

OPORTUNIDADES ENTRE FINANZAS Y ESTRATEGIA

Guilherme Garcez Lohmann - Eric Kutchukian

Silvia Helena Carvalho Ramos Valladão de Camargo

Andrea Kassouf Pizzinatto - Nilceia Cristina dos Santos*

Resumen: El objetivo de este estudio es analizar la relación entre finanzas y estrategia, tema fundamental para la investigación académica, ya que ambas áreas cumplen papeles fundamentales en el quehacer cotidiano de la empresa. Se utilizaron los métodos de investigación descriptiva y exploratoria y se realizó la revisión de literatura de autores consagrados en ambas corrientes. En este sentido, el artículo concluye que existe un gran potencial de investigación en estas áreas en lo que se refiere a la toma de decisión estratégica en las organizaciones y de los individuos.

Palabras clave: finanzas - estrategia - teoría de finanzas - teoría de estrategia.

Abstract: *Opportunities for Finance and Strategy*

The objective of this study is to analyze the relationship between finance and strategy, the fundamental question to this academic research, as both areas have a key role in the daily activities of the company. We used descriptive and exploratory research and literature review conducted by renowned authors in both streams. In this sense, the article concludes that there is great potential for research in these areas in relation to strategic decision making in organizations and individuals.

Keywords: finance - strategy - financial theory - theory of strategy

* *Guilherme Garcez Lohmann* es Magister en Administración de Empresas por la Universidad Nove de Julho - UNINOVE, es profesor del Programa de Posgrado en Finanzas en lo Centro Universitario SENAC (Brasil), gg.lohmann@uol.com.br

Eric Kutchukian Maestro en Administración por la EAESP-FGV (Brasil), con énfasis en Mercados Financieros y Finanzas Corporativas. Licenciado en Administración por la FEA-USP (Brasil). Actualmente es profesor asistente en cursos de la licenciatura en Administración –Gestión Pública y Administración – Sistemas y Servicios de Salud en la UERGS – Universidade Estadual do Rio Grande do Sul (Brasil), erickut@gmail.com

Silvia Helena Carvalho Ramos Valladão de Camargo, Doctora en Administración otorgado por la Universidade de São Paulo – FEA-USP (Brasil), Magister en Administración y Posgraduada en Didáctica de la Enseñanza Superior, Graduada en Ciencias Contables y Administración por el Centro Universitário Moura Lacerda de Ribeirão Preto y Docente del Programa de Posgraduación Maestría y Doctorado en Administración en la UNIMEP (Brasil) y Docente del Centro Universitário Moura Lacerda de Ribeirão Preto (Brasil), e-mail:shcamargo.ml@convex.com.br.

Andrea Kassouf Pizzinatto es Doctoranda en Administración otorgado por la UNINOVE (Brasil), Magister en Administración por la UNIMEP (Brasil), especialista en Marketing por la FGV, Administradora por la UNIMEP. Profesora e Investigadora en el área de estrategia en Marketing, e-mail:marketingandrea@yahoo.com.br

Nilceia Cristina dos Santos es Doctoranda en Administración por la UNIMEP, Magister en Administración por la UNIMEP (Brasil), Graduada en Ciencias Contables por la UNIMEP, Docente de la Faculdade de Tecnologia do Centro Paula Souza de Piracicaba (FATEC). nilceia_santoss@yahoo.com.br

Introducción

El estudio de las corrientes de estrategia y finanzas tiene mucho potencial para aportar al universo académico, ya que ambas fundamentan la gestión empresarial. Este potencial aumenta gracias a un creciente campo en finanzas, alternativo a la Moderna Teoría de Finanzas (TMF), conocido como Finanzas del Comportamiento (FC), cuyas primeras ideas se basaron en los estudios de Simon (1957). El punto de partida de este abordaje es una crítica al concepto de racionalidad y a su papel en el proceso de toma de decisiones, aspectos que luego se profundizaron gracias a trabajos de Kahneman y Tversky, 1974.

Este artículo se divide en seis partes. La primera parte describe la metodología adoptada. La segunda presenta, de forma sintética, la bibliografía básica y moderna en estrategia, comprobando las distintas, y a veces antagónicas, visiones de grandes autores en los últimos años. La tercera trata sobre la Teoría Moderna de Finanzas (TMF) y sus presupuestos. La cuarta resume el área de Finanzas del Comportamiento (FC) y su mayor aproximación a la realidad, parecida al abordaje de la TMF. La quinta parte analiza la forma en que la rama de las FC se relaciona con la estrategia y antagoniza, en algunos puntos, con la TMF, comparando autores de estrategia y de FC y presupuestos de esos abordajes. La sexta parte señala algunas oportunidades para que los investigadores de cada área aprovechen ideas de otros campos en sus investigaciones o realicen estudios conjuntos entre finanzas y estrategia.

Aunque haya una división, estas dos áreas se relacionan en procesos de planificación y generación de ideas, en las estrategias y búsqueda de recursos, en la evaluación y gestión del portafolio, en la administración de programas y proyectos. Por lo tanto, existe una serie de acciones asociadas al encuadramiento de la inversión de la organización, cuya racionalidad sobrepasa varias áreas del conocimiento.

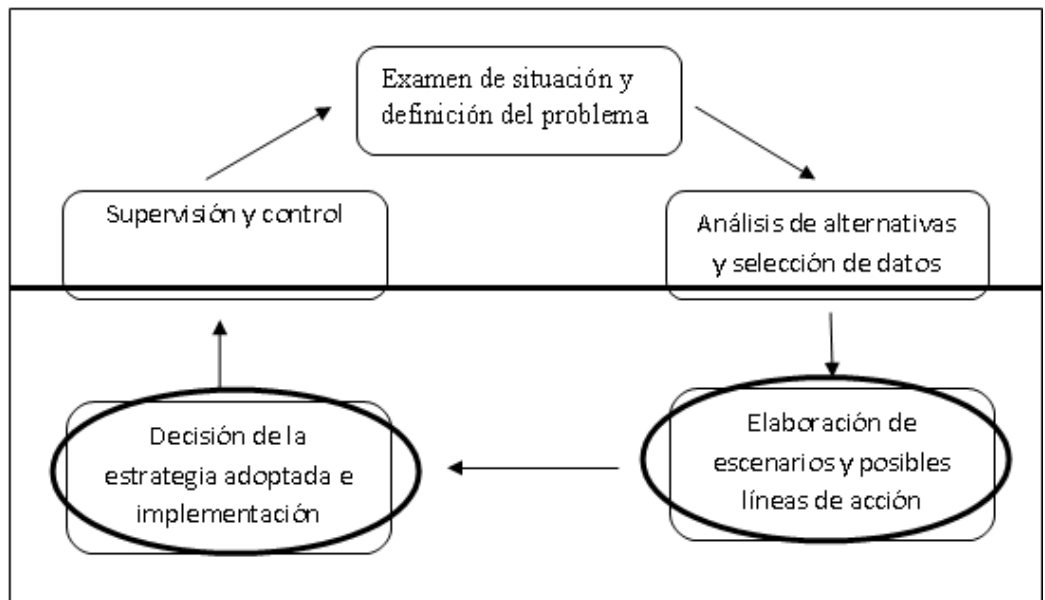
Metodología

Al intentar establecer las omisiones y complementariedades entre la TMF, las FC y la estrategia, este estudio adoptó el método exploratorio y el descriptivo, por medio de una revisión de la literatura de textos consagrados. Este trabajo pasó por las tres etapas elaboradas por Cooper y Schindler (2003) para el desarrollo de una investigación en Administración, es decir, parte del pensamiento científico y fue redactado con propósitos bien definidos. Pasó por un proceso de investigación detallado, con un compromiso ético y reveló eventuales limitaciones, para fomentar análisis y tomas de decisiones. El método exploratorio intenta familiarizarse con el fenómeno que será estudiado, revela nuevas percepciones y busca hipótesis que pueden ser estudiadas en futuros estudios (Cervo y Bervian, 2002). El método descriptivo detalla las características o relaciones del objeto de estudio, e incluye el aspecto de la realidad en el cual la investigación se realizó (GIL, 1987).

Por lo tanto, vale la pena examinar las diferencias y semejanzas entre los presupuestos de los distintos modelos existentes en finanzas y estrategia, así como en la realidad de la economía, campo en el que las empresas toman sus decisiones estratégicas. El análisis se realizó en este contexto y según las siguientes dimensiones: información (variable básica de la negociación), caracterización de las expectativas, racionalidad, divisibilidad de activos, posibilidad de arbitraje (negociación), papel de los agentes, aprendizaje y decisiones de la inversión. Como señalan Damodaran (2007) y Copeland et ál. (2002) los fundamentos de finanzas influyen en las decisiones estratégicas en situaciones como evaluación de proyectos

de inversión, fusión, adquisición y contratación de financiamiento por medio de oferta pública, oferta privada, préstamo bancario. Para Drucker (1994), la estrategia ofrece herramientas sobre “cómo hacer”. El “qué hacer” sigue siendo el desafío central de los dirigentes de empresas. Según este autor, en general, las cosas se hacen bien, pero no de la manera más adecuada para combatir la crisis. En otras palabras, existen presupuestos no racionales que los gestores desconocen, pero que influyen en el resultado práctico de las decisiones corporativas y, en consecuencia, en los mercados, clientes, competidores, valores y dinámica estratégica. Este punto de vista se relaciona con el que Statman (1999) describe en las FC.

Figura 1- Toma de decisiones en Estrategia



Fuente: adaptado de Mintzberg et ál. (2000).

Para Mintzberg et ál. (2000), la toma de decisiones en estrategia se resume en la Figura 1, es decir, en el examen de la situación en el que la empresa se encuentra al definir el problema, en el análisis de las alternativas encontradas por la organización y en la búsqueda de datos para la elaboración de escenarios y líneas de acción para luego decidir la mejor estrategia para implementar, con el control y supervisión de las personas que realizan la gestión estratégica de la organización. Los autores explican que las fases para examinar la situación y la definición del problema se basan en criterios racionales; lo mismo sucede en la fase de análisis de alternativas, en la selección de datos y en la supervisión y control del proceso. En la fase de elaboración de escenarios existen factores no racionales que ejercen fuerte influencia (como inferencia sobre comportamientos de los agentes), lo que también sucede en las fases de determinación de las posibles líneas de acción y decisión e implementación de la estrategia adoptada.

Los autores indican que, en estrategia, la decisión parece “manifestarse” en contextos específicos, independientemente de un proceso racional (son las fases rodeadas de rojo en la figura 1). En las FC, este principio se parece a los atajos mentales de la toma de decisión (Kahneman y Tversky, 1974), así como a la visión de Modigliani y Miller (1958) que pro-

pone que no solo el aspecto de riesgo-rendimiento pauta una decisión corporativa, sino el contexto que las rodea.

Elementos de la Teoría de Estrategia, TMF y FC

El objetivo de esta sección es discutir los fundamentos teóricos de las corrientes de estrategia, TMF y FC. La revisión analiza las premisas de esos abordajes, profundiza las discusiones de sus elementos y destaca las sinergias entre ambas.

Estrategia

Al iniciar la discusión sobre Estrategia, Ghemawat (2002) menciona las ideas de Thomas Schelling, afirmando que el objetivo de esta teoría es estudiar la interrelación entre las decisiones de partes contrarias, que se tomaron a partir de las nociones que una tiene de la otra. Desde un punto de vista económico, Commons et ál. (1934) y Barnard (1948) señalan que las empresas deberían concentrarse en los factores estratégicos. Schumpeter (1942) propone que el análisis de la estrategia de negocios se realice bajo un punto de vista más amplio más que solo desde la fijación de precios, descrita por la Escuela Microeconómica. En 1944 Morgenstern y Neumann (2007) publicaron la obra *Teoría de los Juegos y del Comportamiento Económico*, en la cual afirmaban que el comportamiento de la economía depende de la interacción entre sus agentes, cuya racionalidad se limita a la elaboración de sus estrategias y decisiones. En 1960, Levitt argumenta que las empresas tienden a entregar sus productos enfocándose en la competencia, pero se olvidan de pensar en sus clientes. Ansoff (1965) establece un contrapunto al señalar que la empresa debería concentrarse en el lanzamiento del nuevo producto, que el autor denominó misión de la empresa. A partir de ese momento, la compañía tendría que intentar suplir las necesidades del mercado.

La competencia tenía una importancia extra en el análisis de las opciones estratégicas, ya que los riesgos a largo plazo eran mayores. Por lo tanto, el estratega debía apostar a una competencia que propiciara los resultados por él deseados. Esto fomentó teorías basadas en conceptos de crecimiento y diversificación. En la década de 1960 surgió el análisis SWOT, en el cual fuerzas y debilidades representaban las competencias relevantes de las empresas, mientras que las amenazas y oportunidades equivalían al ambiente en el que éstas estaban inmersas.

Para Ghemawat (2002) esto mostró un avance no solo por tratar el aspecto de la competencia, sino por la elaboración de una estrategia en sí. Andrews (1971) estudió el tema y señaló que la competencia y los recursos tendrían que igualarse a las demandas del ambiente para adquirir valor. Michael Porter (1979) presentó el modelo de las cinco fuerzas competitivas, detalló la complejidad de la competencia y describió fenómenos como empresas rivales y barreras de entrada a los diferentes mercados. Henderson (1979), quien desarrolló el modelo BCG, analizó el comportamiento de empresas en mercados con alto crecimiento, en los que las reducciones de costos estaban relacionadas con economías de escala, aprendizaje organizativo e innovación.

En la década de 1970, el PIMS (Profit Impact of Marketing Strategies) analizaba los factores determinantes del rendimiento sobre la inversión, a partir de una regresión que utilizaba variables como “*market share*”, calidad del producto y volumen de inversiones. Esto fue criticado por Mintzberg (2000), ya que se basaba en despliegues predeterminados para cada alternativa, es decir, no creía que la racionalidad permearía las decisiones de esta forma.

Hayes y Abernathy (1980) comparten esta visión opuesta al PIMS, afirman que el análisis minimiza los riesgos financieros en detrimento de inversiones en nuevas oportunidades. Otro autor incluido en esta línea de pensamiento es Fred Gluck (1978), que describe las cuatro fases evolutivas de la Estrategia: 1) Planificación financiera, que tendría que ocuparse del presupuesto; 2) Planificación basada en previsiones, que investiga elementos para prever el futuro; 3) Planificación orientada externamente, que equivale a pensar de forma estratégica; 4) Administración Estratégica, en la cual se crearía el futuro. Estas fases comparten niveles crecientes de dinamismo, multidimensionalidad e incertidumbre y no se encuentran unidas a modelos meramente cuantitativos y racionales. En la misma línea de pensamiento, Makridakis y Wheelwright (1979) señalaron que el proceso de previsión en las empresas es algo subjetivo, y Duhaime y Schwenk (1985) afirmaron que las distorsiones en las interpretaciones de los hechos influyen en la toma de decisiones en el mundo corporativo.

Según una perspectiva común entre finanzas y estrategia, Assaf Neto y Araújo (2006) discuten la importancia de la gestión basada en el valor de las empresas. El objetivo general de ambas corrientes es proporcionar, a partir de sus decisiones financieras, un rendimiento que remunere las expectativas de los propietarios del capital. La comparación de rendimiento sobre inversión (ROI) con el costo medio ponderado de capital (CMPC) permite estimar si la empresa está agregando o destruyendo valor económico. Estos autores explican que la comparación puede consustanciarse con un sistema de gestión en el cual el valor económico agregado (EVA) corresponde al resultado de la empresa que excede a la remuneración mínima exigida por los propietarios del capital, que es un sistema de gestión financiero capaz de fundamentar la toma de decisiones. Tanto Grant (1997) como Stern y Shiely (2003) refuerzan la importancia del EVA, pero advierten que sus principios presuponen una interpretación que sería necesaria en el mercado de acciones para que su uso sea realista. De la misma forma, Ohmae (1988) entiende que la mejor estrategia que una empresa tiene es generar valor al cliente por medio de la superación de sus expectativas. Esto sería lo principal en la competitividad.

Penrose (1959) señaló que la empresa es más que una unidad administrativa, ya que representa una colección de recursos productivos cuyo uso se relaciona con las decisiones. Más tarde, Jay Barney (1991) desarrolló la Visión Basada en Recursos, en la cual los gestores tendrían que preocuparse por identificar, desarrollar e implementar recursos clave para la empresa, ya que de esta forma las decisiones estratégicas maximizarían los resultados. En esta era de grandes corporaciones, Drucker (1977) señaló la necesidad de moldear el ambiente económico, utilizando la planificación estratégica en las decisiones gerenciales, hecho que se volvió la base lógica de la estrategia de negocios.

En 1996, Kaplan y Norton incluyeron la perspectiva de alineación estratégica, que coordina y supervisa la implementación de la estrategia, ya que ésta deriva de la interpretación de los gestores, que entienden al mercado y a sí mismos de forma diferente (Daft y Weick, 1984). Mintzberg, Ahlstrand y Lampel (2000) analizan este tema desde el punto de vista de la Escuela Cognitiva y de la Escuela de Aprendizaje, explican que los estrategas deben aprender con el tiempo y a medida que las estrategias aparezcan.

Finanzas Modernas

La Teoría de Portafolio es relevante en Finanzas Modernas y se basa en el binomio riesgo-rendimiento. Fue presentada por Harry Markowitz (1952), quien propuso que los agentes 1) sean racionales y 2) que intenten maximizar la utilidad esperada. Esto definió el modelo

de equilibrio dinámico de Markowitz, a través de la eficiencia del mercado frente a acciones de distintos agentes económicos. Estos agentes poseen perfiles variados e intentan mantener el equilibrio entre todos los activos del mundo. Si se lo compara con otras inversiones del mismo riesgo, el presupuesto de la eficiencia de mercado señala que ningún agente es capaz de obtener rendimientos anormales.

En este sentido, Markowitz continúa su análisis con otros aspectos relevantes, como la asimetría de información, costos de transacción y racionalidad. Paradójicamente, en este modelo de equilibrio dinámico no es posible comprobar si el mercado es eficiente, porque esos datos no se encuentran disponibles. En la actualidad, se pudo verificar la tendencia de muchos autores que relataron algunos presupuestos de finanzas, como el de equilibrio dinámico, asumiendo como *proxy* de mercado un índice de acciones, como es el caso de SP500 y Dow Jones.

Otro aspecto que llama la atención en finanzas es el enfoque en los activos financieros. En 1958, Modigliani y Miller publicaron un trabajo innovador, en el cual relacionaron la estructura de capital y la política de dividendos con el valor de la empresa. Estos temas se discuten hasta hoy y parten de la existencia de un mercado de capital perfecto. Entre 1950 y 1960 se desarrolló la Teoría de Portafolio, primero con Markowitz y después con otros autores como Sharpe, Fama y Miller. Esta teoría propone que el riesgo de un activo debe ser analizado a partir de su contribución al riesgo total de una cartera de activos y no de forma aislada. En este sentido, la relación entre los activos pasa a ser importante y su impacto es analizado por la Teoría de la Diversificación.

Markowitz (1952) prueba de forma matemática que es importante diversificar la cartera, ya que así se puede minimizar la varianza específica, siempre que la alteración del activo con los otros activos de la cartera no sea igual a cero. Se supone que el acceso a la información es libre y gratuito. Ningún participante del mercado puede influir en los precios, es decir, todos los agentes son "*price takers*" y no existen límites para el arbitraje. Además, parte del riesgo del activo se puede mitigar con la diversificación, ya que existe el llamado riesgo satisfactorio, en el cual el inversor no puede intervenir.

Después surgieron otros modelos teóricos, como el APT (*Arbitrage Pricing Model*) y el Modelo de Opciones de Black y Sholes (1973). Sin embargo, el aspecto de imperfección del mercado de capitales, aliado a la restricción de acceso a la información financiera dificulta la aplicación de estos modelos en el mercado. De manera gradual, la preocupación por la forma de evaluar a la empresa y por el impacto que cada medida financiera tiene sobre la riqueza del accionista ha ganado espacio en los debates sobre finanzas. En este sentido, se observa el uso de balances patrimoniales para el cálculo del valor de la empresa, aunque muchas veces la información contable analiza el principio del costo (buscando el contraste del lucro) y no el del valor de mercado de la empresa. De la misma forma, se sugiere que la medida para evaluar inversiones sea el valor patrimonial de la acción, aunque este no se relacione con el rendimiento de determinada búsqueda de capital.

Mun (2005) publicó el libro *Real Option Analysis (ROA)*, en el cual destaca que los modelos de opciones reales y de análisis de decisión intentan explicar los aspectos asociados a inversiones en activos reales. Los riesgos de mercado y de la empresa engloban opciones reales, evalúan estrategias de inversión a partir de modelos basados en el proceso de toma de decisión. William Sharpe (1964), John Lintner (1965) y Jan Mossin (1966) realizaron el conocido modelo CAPM (*Capital Asset Pricing Model*), que presupone que todos los inversores deben componer sus inversiones con una parte de activo libre de riesgo y la otra en un

portafolio de frontera eficiente, formando así la CAL (*Capital Allocation Line*). A partir del presupuesto de eficiencia de mercado y de la Teoría de Media Varianza, Markowitz señala que los agentes se oponen al riesgo y propone la “frontera eficiente”, compuesta por las carteras de menor varianza en cada nivel de rendimiento exigido. A determinado nivel de riesgo, medido en el eje de las abscisas, habrá un punto en la frontera con más rendimiento. Los agentes siempre invertirán en alguna cartera de la frontera eficiente y el punto exacto estará determinado por su curva de preferencia, en el cual se encuentra la frontera eficiente.

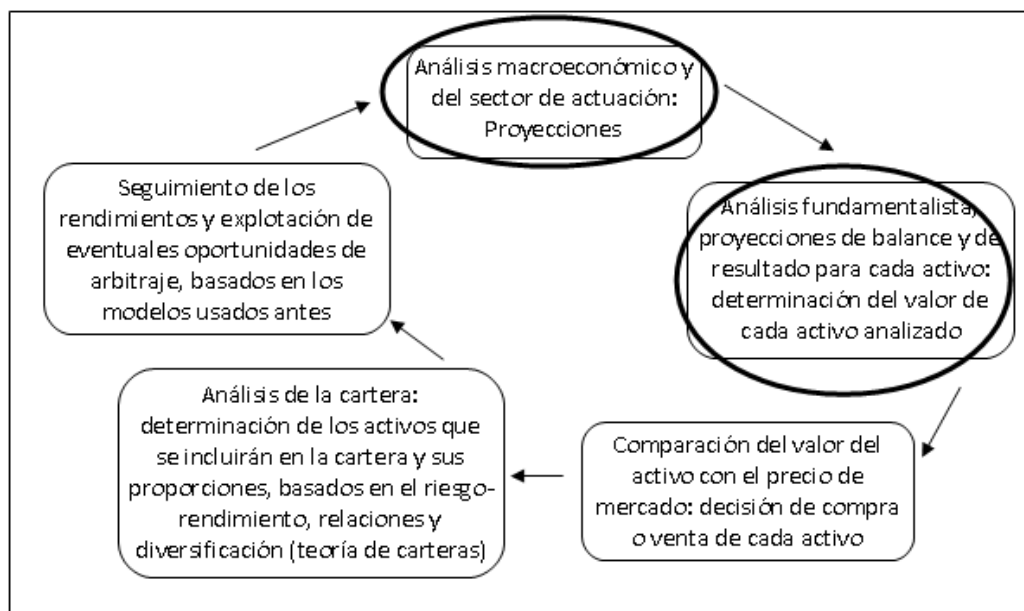
Para la TMF existen distintas formas de eficiencia, como la semifuerte y la débil, que tienen implicaciones particulares sobre el comportamiento de los agentes. Para considerar que un mercado es eficiente, se supone que los precios reflejan toda la información disponible en el mercado sobre los activos que lo componen. Esto significa que todos los agentes tienen el mismo nivel de información, es decir, la información y las expectativas son homogéneas. En este caso, como señalan Bodie, Kane y Marcus (2008), existe también la eficiencia fuerte, en la que ni los *insiders*, agentes con información privilegiada, pueden obtener rendimientos por encima del promedio. Estos autores también citan la forma débil, en la cual toda la información del historial de precios de las acciones influye en el precio, es decir, no es posible obtener rendimientos anormales utilizando un análisis técnico o grafista. La versión semifuerte es como la débil, pero cuenta con el agregado del establecimiento de precios a los distintos atributos de cada empresa, lo que incluye patentes, previsiones de ventas y análisis de balance.

Otro aspecto importante es el análisis del problema de agencia, ya que para Coase (1937), Fama y Jensen (1986) se cree que la compañía es como un nexo de contratos firmados por los gestores, que tendrían que detallar el comportamiento de estos en cada contingencia. Debido a eventos inesperados, estos contratos tendrían que permitir la toma de decisiones en circunstancias imprevistas (Jensen, 2001). Según Jensen y Meckling (1976), el accionista remunera al gestor, su agente, por sus servicios de administrar la empresa, de él se espera que tome decisiones del tipo 1, es decir, que maximice el rendimiento del accionista. Sin embargo, muchas veces el gestor toma decisiones del tipo 2, que maximizan su utilidad personal. La diferencia entre la decisión excelente (tipo 1) y la muy buena (tipo 2) es el costo de la empresa.

Según Damodaran (2007), la Figura 2 muestra que el proceso de evaluación de activos o de proyectos de inversión se divide en etapas que componen un ciclo, que comienza con el análisis macroeconómico y contempla aspectos como liquidez, rentabilidad y riesgo. En este sentido, existe el análisis fundamentalista, que utiliza los fundamentos de la empresa, como lucro y endeudamiento, para realizar proyecciones de balance para cada activo analizado, comparando su valor y el precio de mercado. El análisis de la cartera se ubica en una etapa en la que los activos se incluyen en determinadas proporciones e integran un portafolio en determinado nivel de riesgo-rendimiento. Desde ese momento se acompañan los rendimientos y se analizan las eventuales oportunidades de arbitraje. Luego, se analizan temas sobre liquidez, rentabilidad y riesgo, que nos remiten a la primera etapa.

La primera y la segunda etapa dependen de desvíos de racionalidad (rodeadas en la figura 2), ya que al buscar una mayor rentabilidad, el inversor opta por mantener una oferta de activo circulante mayor que el que el mercado necesita. Así, el activo puede tener un nivel de riesgo más bajo que el real y por eso despierta más interés en el mercado. En el Análisis Fundamental se enfoca la cuestión del “efecto manada”, en el cual los inversores están influenciados por las decisiones de otros para prevenir posibles pérdidas. En el Análisis Gráfico se pretende mapear el comportamiento de inversores por medio de figuras gráficas, historial de compra y venta de acciones.

Figura 2: Proceso de evaluación de activos



Fuente: adaptado de Damodaran (2007).

La TMF ha evolucionado gracias a conceptos consistentes y relacionados. Recientemente surgió una preocupación por el desuso de algunos presupuestos, como el del equilibrio dinámico, que ha permitido una mayor proximidad entre la TMF y la realidad. Los presupuestos originales de la TMF y las tasas de interés subsidiadas, así como las intervenciones del Estado, propias de muchas economías que influyen en las decisiones y resultados, no enfatizan los desequilibrios estructurales del mercado.

Finanzas comportamentales

El campo de investigación de las finanzas comportamentales señala que aquellos que toman las decisiones, sean inversores o gestores, no demuestran un comportamiento racional o se dejan llevar por una racionalidad limitada o imperfecta (Simon, 1957). Así, existen distintos factores, objeto de la investigación de las finanzas comportamentales, que ocasionan desvíos de la racionalidad en el proceso decisivo de los seres humanos. Como señala Lintz (2004), los estudios de Kahneman y Tversky (1974 y 1979) describen que el comportamiento de los inversores, en muchos casos, no coincide con el previsto por la economía clásica. En este sentido, se considera al hombre bajo el aspecto de la racionalidad limitada o “*bounded rationality*”, desarrollada por Herbert Simon al final de la década del cuarenta. Según esta teoría, el ser humano es incapaz de absorber y procesar toda la información disponible, como señalan Motta y Vasconcelos (2006), Pereira y Vieira (2007), lo que produce que la toma de decisiones se base en creencias, valores y experiencias pasadas.

Para Brabazon (2000), el campo de estudio de las FC no es algo tan reciente. Muchos inversores consideran desde hace años que la psicología es un factor determinante en el comportamiento de los mercados. El autor afirma que antiguamente, en relación con las FC, la efi-

ciencia del modelo de Finanzas Modernas produjo un énfasis pequeño en el medio académico. Sin embargo, a partir de la década de 1990, cuando no se podían explicar las anomalías del mercado a partir del modelo vigente, los estudiosos se volcaron a las FC. Thaler (1999) las describe como una teoría “*open-minded*”. Al realizar el análisis del proceso de toma de decisión, se debe considerar que no siempre los agentes tienen actitudes racionales. En este sentido, las FC desafían el paradigma de la Hipótesis de los Mercados Eficientes (HME), al afirmar que el nivel de precios es más importante que el reflejo de la información disponible. El nivel de precios se basa en el comportamiento de los agentes, que reaccionan de forma no racional, mientras que la decisión de inversión es tomada según el valor del flujo de caja esperado.

Algunos autores, como Robert Shiller (2000) y agentes del mercado, como George Soros, Warren Buffet y, especialmente, Alan Greenspan, realizaron observaciones sobre momentos en que el mercado financiero parecía todo menos racional y ostentaba, según Greenspan, una “exuberancia irracional”, que fue el título elegido por Shiller para uno de sus libros. Para Shiller (2000), el mercado se modela según las decisiones de los inversores, que derivan de factores estructurales, culturales y psicológicos. Ellos realizaron estas observaciones porque notaron precios muy lejanos de lo que sería razonable, desde el punto de vista de los fundamentos de la economía y de las empresas analizadas. Había algo más que aumentaba los precios, un fenómeno que macroeconómicamente se explica por el exceso de liquidez, según los estudios de Keynes (2004).

Además, existen algunos aspectos en procesos heurísticos que producen ilusiones, por lo tanto estos pueden resultar en decisiones erróneas, como las siguientes: 1) representatividad (*Representativeness*), 2) autoconfianza excesiva (*Overconfidence*), 3) patrones históricos (*Anchoring*), 4) apuesta errónea (*Gambler's fallacy*), 5) ponderación errónea (*Availability bias*). La representatividad se ve en la “ley de los pequeños números”, en la que los inversores tienden a asumir que los eventos recientes continuarán sucediendo en el futuro. En otras palabras, esto equivale a comprar una acción que está pasando por un buen momento, en detrimento de otra que no lo está. Este comportamiento explica exageraciones en relación con el optimismo y el pesimismo, según demuestran De Bondt y Thaler, 1985. Esto sucede con profesionales familiarizados con el método de regresión en la medida en que no lo utilizan siempre, como se esperaría. La autoconfianza excesiva hace que el inversor crea que su percepción es lo suficientemente buena para que él entienda el comportamiento del mercado. En la práctica, estas actitudes inducen al error. Otras ilusiones sobre los procesos de toma de decisión se agrupan en la “*Prospect Theory*” (Kahneman y Tversky, 1979), basadas en modelos de decisión en condiciones de riesgo e incertidumbre. Shefrin y Statman (1985) denominan este tema Dependencia de la forma, en la que el mismo problema se analiza de maneras diferentes y se ve influenciado por emociones y errores cognitivos.

Desde el punto de vista de la TMF, los agentes financieros toman las decisiones basadas en el análisis de flujos de caja esperados, que se ajustan al riesgo por medio de una tasa de descuento. Sin embargo, existen casos en los que la visión es poco clara, es decir, las decisiones dependen de la forma como se consideró el hecho. A esta óptica se la relaciona con lo siguiente: 1) aversión a la pérdida, 2) aversión al arrepentimiento, 3) contabilidad mental, 4) ilusión monetaria. La aversión a la pérdida es uno de los principales conceptos de las Finanzas comportamentales, que explica que el inversor considera tanto las ganancias como las pérdidas, pero siente mucho más dolor por la pérdida que placer por la ganancia (Kahneman y Tversky, 1982). Esta idea se contrapone a la tesis microeconómica de la Teoría de la Utilidad, en la cual el inversor evalúa el riesgo de una inversión según el cambio que proporcionará en

su nivel de riqueza, es decir, el inversor es totalmente racional, tesis que integra la TMF. Los autores propusieron una nueva curva de riesgo-utilidad, que sería la representación, según FC, para calcular el riesgo de una inversión. Esta curva posee una discontinuidad desde su origen. El origen de la curva tendría que ser en el punto de referencia de evaluación de los riesgos de una inversión. Luego de este punto la curva declina, lo que significa que después de este punto los inversores sienten más el dolor por la pérdida que el placer por la ganancia. En este caso, existe una curva de utilidad cóncava en el dominio de las ganancias y convexa en el de las pérdidas (Dixit y Pindyck, 1994).

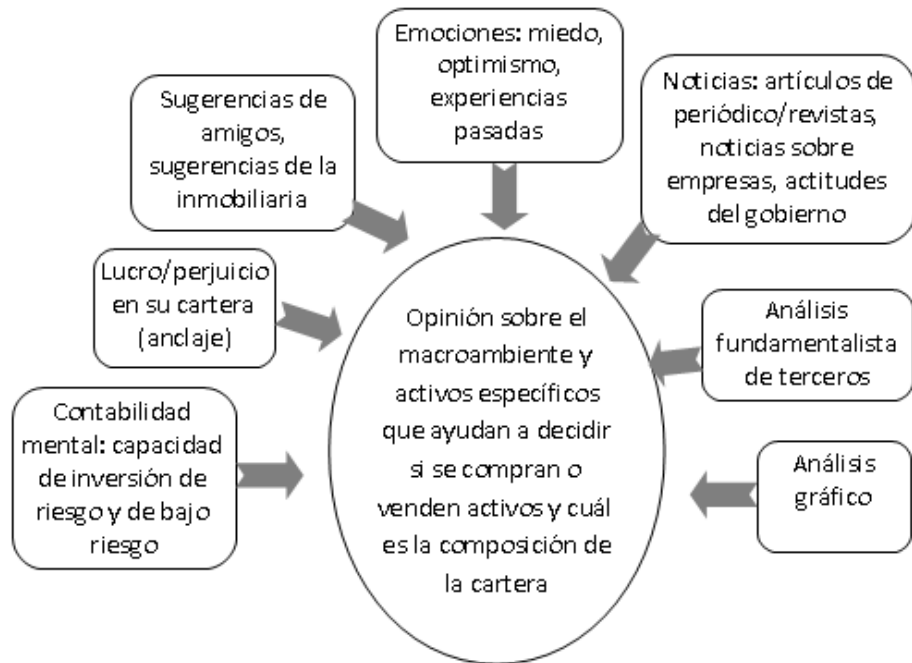
Según Olsen (1998), el campo de las FC será capaz de ofrecer una explicación empírica sobre las dudas existentes en los modelos financieros. El autor cree que la preocupación de las FC no es si el comportamiento del mercado es racional o irracional, sino que intenta obtener más claridad sobre los procesos de decisión psicológicos que afectan la dinámica de los mercados financieros (Olsen, 1996). De Bondt y Thaler (1985) señalan que los inversores creen en la ilusión de la representatividad y se vuelven muy optimistas con las victorias históricas (o no), lo que produce una variación en los precios.

Para De Long et ál. (1989) en muchas operaciones de arbitraje, los árbitros no cumplen su papel de arbitrar, ya que conocen la presencia en el mercado de especuladores que son imprevisibles. Así, la operación de arbitraje se vuelve muy arriesgada, ya que los especuladores pueden actuar irracionalmente contra la operación y el árbitro puede quebrar. Los inversores, *hedgers*, árbitros, financiadores y especuladores interactúan y buscan ganancias financieras, toman decisiones principalmente en función de las expectativas de precios, desde su visión. Es decir, los inversores intentan conseguir tasas de rendimiento, los *hedgers* buscan protección, los árbitros quieren alternativas de arbitraje, los financiadores persiguen tasas y los especuladores pretenden oportunidades de ganancias extraordinarias a través del análisis de tendencias.

Para Keynes (1936), la especulación es una actividad que se propone anticipar la psicología del mercado. En lugar de analizar el rendimiento proyectado de una inversión a largo plazo, los especuladores intentaban anticipar la base de la evaluación convencional con anticipación, es decir, observaban qué estrategia deberían seguir. En las FC existen algunas formas de comportamientos no racionales de los agentes, como las siguientes: 1) sesgo de heurística: uso de “reglas de bolsillo”, que no siempre sirven ni se pueden comprobar; 2) dependencia de la forma: la manera como el problema se estructura altera la decisión, aunque no se altere la información sobre el problema; 3) optimismo; 4) ilusión de control de factores exógenos; 5) aversión a la pérdida; 6) exceso de confianza sobre su habilidad; 7) sesgo de autoatribución: se atribuye aciertos a la propia habilidad, error a la aleatoriedad de los hechos, o se culpa a otras personas; 8) sesgo consensual, según lo describe Fransman, 1990.

La Figura 3 ilustra las enseñanzas de Damodaran (2007) sobre algunos aspectos que pueden influir de forma no racional en las decisiones de un inversor al comprar o vender activos en el mercado financiero. En general, el inversor hace la llamada Contabilidad Mental y se ve influenciado por sus percepciones ante el riesgo de esa elección. Además, él pondera el aspecto de lucro/perjuicio potencial, su optimismo o miedo, recurre a algunas fuentes secundarias de información (periódicos y revistas), evalúa aspectos relacionados con la teoría fundamentalista (como el “efecto manada”), hace análisis gráfico y resulta en una decisión tomada a partir de elementos no racionales. Para Bernstein (2008), las Finanzas comportamentales no invalidan la teoría tradicional, sino que la fortalecen en la medida en que estudian las anomalías no previstas por la Hipótesis de los Mercados Eficientes (HME).

Figura 3: Decisiones en el Mercado Financiero



Fuente: adaptado de Damodaran (2007).

Análisis de estrategia, TMF y FC a partir de algunas dimensiones

Esta sección analiza las interrelaciones entre TMF y FC por medio de un debate según las siguientes variables: información (costo y disponibilidad), detalles de las expectativas (en términos de su homogeneidad), racionalidad (perfecta o limitada), divisibilidad de activos (perfecta o no, accesibilidad), posibilidad de arbitraje (consistente o no), papel de los agentes (cambian el mercado o no), proceso de aprendizaje (existe o no), decisiones de inversión (racionales o interpretativas).

Información

En contraste con la TMF, en la cual la información es homogénea, tanto en la Estrategia, como en las FC se presupone que la información no está disponible para todos y tiene un costo, sea de adquisición o de investigación. En algunos casos, este costo puede superar el beneficio proporcionado por la información para algunas empresas, pero no para otras. Esto, por sí solo, genera heterogeneidad de información entre los agentes. Al mismo tiempo, en las FC, se admite que los agentes no tengan toda la información, ni que le den toda la importancia por el sesgo de representatividad. Cohen y Levinthal (1990) explican que la habilidad de la compañía para reconocer el valor de la información externa, asimilarla y aplicarla para fines comerciales es un punto crítico para su capacidad de innovar.

Para Vasconcelos (2001) es necesario expandir la administración de la ignorancia ante el conocimiento que se tiene, lo que se corrobora con la representatividad propuesta por Kahneman y Tversky (1974). El autor explica que los agentes le dan más importancia a la informa-

ción más reciente o a la que se haya destacado más, y no tanto a la información realmente más importante. Porter (1979) expuso la cuestión de la barrera de entrada, que impide la información homogénea, en el caso de barreras relacionadas con la información y el conocimiento.

Mintzberg et ál. (2000) señala que la empresa posee una jerarquía de conocimientos y procesos intangibles para la producción de conocimiento. Estos presupuestos se relacionan con los de las FC en lo que respecta al comportamiento de las personas, que no es individual, sino que se ve influenciado por el grupo al cual pertenecen (Slovic, 1972). Para Senge (1990) esto es el raciocinio sistémico, con la visión de las partes para el todo, en contraste con la producción de conocimiento (Nonaka y Takeuchi, 1995).

Caracterización de expectativas

En la TMF las expectativas son homogéneas y se produce un nuevo contraste entre estrategia y FC, donde las expectativas y proyecciones poseen un alto grado de incertidumbre (Andrews, 1971). Según Assaf Neto y Araújo (2006) el valor económico agregado acerca la Estrategia de Finanzas a la expectativa de los propietarios de capital. Según Ohmae (1988), la mejor estrategia es generar valor para el cliente a través de la superación de sus expectativas, que están llenas de subjetividad (Makridakis, 1979), permeadas por cuestiones culturales y psicológicas (Shiller, 2000).

Racionalidad

Según Walras (1983), la hipótesis de comportamiento fundamental de la escuela neoclásica es la de la racionalidad de los agentes. El comportamiento humano es visto como una conducta dirigida a determinado fin. La racionalidad no se refiere a los fines que estudia la escuela neoclásica a través del concepto de preferencias (subjetivas). Para la TMF, el concepto de racionalidad es objetivo y establece la coherencia entre medios y fines; es algo deductivo que no se limita al contenido de las decisiones ni a su contexto.

Hahn (1984) detalla que el presupuesto de la decisión racional en la escuela neoclásica es que los agentes poseen finalidades alternativas en su acción y pueden ordenarlas de forma consistente. Por otro lado, la decisión racional establece que cada finalidad se puede alcanzar por diferentes medios y algunos solo están disponibles en determinadas circunstancias. Por lo tanto, el conocimiento de los medios es una parte importante de la acción racional. Como existen distintos usos posibles de los medios y una multiplicidad de fines, la actitud que se propone un fin debe incluir la deliberación. El agente tiene que decidir sobre el mejor uso de los medios, es decir, el agente que utiliza los medios de forma más eficiente en relación con los fines es el más racional.

De esta forma, la racionalidad permite al agente decidir sobre los medios más adecuados y pensar en su escasez, es decir, buscar un uso eficiente sin que haya desperdicio. Por otro lado, la racionalidad según los neoclásicos es como una abstracción, es decir, representa una parte de las actitudes humanas y no el comportamiento real de los agentes. Morgenstern y Neumann (1944) señalan en la Teoría de los Juegos, que la Economía depende de la interacción entre los agentes de racionalidad limitada. Existen distintas formas de interpretar el mercado y su inmersión en el ambiente. Drucker (1977) afirmaba que el mercado tenía que ser moldeado, de forma alineada, a la lógica dominante de Prahalad y Bettis (1986), con sesgos detallados en las FC (Thaler y Shefrin, 1981), como los realizados por la heurística

(simplificaciones cognitivas), autoatribución (refuerzo por un éxito en el mercado), creencias (experiencia pasada y solución por analogías) y representatividad (sesgo cognitivo, ligado a la relación entre la información disponible y la que sería apropiada).

Divisibilidad de activos

En la TMF se defiende el concepto de divisibilidad total de los activos, que según Sanvicente (1987) corresponde a la cantidad máxima para determinado tipo de activo, en relación con cuál de las ofertas se acepta y la divisibilidad en cantidades iguales. Esto es muy importante, ya que presupone amplio acceso a agentes de todos los niveles de riqueza a los activos del mercado. Sin embargo, la realidad se muestra diferente y las FC lo corroboran, ya que se cree que los activos no son totalmente divisibles o accesibles, y según la estrategia de Michael Porter (1974) hay barreras de entrada.

Posibilidad de arbitraje

La TMF presupone que no existen oportunidades consistentes de arbitraje o de lucros anormales; se sugiere que el mercado se autoajuste. Al mismo tiempo, la estrategia intenta encontrar maneras de mantener una ventaja de rendimiento a lo largo del tiempo, aprovechando los errores de su competidor en el mercado. Estudios realizados en las FC se relacionan con los límites de arbitraje y la psicología. Barberis y Thaler (2001) analizan estas dos teorías, según la esfera del agregado de inversores, del nivel de inversor individual y en las decisiones corporativas. Este último aspecto es el más interesante desde el punto de vista de la estrategia.

Papel de los agentes

En la TMF los agentes son “*price takers*” y piensan que el mercado no se puede cambiar. Para las FC, los agentes creen que podrán cambiar algo y la estrategia puede variar. Williamson (1996) afirma que la propiedad y el control se separan por contratos que restringen las responsabilidades de los agentes de la empresa y establecen sus derechos.

Para La Porta et ál. (2000), este tema se relaciona con la gobernabilidad corporativa, ya que representa el conjunto de mecanismos que protege a los inversores externos de la expropiación, sean representados por gestores o accionistas. Según Lanzana (2004), la transparencia y facilidad para obtener información que aporta la gobernabilidad corporativa agrega valor al análisis de las oportunidades de inversión, ya que reduce la asimetría de la información y perfecciona la toma de decisiones.

Aprendizaje

Daft y Weick (1984) presentan un modelo que sugiere cuatro formas distintas de interpretación mediante las que las empresas, como si estuvieran personificadas, interpretan la realidad. De esta manera, el artículo de estrategia refuerza la visión de Connelly (1997) en las FC, en contraste con la TMF, en la cual el mercado es homogéneo, independiente de la experiencia de los participantes. Mintzberg et ál. (2000) analizan este tema desde el punto de vista de la Escuela Cognitiva y de la Escuela de Aprendizaje, es decir, los estrategas aprenden con el tiempo.

Decisiones de inversión

Para la TMF, los que toman las decisiones se consideran racionales y maximizadores de utilidades. Por otro lado, la psicología cognitiva en las FC sugiere que el proceso humano de decisión queda sujeto a distintas ilusiones cognitivas, derivadas de procesos heurísticos y por la adopción de prácticas tendenciosas y sesgos de opinión gerencial, según Baker, Ruback y Wurgler (2005). La base de comportamiento se encuentra en la estructura de Porter para el análisis de los competidores, ya que se basa en las capacidades, estrategias, metas e hipótesis, idea que corrobora Selznick en sus estudios sobre previsión de las acciones y reacciones de los competidores. Makridakis y Wheelwright (1979) señalan en su libro que el proceso de decisión y de previsión en las empresas sucede a partir de formas de interpretar el mercado y desde una visión de aprendizaje.

El Cuadro 1 sintetiza la comparación entre TMF, FC y estrategia a partir de las dimensiones estudiadas.

Cuadro 1: Comparación entre TMF, FC y estrategia

Comparación entre TMF, FC y Estrategia			
Dimensiones	TMF	FC	ESTRATEGIA
Información	Información homogénea y sin costos.	Información homogénea y con costos.	Información no homogénea, no disponible para todos, con costo.
Características de las expectativas	Expectativas homogéneas.	Las expectativas cambian entre las personas a lo largo del tiempo.	Las expectativas y proyecciones cambian entre las empresas.
Racionalidad	Los inversores son racionales.	La racionalidad es imperfecta, influida por la heurística, etc.	La racionalidad es limitada, las empresas interpretan el mercado.
Divisibilidad de activos	Total divisibilidad de activos: los agentes adquieren cualquier activo.	Los activos no son totalmente divisibles o accesibles.	Hay barreras de entrada en los mercados.
Posibilidad de arbitraje	Hay oportunidades de arbitraje (en realidad, el mercado se ajusta).	Hay imperfecciones en el mercado que permiten el arbitraje.	La estrategia pretende obtener lucros anormales de manera consistente.
El papel de los agentes	Agentes <i>Price-Takers</i> no influyen en el mercado.	Los agentes tienen exceso de confianza y creen que pueden cambiar algo.	Una administración talentosa puede resaltar.
Aprendizaje	El mercado es homogéneo y no depende de la experiencia de los agentes.	Con el tiempo, los inversores aprenden y esperan obtener más lucro.	Los estrategas aprenden con el tiempo.
Decisiones de inversión	Basado en la maximización de las utilidades (contexto racional).	Influida por heurísticas, representatividad, optimismo.	A partir de la interpretación del mercado y de sí mismo.

Fuente: adaptado de Damodaran (2007) y Mintzberg (2000).

Consideraciones finales

Sobre la base de la revisión de la literatura estudiada y analizada entre finanzas y estrategia, se pudo alcanzar el objetivo de este artículo, ya que tanto las teorías sobre finanzas como las de estrategias desempeñan papeles fundamentales en el día a día de las empresas. El análisis se realizó según las siguientes dimensiones: información, caracterización de las expectativas, racionalidad, divisibilidad de activos, posibilidad de arbitraje, papel de los agentes, aprendizaje y decisiones de inversión.

Según lo expresado, existen fenómenos psicológicos que influyen en las finanzas, tales como: 1) sesgo heurístico: según las FC los agentes financieros se equivocan ya que creen en suposiciones, pero la TMF no concuerda con esta opinión; 2) subordinación a la forma: para la TMF, los agentes deciden según la visión de riesgo y rendimiento, mientras que para las FC la forma y los problemas se estructuran bajo la percepción de los agentes y la toma de decisiones; 3) mercados ineficientes: la TMF reconoce que los mercados son eficientes. FC y Estrategia se contraponen a la idea anterior, ya que los mercados cometen errores e ineficiencias que distancian a los precios de mercado de sus valores fundamentales (Shefrin, 1999). Simon (1979) señala que hay mucho para investigar sobre el proceso de toma de decisión según la racionalidad imperfecta. Por lo tanto, investigar la Estrategia junto con las FC puede enriquecer el conocimiento que tenemos sobre el proceso decisorio de las empresas y los agentes.

Al concluir este artículo se comprueba la necesidad de realizar otros estudios que confronten las teorías con las prácticas organizativas, es decir, que analicen el funcionamiento cotidiano de la organización y sus resultados financieros. Muchas teorías funcionan en la mente, pero cuando se las lleva a la práctica es preciso articular las FC con las estrategias empresariales, para que las empresas sobrevivan en un mercado cada vez más competitivo y globalizado.

Recibido: 05/05/12. Aceptado: 03/07/12.

BIBLIOGRAFÍA

- Andrews, K. R. *The Concept of Corporate Strategy*. Dow Jones-Irwin. IL, 1971.
- Ansoff, H. I. *Corporate Strategy*. McGrawHill. New York, 1965.
- Assaf Neto, A.; Araújo, A. Contabilidade e a Gestão em Valor. *Anais...VII Congresso Internacional de Custos*. Espanha, 2001.
- Araujo, A. M. P.; Assaf Neto, Alexandre. Contabilidade Aplicada para a Gestão Baseada em Valor - Um Exemplo Empírico. *FACEF Pesquisa*, Franca-SP, v. 09, n. 01, p. 59-74, 2006.
- Baker, M.; Ruback, R.; Wurgler, J. Behavioural Corporate Finance: A Survey. In: *Handbook in Corporate Finance*. Espen Eckbo, 2005.
- Barberis, N.; Thaler, R. A survey of Behavioural Finance. In: *Handbook of the Economics of Finance*, 2001.
- Barnard, C. I. *Organization and Management*. Harvard University Press, 1948.
- Barney, J. Organizational Culture: Can it be a Source of Sustained Competitive Advantage? *Academy of Management Review*, 1983.
- Barney, J. Firm Resources & Sustained Competitive Advantage. *Journal of Management*, 1991.
- Barrow, J. *The Adapted Mind*. Oxford Press, New York. 1992.
- Bernstein, P. *A História do Mercado de Capitais*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008.
- Brabazon, T. *Behavioral Finance: A new Sunrise or a False Dawn?* University of Limerick, 2000.
- Bodie, Z. ; Kane, A.; Marcus, A. *Investments*. McGraw-Hill – Irwin, 2008.

- Cervo, A.; Bervian, P. *Metodologia Científica*. São Paulo: Prentice Hall, 2002.
- Chen, J. *An Entropy Theory of Psychology and its Implication to Behavioral Finance*. University of Northern British Columbia, 2003.
- Chernoff, J. *Hot Investment Concept leaves Managers Cold*. Pensions & Investments, 2000
- Coase, R. H. The Nature of the Firm. *Economica*, New Series, v. 4, n. 16. (nov., 1937), pp. 386-405.
- Commons, John R. *et ál. História do Trabalho nos Estados Unidos*. v. 1-4. New York: Macmillan, 1918-1935.
- Cohen W.; Levinthal, D. Absorptive Capacity: a New Perspective on Learning and Innovation. *Administrative Science Quarterly*, v.35, n.1, 1990.
- Connelly, T. The Rational Irrational Behavior Hypothesis. *Journal of Financial Planning*, 1997.
- Conner, K. R.; Prahalad, C. K. *A Resource-Based Theory of the Firm: Knowledge Versus Opportunism*. Organizational Science, 1996.
- Copeland, T.; Koller, T.; Murrin, J. *Avaliação de Empresas – Valuation – Calculando e Gerenciando o Valor das Empresas*. 3ª ed. São Paulo: Pearson, 2002.
- Cooper, D.; Schindler, P. *Métodos de Pesquisa em Administração*. São Paulo: Bookman, 2003.
- Corner, P.; Kinicki, A.; Keats, B. *Integrating Organizational and Individual Information Processing Perspectives on Choice*. Organizational Science, 1994.
- Daft, R. L.; Weick, K. E. Toward a Model of Organizations as Interpretation Systems. *Academy of Management Review*, v.9. 1984.
- Damodaran, A. *Avaliação de empresas*. 2ª ed. São Paulo: Pearson, 2007.
- De Bondt, W.; Thaler, Richard. Does the Stock Market Overreact? *Journal of Finance*, 1985.
- De Long, J.; Shleifer, A.; Summers, L. *Noise trader Risk in Financial Markets*. Harvard University Press, 1989.
- Dixit, R. K.; Pindyck, R. S. *Investment under Uncertainty*. Princeton University Press, 1994.
- Drucker, P. *An Introductory View of Management*. Harper'S College Press, 1977.
- Drucker, P. The Theory of the Business. *Harvard Business Review*. 1994
- Duhaime, I. M.; Schwenk, C. R. Conjectures on Cognitive Simplification in Acquisition and Divestments Decision Making. *Academy of Management Review*, 1985.
- Fama, E.; Jensen, M. Separation of Ownership and Control. *Journal of Law Economics*, 1986.
- Fama, E. Market efficiency: Long-Term Returns and Behavioral Finance. *Journal of Economics*, 1998.
- Fransman, M. The Market and Beyond: Cooperation and Competition in Information Technology. *Cambridge University Press*, 1990.
- Ghemawat, P. Competition and Business Strategy in Historical Perspective. *Business History Review*, v.76, n.1, 2002, p.37-74.
- Gil, A. C. *Métodos e Técnicas de Pesquisa Social*. São Paulo: Atlas, 1987.
- Gluck, F. *The evolution of Strategic Management*. McKinsey Staff Paper, 1978
- Grant, J. L. Foundations of Economic Added Value. *Journal of Portfolio Management*, 1997.
- Hahn, F. *Equilibrium and Macroeconomics*. Oxford: B. Blackwell, 1984.
- Hayes, R. ; Abernathy, W. Managing our way to economic decline. *Harvard University Press*, 1980.
- Henderson, B. *Henderson on Corporate Strategy*. Harper Collins, 1979.
- Jensen, M.; Meckling, W. Theory of the Firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 1976.
- Jensen, M. Value Maximization, Stakeholder Theory and the Corporate Objective Function. *Journal of Applied Corporate Finance*, 2001.
- Kahneman, D.; Tversky, A. *Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases*. Science, 1974 .
- Kahneman, D.; Tversky, A. *Prospect Theory; an analysis of decision under risk*. *Econometrica*, v. 47, n. 2, 1979.
- Kaplan, R. S.; Norton, D. Balanced Scorecard: Translating Strategy into Action. *Harvard Business School Press*, 1996.
- Keynes J. M. *The end of laissez-faire*. New York. Prometheus Books. 2004.
- Koening, J. Behavioral Finance: Examining thought Processes for Better Investing, *Trust & Investments*, v. 69, 1999.
- Lanzana, A. *Relação entre Disclosure e Governança Corporativa no Brasil*. Disponível em: <<http://www.ppge.ufrgs.br/GIACOMO/arquivos/gov-corp/lanzana-2004.pdf>>. Acesso el 02 mayo de 2012.
- La Porta, R.; Shleifer, A.; Lopez de-Silanes, F. Agency Problems and Dividends Policies around the World. *Journal of Finance*, 2000.
- Levitt, T. *Marketing Success Differentiation of Anything*. Harvard University Press, 1980.
- Lintner, John. The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets. *Review of Economics and Statistics*, 1965.
- Lintz, A. *Dinâmica de Bolhas Especulativas e Finanças Comportamentais*. UFPE, 2004.

- Macedo J. R. *Teoria do Prospecto*. UFSC, Florianópolis, 2003
- Makridakis, S. ; Wheelwright, S. C. *Forecasting*. New York: Elsevier, 1979.
- Markowitz, Harry. Portfolio Selection. *Journal of Finance*, 1952.
- Mintzberg, H. Mintzberg on Management: *Inside Our Strange World of Organizations*. New York: Free Press, 1989.
- Mintzberg, H.; Ahlstrand, B.; Lampel, J. *Safári de Estratégia*. São Paulo: Bookman, 2000.
- Modigliani, F; Miller, M. H. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *American Economic Review*, v. 48, n. 3, 1958.
- Neumann, J. V.; Morgenstern, O. *Theory of Games and Economic Behavior*. Princeton University Press, 2007.
- Mossin, Jan. *Equilibrium in a Capital Asset Market*. *Econometrica*, 1966.
- Motta, F. C. ; Vasconcelos, I. F. *Teoria Geral da Administração*. São Paulo: Atlas, 2006.
- Mun, J. Real Options Analysis: Tools for Valuing Strategic Investments & Decisions. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 2005.
- Neumann, J.; Morgenstern, O. *Theory of Games and Economic Behavior*. Princeton University Press, 1944.
- Nonaka, I. e Takeuchi, H. *The Knowledge-Creating Company: How Japanese Companies Create the Dynamics of Innovation*. Oxford University Press, NY, 1995.
- Ohmae, K. Getting Back to Strategy. *Harvard Business Review*, N.6. 1988.
- Olsen, R. Implications of Herding Behavior for Earnings Estimation, Risk Assessment, and Stock Returns, *Financial Analysts Journal*. 1996.
- Olsen, R. Behavioral Finance and its Implications for Stock Price Volatility. *Financial Analysts Journal*. 1998.
- Pereira, A. N.; Vieira, T. Finanças Comportamentais no Brasil. In: *Anais... Semead/USP*. 2007.
- Penrose, E. T. *The Theory of the Growth of the Firm*. Oxford University Press: New York, 1959.
- Porter, Michael E. Consumer behavior, retailer power, and manufacturer strategy in consumer goods industries. *Review of Economics and Statistics*, 56. Jg. 1974, Novembro, S. 419 - 436.
- Porter, M. E. How Competitive Forces Shape Strategy. *Harvard Business Review*, 1979.
- Prahalad, C. K. e BETTIS, R. A. The Dominant Logic: a New Linkage Between Diversity and Performance. *Strategic Management Journal*, n.6, 1986.
- Sanvicente, A. Z. *Administração Financeira*. São Paulo: Atlas, 1987.
- Selznick, P. Foundations of the theory of organization. *American Sociological Review*, v. 13, p. 25-35, 1948.
- Selznick, P. *Leadership in administration*. Evanston, IL: Row, Peterson and Company, 1957.
- Selznick, P. *TVA and the grass roots*. New York: Harper & Row, 1966.
- Selznick, P. Institutionalism “old” and “new” en *Administrative Science Quarterly*, v. 41, p. 270-277, 1996.
- Senge, P. M. *The Fifth Discipline: The Art and Practice of the Learning Organization*. New York: Doubleday, 1990.
- Schumpeter, J. A. Review of Keynes’s General Theory. *Journal of the American Statistical Association*. 1936.
- Schumpeter, J. A. *Capitalism, Socialism and Democracy*. NY: Taylor & Francis, 1942.
- Sharpe, William. Capital Asset Prices: Theory of Market Equilibrium. *Journal of Finance*, 1964
- Shefrin, H. Beyond Greed and Fear: Understanding Behavioral Finance and the Psychology of Investing, *Harvard Business School Press*, 2000.
- Shefrin, H.; Statman, M. The Disposition to Sell Winners too Early and to Ride Losers too Long: Theory and Evidence, *Journal of Finance*. 1985.
- Shefrin, H. *Irrational Exuberance, Heterogeneous Beliefs, and Option Markets*. Santa Clara University, 1999.
- Shiller, R. *Irrational Exuberance*. Princeton University Press. 2000.
- Silveira, A. M. Problema de Agência e a Governança Corporativa. *RAUSP/USP*. 2004.
- Silveira, A. M.; Barros, L. A.; Famá, R. Estrutura de Governança e Valor nas Companhias Abertas Brasileiras – um Estudo Empírico. *RAE/FGV*, 2003.
- Simon, H. Background of decision making. *Naval War College Review*. 1957.
- Simon, H. Rational Decision Making in Business Organizations. *American Economic Review*, 1979.
- Slovic, P. Psychological Study of Human Judgment: Implications for Investment Decision Making. *Journal of Finance*, 1972.
- Statman, M. Behavior Finance: Past Battles & Future Engagements. *Financial Analysts Journal*, 1999.
- Stern, J. M. ; Shiely, J. S. Eva Challenge. *Journal of Finance*. 2003.
- Thaler, R. The End of Behavioral Finance, *Financial Analysts Journal*. 1999.
- Tahler, R. e Shefrin H. An Economic Theory of Self Control, *Journal of Political Economy*. v.89 n.2, 1981.
- Vasconcelos, F. *Da Gestão do Conhecimento à Gestão da Ignorância*. RAE/FGV, 2001.
- Walras, L. *Compêndio dos elementos de economia política*. Os Economistas. Abril, 1983.
- Williamson, O. E. *Transaction Cost Economics*. University of Berkeley, 1996.

