abroad

Abstract

The main objectives of this article operate in the discussion of the subject Behavioral Finance, being taken in parallel to the efficient markets hypothesis (EMH). The predictability of financial returns is another point to be discussed, because the EMH fails when the prediction of returns. The Behavioral Finance leave the assumption of unlimited rationality aside, working with related fields such as psychology and sociology. Various components of theoretical are addressed to give emphasis to an issue that is in vogue since the beginning of the decade and having a larger presence in Brazil. The anomalies in the markets are treated by the conventional theory of finance differently to the treatment given by the Behavioral Finance, which is based on limiting the rationality of agents and not only on information that is available in the markets.

Key Words: Behavioral Finance; Psychology; Sociology

Introdução

A pesquisa acadêmica em Finanças Comportamentais cresceu nos últimos anos graças ao ressurgimento do mercado de capitais no Brasil. Pelo fato de ainda ser escassa esta literatura em âmbito nacional, será apresentada uma revisão teórica dos principais pontos já tratados sobre Finanças Comportamentais no Brasil e, em paralelo se comparará, quando possível, com estudos realizados no exterior.

Inicialmente, os principais conceitos de Finanças Comportamentais serão apresentados e discutidos, evidenciando-se a situação atual comparativamente com a situação histórica estrangeira.

O segundo passo é desenvolver uma revisão da literatura existente para se obter um panorama das Finanças Comportamentais no Brasil. Utilizam-se as teorias a ela relacionadas e explicam-se os conceitos básicos que podem influenciar os investidores a deixarem a racionalidade de lado no momento de realizar investimentos.

A hipótese de mercados eficientes

Estudos internacionais mais recentes que defendem as Finanças Comportamentais e questionam a validade das teorias até então defendidas foram elaborados por Haugen (1995), Shiller (2002) e Thaler e Barberis (2002). Estes autores afirmam que o mercado, de uma forma geral, não é eficiente. Da mesma forma, os agentes nem sempre agem de maneira racional, como supõe a Moderna Teoria das Finanças.

A expressão Hipótese de Mercados Eficientes (HME), citada por Shiller (1999), mas não publicada por ele, teve seu primeiro registro feito por Eugene Fama, da Universidade de Chicago. Esta hipótese, sem a designação do termo HME, tem seu primeiro registro num trabalho de Gibson (1889), também citada por Shiller (1999). Encontram-se, também, relatos sobre episódios especulativos nos séculos XVII, XVIII e XIX, além de relatos sobre o comportamento humano não perfeitamente racional, na obra de Mackay e De la Vega (1996).

A teoria dos mercados eficientes aplicada a finanças comportamentais se baseia num comportamento racional, maximizando as utilidades esperadas e com aptidão para processar de maneira ótima as informações disponíveis. Sendo assim, pode-se dizer que os mercados são operados por agentes representativos que atuam sob racionalidade ilimitada e as decisões são tomadas de acordo com a teoria da utilidade esperada. Isto forma expectativas não viesadas sobre eventos futuros.

Esta teoria possui três pressupostos (MILANEZ, 2003), os quais são:

- Competição perfeita: um suficiente número de participantes, o que implica que nenhuma ação individual pode afetar significativamente os preços;
- Expectativas homogêneas e racionalidade: os *traders* são totalmente informados, têm o mesmo acesso aos mercados e agem racionalmente;
- Ausência de fricções: os ativos ou *commodities* são homogêneos, divisíveis e não há custos transacionais.

O que se argumenta é que o pressuposto da racionalidade ilimitada seria mais apropriado para os mercados financeiros, já que estes mercados são operados por profissionais muito incentivados para tomar decisões racionais num ambiente em que as informações são transmitidas com uma velocidade muito rápida e com custos relativamente baixos. O primeiro estudo realizado com o objetivo de analisar o comportamento dos preços foi realizado pelo matemático francês Louis Bachelier. Este estudo chegou à conclusão de que os preços de contratos de opções e futuros na Bolsa de Paris no início do século XX se comportavam de acordo com o modelo de passeio aleatório, o que quer dizer que os preços passados não possuem qualquer relação com os preços futuros. Este tema foi esquecido pela área acadêmica por aproximadamente 50 anos, sendo trazido a público novamente por Samuelson (1965) e se tornou a primeira prova de que os preços se comportam de forma aleatória e este é um dos principais fundamentos da HME.

Formas de eficiência dos mercados

Fama (1970) propôs três formas de eficiência para classificação de testes empíricos, de acordo com os tipos de informações especificadas:

- Axioma fraco: baseado no modelo do passeio aleatório. Neste caso, erros de previsão podem ocorrer e, eventualmente, serem grandes. A própria aleatoriedade destes erros faz com que tenham média zero. Neste caso, nenhum investidor obteria retornos excessivos mediante a comparação com retornos passados, pois estas são irrelevantes no caso do passeio aleatório.
- Axioma semiforte: tem o foco em todas as informações públicas (preços passados e qualquer tipo de informação que tenha sido levada a público) e investiga se estas informações estão refletidas nos preços atuais. Neste caso, não há o caso de o investidor obter retorno excessivo fazendo operações baseadas em análises de

informações anuais das empresas ou qualquer outra fonte pública de informação.

- Axioma forte: todos os preços refletem os fundamentos do mercado, quer sejam informações públicas ou restritas. Neste caso, não há assimetria informacional, pois mesmo os *insider traders* não teriam informações privilegiadas, visto que os preços refletem todo tipo de informação disponível.

No entanto, entre os próprios economistas defensores da HME, a discussão se concentra apenas entre as formas fraca e semiforte, migrando esta última para a chamada *noise theory*, que faz a distinção entre a eficiência informacional e a eficiência fundamental. A primeira não implica que os preços atinjam a eficiência alocativa ou fundamental. Tal análise foi desenvolvida inicialmente por James Tobin (1984).

Finanças comportamentais e o comportamento não racional

Como visto anteriormente, o pressuposto de racionalidade ilimitada é um dos fundamentos da hipótese de mercados eficientes. No entanto, o comportamento não racional está relacionado à adoção de limites a essa racionalidade, o que torna os modelos de tomada de decisão mais próximos da realidade

Estudos, tanto experimentais quanto empíricos, têm mostrado que há inúmeras situações em que os agentes não se comportam segundo a racionalidade prevista pela teoria.

Em consequência, os economistas têm tido a tendência de substituir o pressuposto principal (da racionalidade ilimitada) pelo princípio da racionalidade limitada. Tais substituições devem ser incorporadas como complementos dos modelos atuais, os agentes são capazes de cometer erros sistemáticos e desvios que podem causar implicações econômicas.

Segundo Olsen (1998), a não racionalidade foi sugerida e identificada devido a diversas evidências da influência de traços psicológicos no mercado, conforme descritos abaixo:

- Formação caótica dos preços;
- Volatilidade excessiva e bolhas especulativas nos preços dos ativos;
- Efeito manada dos investidores;
- Subestimação do risco de perda;
- Sobre-reação/sub-reação nos preços frente a uma nova informação;
- Falta de diversificação nos *portfolios* individuais.

Sobre-reação de preços

Kimura (2002) define sobre-reação no mercado como sendo a flutuação exagerada dos preços em relação às informações, sendo valorizados ou depreciados de maneira irracional. Desta forma, os preços atingirão valores que não refletirão os fundamentos da Teoria Financeira Tradicional.

Seguindo esta linha de raciocínio, as ações negociadas em bolsa que apresentassem mau desempenho (consideradas perdedoras em determinado período) em relação ao mercado (período dado como de formação de *portfolio*), consistentemente apresentam rendimento superior ao mercado nos meses seguintes. Paralelamente, as ações com retornos superiores (vencedoras) normalmente têm um desempenho inferior ao mercado nos períodos seguintes.

A sobre-reação é justificada pela literatura por três principais explicações:

- Segundo Zarowin (1990), o efeito da sobre-reação pode ser um ressurgimento do efeito tamanho, afetando as empresas de pequeno porte e pouco conhecidas.
- Jegadeesh e Titman (1995) e Conrad e Kaul (1993) afirmaram que outros fatores freqüentemente utilizados para explicar o fenômeno da sobre-reação estão relacionados com o *bid-ask spread* e à negociabilidade dos papéis.
- Chan (1988) e Ball e Kothari (1989) finalizam, dizendo que o risco variável ao longo do tempo também é uma explicação possível, argumentando que retornos anormais observados são decorrentes de fatores de risco que não foram mensurados corretamente.

Retornos relacionados aos limites de aprendizado

Um erro cometido em uma tomada de decisão equivocada poderia servir como base para o aprendizado e ser utilizado da melhor forma frente a ações futuras. No entanto, psicólogos que estudam as Finanças Comportamentais mostram que existe, também, uma série de limitadores neste processo de aprendizado. As pessoas tendem a agir com otimismo excessivo quando julgam a si mesmas ou eventos em que elas tenham tido sucesso fora da normalidade.

A teoria das expectativas racionais diz que os agentes, quando fazem previsões sobre eventos futuros, utilizam e conhecem regras básicas da Lei das Probabilidades, como a Lei dos Grandes Números e a formação de expectativas com base em probabilidades históricas, todas ligadas diretamente ao campo da Estatística (MILANEZ, 2003).

Os investidores, como agentes racionais, tendem a creditar falhas a erros de terceiros ou ao fator sorte, dizendo que teve azar em determinada operação ou ainda culpar fatores não controláveis. Já os sucessos excessivos são relacionados apenas e simplesmente à habilidade individual. Desta forma, como é a maioria dos casos, os agentes tem a idéia de que os seus conhecimentos estão muito acima da média da população.

Com a chegada de novas notícias, investidores tendem a revisar suas expectativas, esquecendo métodos objetivos. Com isso, acabam exagerando na importância dada ao curtíssimo prazo, deixando completamente de lado os médio e longo prazos. Também há a situação que a tendência de aumento ou diminuição dos rendimentos é simplesmente arbitrada, tomando-se como referência os últimos retornos que o investidor obteve, inviabilizando completamente o aprendizado.

Quando as pessoas tomam decisões baseadas no histórico próprio de cada uma, não quer dizer necessariamente que interpretaram de forma equivocada a informação disponível, mas que ignoraram boa parte (talvez as mais importantes) do seu conteúdo. Trabalhos de Rabin e Schrag (1997) demonstram que as pessoas tendem a interpretar de maneira errada novas informações com o objetivo de reforçar suas crenças iniciais. Outro fator que influencia a capacidade de aprendizado dos agentes econômicos é a ilusão, quer seja de conhecimento ou de controle.

Hirshelifer (2001) afirma que a quantidade de informações não implica maior possibilidade de prever corretamente, pois as novas informações não são necessariamente melhores que as já existentes. A ilusão do controle está relacionada ao fato de que os investidores podem ter influência em ocorrências totalmente incontroláveis.

Outro fator psicológico que dificulta o aprendizado por parte dos agentes econômicos é um viés conhecido como *hindsight bias*, que é a tendência de se acreditar que é possível prever o resultado de eventos futuros com antecipação. O psicólogo Max Bazerman, especialista que utiliza conceitos de Economia Comportamental em suas análises, diz que “todos nós temos uma incrível habilidade de prever o passado” (Bazerman e Neale, 1994). Isso nada mais é que o determinismo histórico, que é a tendência a acreditar que eventos históricos poderiam ser antecipados pelas pessoas que os presenciaram ou, pelo menos, teriam boas chances para fazer tal previsão.

Estudos empíricos sobre finanças comportamentais no Brasil

Sabe-se que o enfoque sobre pesquisa no tema Finanças Comportamentais no Brasil é recente com algumas réplicas de estudos já

realizados em outros países, em especial, os Estados Unidos. Estes estudos têm a vantagem de se utilizarem de metodologia e procedimentos utilizados e aprovados em países com a economia já consolidada.

Há trabalhos empíricos publicados sobre anomalias, realizados por Costa Jr. *et al* (2001), mas não são muitos autores que buscam fundamentos teóricos nas Finanças Comportamentais para tentar explicar os resultados encontrados. Uma exceção é o trabalho de Costa Jr. (1994) que se utiliza das mesmas explicações de De Bont e Thaler (1985).

Costa Jr. trabalha com dados do mercado brasileiro anteriores a 1993 e encontra os mesmos resultados que De Bont e Thaler (op. cit) encontraram em seu estudo anterior. O resultado foi a *overreacion* (reação exagerada) por parte dos investidores e analistas com relação ao desempenho de ações que apresentam tendência de alta em detrimento daquelas que têm baixo desempenho recente. Assim, comparando um *portfolio* de ações perdedoras com um de ações vencedoras, verifica-se que o retorno das perdedoras é superior ao das vencedoras. Dall'agnol (2002) atualizou o estudo com dados mais recentes e confirmou os resultados encontrados por Costa Jr. em seu primeiro estudo realizado no Brasil.

Bolhas financeiras

A situação em que os preços de mercado dos ativos excedem significativa e prolongadamente os valores de seus fundamentos econômicos é caracterizada como bolha especulativa ou bolha financeira (KINDLEBERGER, 1996 e SCHILLER, 2000).

As bolhas são deflagradas por algum tipo de deslocamento nos fundamentos econômicos, o que gera uma reação otimista e exagerada por parte dos investidores. A consequência natural é que o volume de operações em total crescente contribua para alimentar as expectativas otimistas e para a criação da euforia característica das bolhas. Os investidores passam a crer numa espécie de novo tempo de segurança ininterrupta, o que é normalmente difundido na mídia em geral para ratificar o espetacular aumento nos preços.

Inclusive os investidores racionais, aqueles que se baseiam nos fundamentos econômicos, ao reconhecerem o exagero dos preços *versus* os preços baseados nos fundamentos, atuariam de modo desestabilizados, pois também adquiririam ativos com tais preços de bolhas com a expectativa de revendê-los na sequência com lucro.

Essa euforia vem acompanhada de uma consistente expansão do crédito e a consequente expansão da alavancagem, fatores que contribuem para o aprofundamento da especulação e da desestabilização. Novos

instrumentos de financiamento (formais e informais) surgem para suprir a demanda crescente por ativos e ingressam nos mercados especulativos, ajudando na escalada dos preços.

As inovações financeiras na forma de novas fontes de financiamento ajudam a confirmar o novo tempo, mas o desfecho da bolha começa com a difusão do pessimismo, quando alguns especuladores que comandavam a subida dos preços começam a se desfazer dos seus ativos, disseminando o pânico e a queda de preços dos mesmos.

A ineficiência dos mercados de capital também se manifesta na correlação entre o volume de títulos emitidos pelas empresas e os seus ciclos econômicos. A emissão de novas ações sempre é feita nos períodos de prosperidade econômica e de alta dos mercados acionários. Já a emissão de títulos de dívida ocorre quando as taxas de juros estão com patamares mais baixos. Partindo-se desse pressuposto, se os mercados fossem eficientes, o momento da emissão dos títulos não deveria ser o mesmo que a etapa de expansão da economia.

Volatilidade nos preços das ações

Apenas o surgimento de novas informações no mercado não é suficiente para justificar as flutuações nos preços das ações, pois estas são muito altas se comparadas com a quantidade de informações novas que são disponibilizadas no mercado. Essa constatação foi feita por Shiller (1981).

As anomalias ocorrem não somente nas ações, mas também nas opções de compra e venda das mesmas, onde existem grandes diferenças de volatilidade implícita entre opções semelhantes e com preços de exercícios completamente distintos. Por serem relacionadas aos mesmos ativos nos mesmos períodos, as volatilidades deveriam ser iguais ou, no mínimo, muito parecidas. Porém, as opções *in-the-money* (opções de compra com preços de exercício abaixo do preço corrente de mercado) apresentam, de uma forma geral, maior volatilidade implícita que as opções *out-of-money* (opções de compra com preços de exercício acima do preço corrente de mercado).

Considerações finais

Inicialmente, a hipótese de mercados eficientes (HME) tentou explicar as decisões e os comportamentos financeiros dos entes. No decorrer do artigo, essa hipótese mostrou-se com algumas deficiências, pois não há a situação de mercados completamente eficientes, por exemplo, quando relacionado à assimetria informacional.

Se considerada como totalmente válida a HME, apenas as novas informações influenciariam nos preços dos ativos, estes numa trajetória randômica com volumes de transação modestos. Junte-se a isso o fato de que os fundos de ações são ativamente administrados e há discrepâncias existentes entre os valores de mercado e os valores relacionados a fundamentos nos preços das ações.

As Finanças Comportamentais também incorporam conhecimentos da Psicologia e da Sociologia, o que limita a racionalidade dos agentes que buscam soluções simples e de um número simplificado para tomarem suas decisões de investimento. As limitações da teoria convencional de finanças na explicação da formação de preços dos ativos financeiros contribuem para o prestígio acadêmico que as Finanças Comportamentais vêm conquistando.

Há um grande espaço para pesquisas de campo no tema Finanças Comportamentais e este artigo mostrou alguns dos pontos que influenciam na crescente relevância do tema. Aliado à estabilidade econômica, os dados históricos passam a ser tomados como referência de forma mais confiável do que acontecia antes da virada do século em que, no Brasil, ainda não se pensava de forma mais séria nas Finanças Comportamentais.

Referências

BALL, R.; KOTHARI, S. P. **Nonstationary expected returns: implications for tests of market efficiency and serial correlation in returns.** Journal of Financial Economics, vol. 25, nº 1, p.51-74, Nov 1989.

BAZERMAN, M. H.; NEALE, M. A. **Negociando racionalmente.** São Paulo: Editora Atlas, 1994.

CHAN, L. K. **On the Contrarian Investment Strategy.** Journal of Business, Vol. 61, nº 2, Apr, 1988.

CONRAD, J.; KAUL, G. **Long-Term Market Overreaction or Biases in Computed Returns?.** Journal of Finance, vol. 48, nº 4, p. 39-63, Mar 1993.

COSTA JR., N. C. A. da. **Overreacion in the Brazilian Stock Market.** Journal of Banking and Finance, 18, 633-642 1994.

COSTA JR., N. C. A. da., LEAL, R. P. C., LEMGRUBER, E. F. (Organizadores). **Mercado de Capitais: Análise Empírica no Brasil.** São Paulo: Atlas, 2001.

DALL'AGNOL, I. **Retornos anormais e estratégias reversas.** Dissertação de mestrado. EPGE/FGV-RJ, 2002.

DE BONT, W.; THALER, R. **Does the Stock Market Overreact?.** Journal of Finance, XI (3), July, 793-808, 1985.

- FAMA, E. **Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work.** *Journal of Finance*, 25, 383, 1970.
- GIBSON, G. R. **The stock Exchanges of London, Paris and New York.** New York: G.P. Putnam's Sons, 1889.
- HAUGEN, R. A. **The New Finance: The case against Efficient Markets.** Prentice Hall, 1995.
- HIRSHLEIFER, D. **Investor psychology and asset pricing.** *Journal of Finance*. 56(4), p. 1.533-1.598, 2001.
- JEGADEESH, N.; TITMAN, S. **Returns to Buying Winners and Selling Losers: Implications for Stock Market Efficiency.** *Journal of Finance*, vol. 48, nº 1, p. 65-91, Mar 1993.
- KIMURA, H. **Finanças Comportamentais e o estudo de reações do mercado de capitais brasileiro.** Tese (Doutorado) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade - Universidade de São Paulo, 2002.
- KINDLEBERGER, C. P. **Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises.** New York, John Wiler & Sons, Inc., 1996.
- MACKAY, C.; DE LA VEGA, J. **Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds & Confusión de Confusiones.** John Wiley & Sons, Inc, New York 1996.
- MILANEZ, D. Y. **Finanças Comportamentais no Brasil,** 2003.
- OLSEN, R. A. **Behavioral finance and its implications for stock-price volatility.** *Financial Analysts Journal*, vol. 54, nº 2, p. 10-18, Mar/Apr 1998.
- RABIN, M., SCHRAG. **First impressions matter: a model of confirmatory bias.** Working Paper 97-250, University of California at Berkeley, 1997.
- SAMUELSON, P. **Proof that Properly Anticipated Prices Fluctuate Randomly.** *Industrial Management Review*, 6, 41, 1965.
- SHILLER, R. J. **From Efficient Markets Theory to Behavioral Finance.** Cowles Foundation Discussion Paper no.1385. New Haven, 2002.
- _____. **Human Behavior and the Efficiency of the Financial System.** in J. Taylor, and M. Woodford, ed. *Handbook of Macroeconomics*, Elsevier, Amsterdam, 1999.
- _____. **Exuberância Irrracional.** Makron Books, São Paulo, 2000.

_____. **Do stock prices move too much to be justified by subsequent changes in dividends?**. *American Economic Review*, v. 71, n.3, June, p.421-436, 1981.

THALER, R.; BARBERIS, N. **A Survey of Behavioral Finance**. National Bureau of Economic Research, NBER Working Papers, 2002.

TOBIN, J. **On the Efficiency of the Financial System**. *Lloyds Bank Review*, July, 1984.

ZAROWIN, P. **Size, Seasonality, and stock market overreaction**. *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, vol. 25, n° 1, p. 113-125, Mar 1990.