

**O IMPACTO DO EFEITO REFLEXO SOBRE INVESTIDORES
EXPERIENTES E INEXPERIENTES EM DECISÕES DE
INVESTIMENTOS SOB RISCO**

**THE IMPACT OF THE REFLECTED EFFECT ON EXPERIENCED
AND INEXPERIENCED INVESTORS IN DECISIONS OF
INVESTMENTS UNDER RISK**

Donizete Reina¹
Patrícia Nunes²
Jurandir Sell Macedo Júnior³
Diane Rossi Maximiano Reina⁴
Anderson Dorow⁵

RESUMO

A Moderna Teoria de Finanças adota os pressupostos da racionalidade ampla, descritos na Teoria da Utilidade Esperada (TUE), em que o investidor é avesso ao risco e procura maximizar seu bem estar de maneira racional. Assim este estudo objetiva investigar o impacto

Artigo recebido em 27/04/2009, aprovado em 03/11/2010

¹ Mestre em Ciências Contábeis da Universidade Federal de Santa Catarina. Rua: Jornalista Tito Carvalho, 101, Bloco B1-2, apto, 104, Trindade - Florianópolis - Santa Catarina, CEP: 88040-480, Fone/Fax: 48-3207-6329. E-mail: dreina2@hotmail.com

² Mestre em Ciências Contábeis da Universidade Federal de Santa Catarina. Rua Vereador José do Valle Pereira, Bairro: Coqueiros - Florianópolis - Brasil. Cep 88080-240, Fone: 48-3721-6608. E-mail: patricia_contabeis@hotmail.com

³ Professor do Departamento de Ciências Contábeis da UFSC – Universidade Federal de Santa Catarina. Doutor em Engenharia de Produção - Universidade Federal de Santa Catarina. Centro Sócio-Econômico, Campus Universitário – Trindade, Florianópolis - Santa Catarina, CEP: 88040-970, Fone/Fax: 48-3721-6608. E-mail: jurandir@cse.ufsc.br

⁴ Mestranda em Ciências Contábeis da Universidade Federal de Santa Catarina. Rua: Jornalista Tito Carvalho, 101, Bloco B1-2, apto, 104, Trindade - Florianópolis - Santa Catarina, CEP: 88040-480, Fone: 48 – 3206-6531. E-mail: dianereina@hotmail.com

⁵ Mestre em Ciências Contábeis da Universidade Federal de Santa Catarina. Universidade Federal de Santa Catarina - Centro Sócio-Econômico, Campus Universitário – Trindade - Florianópolis - Santa Catarina, CEP: 88040-970, Fone/Fax: 47-3350-1441
E-mail: adorow@terra.com.br

do efeito reflexo sobre investidores experientes e inexperientes em decisões de investimentos sob risco no mercado financeiro. O presente trabalho é descritivo envolvendo a tomada de decisão sob risco, com enfoque sobre o efeito reflexo. A pesquisa é qualitativa-quantitativa, os dados são de fonte primária, obtidos por meio da aplicação de 500 questionários junto a Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais (APIMEC). Os resultados desse estudo apresentam indícios de que os investidores inexperientes são mais afetados pelo efeito reflexo se comparados aos experientes em decisões de investimentos sob risco. Os investidores apresentaram menos episódios de racionalidade limitada à medida que tomam mais decisões que se harmonizam com o comportamento do agente econômico defendido pela Teoria da Utilidade Esperada (TUE). Conclui-se com o estudo que tanto o investidor experiente como o inexperiente nem sempre se mantêm racionais em decisões de investimento sob risco.

Palavras –chave: Finanças Comportamentais. Teoria do Prospecto. Efeito Reflexo.

ABSTRACT

The Modern Theory of the estimated ones of the ample rationality, described Finances adopts in the Theory of Expected Utility (TUE), where the investor is avesso to the risk and looks for to welfare maximize its in rational way. This objective study to investigate the impact of the reflected effect on experienced and inexperienced investors in decisions of investments under risk in the financial market. The present work is descriptive involving the taking of decision under risk, with approach on the reflected effect. The research is qualitative-quantitative, the data is of primary source, gotten by means of the application of 500 questionnaires next to Association of the Analysts and Professionals of Investment of the Stock Market (APIMEC). The results of this study present indications of that the inexperienced investors more are affected by the reflected effect if compared with the experienced ones in decisions of investments under risk. The investors had presented little episodes of rationality limited to the measure that take more decisions that if harmonize with the behavior of the economic agent defended by the Theory of Expected Utility (TUE). Concludes yourself with the study that as much the experienced investor as the inexperienced one nor always remains rationals in decisions of investment under risk.

Key-words: Behavioral Finance. Prospect Theory. Reflection Effect.

O IMPACTO DO EFEITO REFLEXO SOBRE INVESTIDORES EXPERIENTES E INEXPERIENTES EM DECISÕES DE INVESTIMENTOS SOB RISCO

1 INTRODUÇÃO

O enfoque proposto pelos seguidores das finanças modernas consiste na afirmação de que o investimento em vários ativos permite a diversificação, o que em longo prazo, poderá diminuir o risco e também garantir retorno. A defesa dessa diversificação parte do pressuposto que os preços de mercado não podem ser previstos e que os investidores não podem obter uma rentabilidade superior à média. (MARKOWITZ, 1952).

Baldo (2007) menciona que o modelo clássico descrito na Teoria da Utilidade Esperada (TUE) defendido pelas Finanças Modernas, ignora a influência das emoções no comportamento humano. Em outro direcionamento Silva, Brito e Famá (2007) afirmam que o modelo clássico não leva em conta o fato de que as pessoas, ao tomarem suas decisões, tendem a considerar os outros indivíduos envolvidos, ou melhor, esses efeitos não são analisados.

Em seguida, Kahneman e Tversky (1979), ao tentarem compreender o comportamento de diferentes grupos de pessoas frente a problemas envolvendo decisões de investimento arriscadas, revelam exemplos de violações dos axiomas da TUE, por meio de testes empíricos, envolvendo probabilidades de ganhos e de perdas, que resultam em três efeitos: certeza, reflexo e isolamento.

No que tange o efeito certeza, em probabilidades envolvendo ganhos, as pessoas tendem preferir os resultados obtidos com certeza aos resultados prováveis. Todavia, quando ganhar torna-se possível, mas não provável, a maioria prefere a aposta de maior valor.

Já o efeito reflexo, ao contrário do campo dos ganhos, onde a maioria das pessoas prefere resultados obtidos com certeza aos resultados prováveis; no campo das perdas, as pessoas tendem arriscar a sofrerem uma perda certa. Dessa forma, Kahneman e Tversky (1979) descobriram que os sinais dos resultados quando são invertidos de ganhos para perdas, as pessoas se tornam propensas ao risco e que tal comportamento fere o axioma da TUE de aversão ao risco.

Nesta premissa, o estudo se propõe a responder ao seguinte questionamento: os investidores mais experientes em transações com investimentos de risco são menos afetados quando tomam decisões? Visando responder a esse questionamento a pesquisa objetiva investigar o impacto do efeito reflexo sobre investidores experientes e inexperientes em decisões de investimentos sob risco no mercado financeiro.

A pesquisa é relevante, pois apresenta por meio de um estudo prático junto a Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais (APIMEC) como a experiência desses profissionais pode impactar no reflexo das decisões tomadas. Destaca-se ainda a importância do estudo tendo em vista que estes profissionais trabalham não apenas com investimentos próprios, mas, com investimentos e administração de capital de terceiros.

A presente pesquisa está estruturada em cinco seções, após esta de caráter introdutório, segue a seção 2 referente a plataforma teórica, a seção 3 apresenta os aspectos metodológicos da pesquisa, na seção 4 são apresentados e discutidos os resultados do estudo, a seção 5 apresenta as conclusões da pesquisa e por fim apresenta-se as referências.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Conforme os axiomas da TUE, os tomadores de decisão são racionais e tentarão maximizar a utilidade esperada, em vez de maximizar o valor esperado. Em outras palavras, irão buscar melhorar a situação em que se encontram, pois a utilidade, resultante de qualquer pequeno aumento da riqueza será inversamente proporcional à quantidade de bens anteriormente possuídos (BERNOULLI, 1954; BALDO, 2007). O ponto fundamental da nova visão da TUE é um teorema que descreve axiomas que devem ser respeitados para uma decisão que maximize a utilidade (CARDOSO; RICCIO, 2005).

Todavia, a racionalidade dos investidores passou a sofrer severas críticas por não explicar as causas das anomalias do mercado financeiro nas quais pessoas ditas racionais tomam decisões com racionalidade limitada. De acordo com Baldo (2007, p. 14) “[...] diversas anomalias foram encontradas, comprovando que os indivíduos violam os princípios da Teoria da Utilidade Esperada”. Dessas críticas surgiram às Finanças Comportamentais que será descrita no próximo item.

As Finanças Comportamentais, por envolver modelos financeiros tradicionais, métodos quantitativos, economia e psicologia brota como uma das mais importantes e surpreendentes inovações na teoria de finanças nos últimos anos (KIMURA; BASSO; KRAUTER, 2006).

Shefrin (2002 apud ZINDEL, 2008, p. 39) julgam que “as finanças comportamentais floresceram quando os avanços feitos pela psicologia chamaram a atenção dos economistas”. Assim, ao representar uma recente área de pesquisa, as Finanças Comportamentais procuram incorporar os aspectos psicológicos das pessoas no processo de avaliação e precificação de ativos financeiros.

Cumprir verificar os esclarecimentos de que um dos principais questionamentos das Finanças Comportamentais consiste sobre a Hipótese de Mercado Eficiente (HME). Enquanto a HME defende a racionalidade do investidor e estabelece que agentes financeiros utilizem regras estatísticas para estimarem valores futuros de forma não visada, a teoria proposta por Kahneman e Tversky (1979) supõe que os investidores tendem a adotar processos mentais viesados que violam os modelos estatísticos básicos (KIMURA, 2003).

Sob essa perspectiva, Rabelo Júnior e Ikeda (2004) abordam a importância da arbitragem para a HME e posteriormente, levantam os principais problemas existentes quanto à efetiva utilização da arbitragem nos mercados reais. Esses estudiosos afirmam que nos mercados eficientes, o preço dos ativos deveria refletir inteiramente as informações disponíveis sobre os mesmos e que não haveria maneiras de obtenção de lucros anormais mediante o uso da informação, visto que os preços já deveriam contemplar todas as informações.

Nesse sentido, o mercado pode apresentar três tipos de eficiência: forma fraca; semiforte e forte. Um mercado obedece à forma fraca de eficiência quando agrega, integralmente, a informação contida em preços passados. Na forma semiforte, o mercado é eficiente quando os preços dos ativos refletem toda a informação publicada disponível. Vale ressaltar, que a forma semiforte abrange também a forma fraca de eficiência. Na forma forte, um mercado é eficiente quando reúne, além das informações publicamente disponíveis e das históricas de preços, envolvendo assim as informações não disponíveis (MINARDI, 2004).

Em vista disso, a seguir será descrita a Teoria do Prospecto no qual tentam compreender o comportamento de diferentes grupos de pessoas frente a problemas envolvendo

decisões de investimento sob risco, a exemplo do artigo de Kahneman e Tversky (1979) publicado sob título *Prospecty Theory: An Analysis of Decision under risk*.

A Teoria do Prospecto ao demonstrar a violação dos axiomas da TUE, apresenta uma das mais importantes descobertas em Finanças Comportamentais, a aversão à perda e, que as pessoas sentem muito mais a dor ao perderem um valor que o prazer de ganhá-lo (CARMO, 2005).

Argumentam a respeito Vieira e Gava (2006) que os elementos centrais da Teoria do Prospecto são: (1) as pessoas são geralmente avessas ao risco para ganhos e propensas ao risco para perdas; (2) pessoas atribuem pesos não lineares a ganhos e perdas potenciais; (3) resultados certos são geralmente excessivamente ponderados em comparação com resultados incertos; (4) a função de utilidade é normalmente côncava para ganhos e convexa para perdas a partir de um ponto de referência.

Vale ressaltar que a aversão à perda não possui o mesmo significado que aversão ao risco e, que frente a uma perda, freqüentemente as pessoas topam o risco de perder ainda mais, apenas pela chance de se salvar antes da perda efetiva. Pode-se comparar tal atitude com o comportamento de um jogador compulsivo. Ao fazer suas jogadas; ele prefere dobrar a aposta, para não ter de sair da mesa falido (LIMA, 2003).

No que concerne o efeito reflexo, esse efeito prevê que a aversão ao risco é violada de acordo com as preferências das escolhas relevando três incompatibilidades: probabilidades negativas, busca do risco; probabilidades positivas, aversão ao risco; e, elimina a aversão pela incerteza ou variabilidade como explicação do efeito certeza, contribuindo para a violação do valor esperado do resultado.

Dessa forma, as descobertas que envolvem o efeito reflexo podem ser analisadas em três aspectos: primeiro, implica que a aversão ao risco no campo dos ganhos é acompanhada da busca pelo risco no campo das perdas; segundo, o efeito certeza demonstra que as pessoas dão muita importância aos resultados certos aos prováveis no campo dos ganhos no qual ocorre a aversão ao risco, porém, no campo das perdas, as pessoas preferem resultados prováveis aos resultados certos o que se constata a procura pelo risco; terceiro, no campo das perdas, a certeza aumenta a aversão a perdas, bem como o anseio de ganhos (KAHNEMAN; TVERSKY, 1979).

A violação dos axiomas da TUE pode ser observada na assimetria entre a maneira como os investidores tomam decisões envolvendo ganhos e decisões envolvendo perdas. Outro efeito mencionado na Teoria do Prospecto é o isolamento, o qual demonstra que as pessoas, às vezes, apresentam preferências inconsistentes para problemas iguais, entretanto apresentados de formas diferentes, ou seja, um de cada vez. (KAHNEMAN; TVERSKY, 1979).

Neste sentido, a Teoria do Prospecto baseia-se na tomada de decisão individual e em probabilidades arriscadas e, concernentes aos efeitos certeza. Reflexo e isolamento demonstram que a TUE não descreve com exatidão, como os decisores avaliam as opções de escolha em condições de risco, principalmente quando se trata de decisões que envolvam perdas.

Enquanto a TUE prevê que as pessoas analisam todas as informações disponíveis para tomarem suas decisões a Teoria do Prospecto demonstra que as pessoas apresentam dificuldades para considerar e avaliar todas as opções, confirmando a incapacidade de avaliar todas as informações disponíveis para a tomada de decisão.

Ao passo que o tomador de decisão, de acordo com a TUE prefere enriquecer e lutar para maximizar a utilidade esperada. Segundo a Teoria do Prospecto nem sempre esse visa a maximizar a utilidade esperada, pois atribui maior peso para ganhos e perdas, principalmente perdas se comparados à utilidade esperada. Admite ainda que o impacto de uma perda cause relativamente um efeito emocional mais forte em investidores com menor *status quo*.

Por fim, o investidor, segundo a TUE, avalia o risco de um investimento de acordo com a mudança que ele proporciona em seu nível de riqueza. Já o investidor das Finanças Comportamentais, avalia o risco de um investimento com base em um ponto de referência a partir do qual pode medir seus ganhos e perdas.

2.1 Estudos Similares

O intuito desse estudo bibliográfico foi investigar a existência de pesquisas similares envolvendo decisão sob risco, finanças comportamentais e mercado de capitais. Os achados segundo, Quadro 1 demonstra, vários estudos realizados, porém, com também diversos focos de pesquisa.

Autor	Tema	Foco do Estudo
Kimura e Basso (2003)	Finanças Comportamentais: Investigação do Comportamento	Este trabalho busca prestar uma homenagem aos pioneiros da

	Decisório dos Agentes Brasileiros	teoria de Finanças Comportamentais, uma das inovações recentes mais importantes e controversas em finanças.
Santos e Santos (2004)	Mercado de Capitais: Racionalidade X Emoção	O presente artigo faz uma revisão sobre as principais características de mercados eficientes e sua aplicabilidade no estudo do mercado de capitais, bem como apresentar as anomalias amplamente discutidas entre os pesquisadores para refutar a Teoria de Eficiência de Mercado.
Decourt e Accorsi (2005)	As Finanças Comportamentais e o Processo de Decisão no Mercado Financeiro Brasileiro	Este trabalho apresenta simulações de investimento, realizadas com estudantes de MBA e médicos, demonstrando que as decisões de investimentos sofrem vieses comportamentais, identificados pelas Finanças Comportamentais.
Vieira e Gava (2005)	Tomada de Decisão em Ambiente de Risco: uma Avaliação sob a Ótica Comportamental	Este trabalho investiga a tomada de decisão sobre risco e, em especial, como os resultados anteriores podem afetar a decisão corrente.
Fonte Neto e Carmona (2006)	As Finanças Comportamentais e o Mercado Acionário Brasileiro: Evidências do Efeito Pessimismo em Estudos de Eventos com Regressões EGARCH	O presente trabalho objetivou investigar o comportamento do mercado acionário brasileiro e as suas reações a divulgações de notícias macroeconômicas de relevância (IPCA, PIB trimestral e taxa selic).
Rogers et al (2007)	Finanças Comportamentais no Brasil: Um Estudo Comparativo	Esse artigo tem como objetivo contextualizar esse recente campo de estudo e replicar a investigação empírica do artigo seminal de Kahneman e Tversky (1979) que aborda a Teoria do Prospecto e que constitui a base de Finanças Comportamentais.
Tomaselli e Oltramari (2007)	Possíveis Contribuições da Teoria das Representações Sociais às Finanças Comportamentais	O objetivo deste artigo é introduzir a teoria das representações como uma ferramenta de pesquisa útil para as finanças comportamentais.
Costa Jr. et al (2008)	Efeito Disposição e Experiência: um Teste de Laboratório no Brasil	Este trabalho apresenta os resultados de um experimento sobre como o efeito disposição afeta indivíduos com e sem experiência no mercado de ações.
Martits e Eid Junior (2008)	Aversão a Perdas: Comparação de Decisões de Investimento entre	O objetivo deste trabalho é analisar se o uso de uma função

	Investidores Individuais e Fundos de Pensão no Brasil	preferência que incorpora assimetria na reação do investidor frente a ganhos e perdas (aversão a perdas) permite gerar resultados mais coerentes com o comportamento real de investidores brasileiros.
Dias Filho, Cavazotte, Vilas Boas (2008)	A Influência das Emoções sobre o Efeito Dotação (Endowment Effect)	A presente pesquisa procurou, por meio de um experimento com grupos de estudantes, demonstrar a existência do fenômeno nas trocas envolvendo bens de posse dos indivíduos.
Cioffi, Fama e Coelho (2008)	Contexto das Finanças Comportamentais: Anomalias e Eficiência do Mercado de Capitais Brasileiro	O objetivo deste trabalho é o entendimento do contexto que favoreceu o desenvolvimento das Finanças Comportamentais e de verificar anomalias e eficiências no mercado de capitais brasileiro.
Ceretta, Vieira e Milach (2008)	Efeito Dia-da-Semana no Mercado Brasileiro: Uma Análise Sob a Ótica da Liquidez, do Retorno e da Volatilidade	Este estudo tem como objetivo verificar a presença do efeito dia-da-semana no mercado de ações brasileiro, analisando o comportamento dos retornos, da volatilidade e da liquidez, esta última, mensurada através de três medidas: quantidade de negócios, quantidade de títulos e volume financeiro.
Barros e Silveira (2008)	Excesso de confiança, otimismo gerencial e os determinantes da estrutura de capital	Este estudo investiga os determinantes da estrutura de capital das empresas introduzindo uma perspectiva comportamental ainda pouco explorada na literatura da área. Propõe diferentes proxies para o otimismo/excesso de confiança baseadas no status do gestor como “empreendedor” ou “não-empreendedor”.
Reina, et al (2009)	Behavior Finance: Um Estudo Acerca do Conhecimento e Tomada de Decisão dos Formandos em Administração e Ciências Contábeis com Base nos Pressupostos de Higgins	O estudo objetiva verificar entre os formandos em Administração e Ciências Contábeis, a questão do “foco de promoção” e “foco de prevenção” descoberta por Higgins em seu artigo “Making a Good Decision: Value from fit”.

Quadro 1 – Estudos similares identificados em Congressos e Periódicos

Fonte: Elaborado pelos autores.

Esta pesquisa se diferencia dos estudos apresentados no Quadro 1, por apresentar um estudo prático, envolvendo a tomada de decisão sob risco junto a Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais (APIMEC), para detectar por meio de um questionário, como a experiência desses profissionais pode impactar no reflexo das decisões tomadas.

3 METODOLOGIA DA PESQUISA

Inicialmente foi realizado um estudo bibliográfico para identificar estudos similares na área nos seguintes Congressos: Congresso Brasileiro de Custos; Congresso Enanpad; Congresso Anpcont; Congresso USP de Controladoria; 6º Contecsi e XI Semead. O estudo também foi estendido aos periódicos como segue: Revista Brasileira de Economia; RAE - Revista de Administração de Empresas; RAP - Revista Brasileira de Administração Pública; RAC - Revista de Administração Contemporânea; Revista de Economia Contemporânea; Revista Contabilidade & Finanças; Economia e Sociedade (UNICAMP); Revista Contabilidade & Finanças (on line); RAUSP - Revista de Administração; Pesquisa e Planejamento Econômico (Rio de Janeiro); Revista Econômica do Nordeste; Revista Brasileira de Ciências Sociais; Análise Econômica (UFRGS); Contabilidade Vista & Revista; Teoria e Evidência Econômica; Revista Brasileira de Contabilidade; *International Journal of Human Resource Management*; *Latin American Business Review* (Binghamton); REAd - Revista Eletrônica de Administração; Revista de Ciências da Administração; Revista Catarinense da Ciência Contábil; RCA - Revista de Controle e Administração; RAI - Revista de Administração e Inovação (Online); RAC -Eletrônica (Online); UnBContábil; Economia (Campinas); Revista ANGRAD; RAM - Revista de Administração Mackenzie; Pensar Contábil; *Journal of Academy of Business and Economics*; Revista de Economia e Administração; E & G - Economia e Gestão; Revista Brasileira de Finanças; Revista de Administração da UNIMEP; *International journal of accounting, auditing and performance evaluation*; Revista Mineira de Contabilidade; BAR - *Brazilian Administration Review*; Revista Contemporânea de Contabilidade (UFSC). A escolha desses congressos e periódicos foi com base na classificação Qualis da Coordenação de aperfeiçoamento de Administração (CAPES).

A presente pesquisa caracteriza-se como descritiva, visto que tem por finalidade descrever o impacto do efeito reflexo sobre investidores experientes e inexperientes em decisões de investimentos sob risco. Neste sentido, Gil (1999) afirma que descrever consiste em identificar, relatar e comparar.

No que se refere à investigação do impacto do efeito reflexo sobre investidores experientes e inexperientes em decisões de investimentos sob risco, aplicou-se questionário previamente testado em reuniões da Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais (APIMEC) na cidade de Florianópolis. A versão final do questionário foi aplicada nos dias 16 e 17 de abril de 2008, na cidade de Curitiba – Paraná na ExpoMoney. Optou-se por aplicar o questionário em Curitiba para obter o maior número possível de investidores dispostos a participar da pesquisa. Segundo Gil (1999, p.70) “[a]s pesquisas deste tipo caracterizam-se pela interrogação direta das pessoas cujo comportamento se deseja conhecer”. Neste sentido, a versão final do questionário é composta por duas partes. A primeira tem o intuito de levantar o perfil dos investidores, a segunda contém oito problemas transcritos da pesquisa de Kahneman e Tversky (1979) que envolvem decisões de investimentos sob risco, sendo quatro probabilidades positivas e quatro negativas.

No que tange à população, foi composta por investidores. Considerou-se investidor qualquer pessoa (física ou jurídica) que aplica recursos diretamente em ações. Conforme Richardson (1999, p. 157) “A população é o conjunto de elementos que possuem determinadas características”.

Sobre as categorias investigadas, vale ressaltar que foi considerado investidor inexperiente todo aquele que, assinalou investir há menos de cinco anos diretamente em ações. Considerou-se experiente todo aquele que assinalou investir há cinco ou mais anos diretamente em ações. Essa classificação foi sugerida parcialmente por Menkhoff, Schmidt e Brozynki (2006).

Quanto à abordagem do problema, o estudo é qualitativo-quantitativo (ROESCH, 2006; RICHARDSON, 1999), com predomínio qualitativo. Foram aplicados 500 questionários nos quais houve um retorno de 357. Desses, foram retirados 114 questionários que apresentaram erros de preenchimento. Logo, 243 questionários formaram o levantamento da presente pesquisa.

No que concerne às hipóteses investigadas, a primeira hipótese tem o intuito de verificar se os tomadores de decisão, participantes da pesquisa, apresentam episódios de racionalidade limitada, ou seja, se a Teoria do Prospecto descreve melhor o comportamento dos investidores em decisões de investimento arriscadas. Para comprovar a primeira hipótese, uma condição será analisada: Haverá assimetria das decisões dos investidores nos problemas de probabilidades positivas (campo dos ganhos), se comparados aos de probabilidades negativas (campo das perdas), ou seja, a preferência entre as probabilidades negativas formará uma espécie de reflexo à preferência entre as probabilidades positivas.

Hipótese 1: Hipótese nula (Ho): Investidores não apresentam suscetibilidade ao efeito reflexo em decisões de investimento sob risco.

Hipótese alternativa (H1): Investidores apresentam suscetibilidade ao efeito reflexo em decisões de investimento sob risco.

Parte-se, na segunda hipótese, do pressuposto de que aos participantes foram afetados pelo efeito reflexo, que há diferença entre os percentuais de suscetibilidade ao efeito reflexo apresentadas pelos investidores experientes e inexperientes e que os inexperientes serão mais afetados se comparados aos experientes. Para comprovar a segunda hipótese, uma condição será analisada: Investidores inexperientes serão mais afetados pelo efeito reflexo.

Hipótese 2: Hipótese nula (Ho): Investidores inexperientes são menos afetados pelo efeito reflexo quando comparados aos investidores experientes.

Hipótese alternativa (H1): Investidores inexperientes são mais afetados pelo efeito reflexo quando comparados aos investidores experientes.

Em relação ao teste das hipóteses, a primeira hipótese foi testada inicialmente por meio da comparação dos resultados obtidos na presente pesquisa com os resultados encontrados por Kahneman e Tversky (1979) para os problemas sobre o efeito reflexo contidos na Teoria do Prospecto.

A segunda hipótese foi testada através da comparação entre as respostas dos investidores experientes e inexperientes no que tangem as questões com probabilidades positivas (campo dos ganhos) e negativas (campo das perdas) dos problemas transcritos da Teoria do Prospecto. Essa comparação ocorreu da seguinte forma. Primeiramente foram selecionadas as respostas que apresentariam a aversão ao risco no campo dos ganhos e propensão ao risco no campo das perdas. Nesse sentido, aqueles que assinalarem as

alternativas BAAB, para os problemas 1 a 4, apresentarão aversão ao risco e aqueles que assinalarem as alternativas ABBA, para os problemas 5 a 8, apresentarão propensão ao risco.

Por fim, verificou-se qual grupo apresentou mais suscetibilidade ao efeito reflexo. Adicionalmente verificou-se o desvio padrão do acumulado da aversão e propensão ao risco dos investidores experientes e inexperientes com o intuito de verificar a homogeneidade das respostas das categorias investigadas.

Primeiramente transformaram-se os percentuais da tabela 10, 58,3333% e 70,0342%, em índices: 0,5833 e 0,7003 e em seguida, calculou-se o Desvio Padrão.

4 APRESENTAÇÃO E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

Os axiomas da TUE prevêm que os investidores são racionais, avessos ao risco e visam maximizar sua utilidade (BERNOULLI, 1954). Neste sentido, a primeira hipótese teve o intuito de verificar se os investidores, participantes da pesquisa, serão afetados pelo efeito reflexo.

Esse efeito se confirmará se houver assimetria das decisões dos investidores nos problemas de probabilidades positivas, se comparados com os problemas de probabilidades negativas. Ou seja, a preferência das probabilidades negativas formaria uma espécie de reflexo das probabilidades positivas (KAHNEMAN; TVERSKY, 1979).

Logo, serão analisadas as preferências entre probabilidades positivas e negativas dos investidores, participantes da pesquisa conforme apresentados nas tabelas 1 e 2.

De acordo com as tabelas 1 e 2 a única mudança entre os problemas corresponde ao sinal e as respostas dos investidores com probabilidades negativas formaram um “reflexo” das respostas dos problemas com probabilidades positivas.

TABELA 1 - Preferências entre probabilidades positivas e negativas.

Problema 1	(4.000, 80%)	(3.000, 100%)	Problema 5	(- 4.000, 80%)	(- 3.000, 100%)
	A	B		A	B
	38	205	Total geral	199	44
Problema 2	(4.000, 20%)	(3.000, 25%)	Problema 6	(- 4.000, 20%)	(- 3.000, 25%)
	A	B		A	B
Total geral	145	98	Total geral	115	128
Problema 3	(3.000, 90%)	(6.000, 45%)	Problema 7	(- 3.000, 90%)	(- 6.000, 45%)
	A	B		A	B
Total geral	186	57	Total geral	53	190
Problema 4	(3.000, 2%)	(6.000, 1%)	Problema 8	(- 3.000, 2%)	(- 6.000, 1%)
	A	B		A	B
Total geral	81	162	Total geral	130	113

Fonte: Elaborada pelos autores.

TABELA 2 - Preferências entre probabilidades positivas e negativas em percentuais

Problema 1	(4.000, 80%)	(3.000, 100%)	Problema 5	(- 4.000, 80%)	(- 3.000, 100%)
	A	B		A	B
	16%	84%		82%	18%
Problema 2	(4.000, 20%)	(3.000, 25%)	Problema 6	(- 4.000, 20%)	(- 3.000, 25%)
	A	B		A	B
	60%	40%		47%	53%
Problema 3	(3.000, 90%)	(6.000, 45%)	Problema 7	(- 3.000, 90%)	(- 6.000, 45%)
	A	B		A	B
	77%	23%		22%	78%
Problema 4	(3.000, 2%)	(6.000, 1%)	Problema 8	(- 3.000, 2%)	(- 6.000, 1%)
	A	B		A	B
	33%	67%		53%	47%

Fonte: Elaborada pelos autores.

No que tange as respostas dos problemas 1 e 5 (tabela 3), destaca-se também que a maioria, isto é, 84% dos participantes optaram por ganhar R\$ 3.000,00 com certeza a concorrer e ganhar R\$ 4.000,00 com probabilidade de 80%. Todavia, no campo das perdas, ou

seja, no problema cinco, houve uma mudança súbita nas escolhas uma vez que apenas 18% prefeririam perder R\$ 3.000,00 com certeza. Neste sentido, conforme a tabela 3, os resultados da presente pesquisa podem ser comparados aos da pesquisa de Kahneman e Tversky (1979), ressaltando-se que os resultados desses estudiosos se assemelham com os resultados obtidos no presente estudo.

TABELA 3 - Preferências entre probabilidades positivas e negativas em percentuais dos participantes da pesquisa *versus* resultados da pesquisa de Kahneman e Tversky (1979).

Problema 1	(4.000, 80%)	(3.000, 100%)	Problema 5	(- 4.000, 80%)	(- 3.000, 100%)
	A	B		A	B
	16%	84%		82%	18%
Resultados Kahneman e Tversky (1979)			Resultados Kahneman e Tversky (1979)		
	20%	80%		92%	8%
Problema 2	(4.000, 20%)	(3.000, 25%)	Problema 6	(- 4.000, 20%)	(- 3.000, 25%)
	A	B		A	B
	60%	40%		47%	53%
Resultados Kahneman e Tversky (1979)			Resultados Kahneman e Tversky (1979)		
	65%	35%		42%	58%
Problema 3	(3.000, 90%)	(6.000, 45%)	Problema 7	(- 3.000, 90%)	(- 6.000, 45%)
	A	B		A	B
	77%	23%		22%	78%
Resultados Kahneman e Tversky (1979)			Resultados Kahneman e Tversky (1979)		
	86%	14%		8%	92%
Problema 4	(3.000, 2%)	(6.000, 1%)	Problema 8	(- 3.000, 2%)	(- 6.000, 1%)
	A	B		A	B
	33%	67%		53%	47%
Resultados Kahneman e Tversky (1979)			Resultados Kahneman e Tversky (1979)		
	27%	73%		70%	30%

Fonte: Elaborada pelos autores.

Ressalta-se que os investidores que escolheram a alternativa B no campo dos ganhos apresentaram aversão ao risco nas probabilidades positivas e os investidores que optaram para a alternativa A no campo das perdas apresentaram propensão ao risco nas probabilidades negativas.

Conforme os resultados, a primeira hipótese se confirmou devido à assimetria das preferências dos investidores, participantes da pesquisa, nos problemas de probabilidades positivas (campo dos ganhos), se comparados com as negativas (campo das perdas). Logo, a preferência entre as probabilidades negativas formou uma espécie de “reflexo” à preferência das probabilidades positivas.

A segunda hipótese parte do pressuposto que tanto os investidores experientes como os inexperientes participantes da pesquisa são suscetíveis e foram afetados pelo efeito reflexo; que há diferença entre os percentuais de suscetibilidade ao efeito reflexo apresentados pelos investidores experientes e inexperientes e que os investidores inexperientes apresentam uma tendência maior no que tange essa suscetibilidade quando comparados aos investidores experientes.

Para comprovar a segunda hipótese, uma condição foi analisada: Investidores inexperientes deverão apresentar mais suscetibilidade ao efeito reflexo.

Para verificar a existência dessa diferença, a princípio foi elaborada a tabela 4 com o objetivo de demonstrar a frequência das respostas da questão onze. A partir disso, foram considerados investidores experientes, aqueles que assinalaram investir igual ou mais de cinco anos diretamente em ações e foram considerados inexperientes, os que assinalaram investir a menos de cinco anos diretamente em ações.

Conforme pode ser observado na tabela 4 mais de 90,0% dos investidores questionados neste estudo, se considera investidores experientes. O que na realidade mostra que o perfil dos investidores investigados em sua maioria estão cientes ou estão acostumados a correr riscos.

TABELA 4 - Investidor *versus* experiência em investimentos sob risco

Investidores	Quantidade
Investidores Experientes	24
Investidores Inexperientes	219
Total	243

Fonte: Elaborada pelos autores.

A partir dos dados da tabela 4, foram elaboradas tabelas de contingência das respostas dos investidores experientes e inexperientes no que tange aos oito problemas transcritos do trabalho de Kahneman e Tversky (1979). Essas tabelas foram elaboradas no programa *Excel* mediante os seguintes passos: dados, relatório de tabela e gráficos dinâmicos, banco de dados e seleção das respostas dos problemas e são apresentadas nas tabelas a seguir.

Conforme tabela 5, observa-se que tanto os investidores inexperientes quanto os investidores experientes apresentaram suscetibilidade ao efeito reflexo e que essas categorias apresentaram diferença de percentuais no que tange essa suscetibilidade. Vale destacar que semelhante aos resultados Kahneman e Tversky (1979) correspondem os percentuais de

suscetibilidade ao efeito reflexo apresentadas pelos investidores experientes e inexperientes conforme a tabela 6.

TABELA 5 - Preferências entre probabilidades positivas e negativas dos investidores experientes e inexperientes

Problema 1	(4.000, 80%)	(3.000, 100%)	Problema 5	(- 4.000, 80%)	(- 3.000, 100%)
	A	B		A	B
Experiente	25%	75%	Experiente	63%	38%
Inexperiente	15%	85%	Inexperiente	84%	16%
Total geral	16%	84%	Total geral	82%	18%
Problema 2	(4.000, 20%)	(3.000, 25%)	Problema 6	(- 4.000, 20%)	(- 3.000, 25%)
	A	B		A	B
Experiente	58%	42%	Experiente	46%	54%
Inexperiente	60%	40%	Inexperiente	47%	53%
Total geral	60%	40%	Total geral	47%	53%
Problema 3	(3.000, 90%)	(6.000, 45%)	Problema 7	(- 3.000, 90%)	(- 6.000, 45%)
	A	B		A	B
Experiente	67%	33%	Experiente	38%	63%
Inexperiente	78%	22%	Inexperiente	20%	80%
Total geral	77%	23%	Total geral	22%	78%
Problema 4	(3.000, 2%)	(6.000, 1%)	Problema 8	(- 3.000, 2%)	(- 6.000, 1%)
	A	B		A	B
Experiente	42%	58%	Experiente	54%	46%
Inexperiente	32%	68%	Inexperiente	53%	47%
Total geral	33%	67%	Total geral	53%	47%

Fonte: Elaborada pelos autores.

Outro ponto a ser destacado de acordo com as tabelas 5 e 6 é em relação às preferências dos investidores para os problemas 1 e 5. Neste sentido, observa-se que 75% dos investidores experientes apresentaram aversão ao risco no campo dos ganhos e 63% demonstraram propensão ao risco no campo das perdas. No entanto, 85% dos investidores inexperientes apresentaram aversão ao risco no campo dos ganhos e 84% demonstraram propensão ao risco no campo das perdas. Dessa forma, observa-se nos problemas 1 e 5, que os investidores experientes e inexperientes foram afetados de forma diferente.

Tabela 6 - Preferências entre probabilidades positivas e negativas dos investidores experientes e inexperientes *versus* resultados da pesquisa de Kahneman e Tversky (1979)

Problema 1	(4.000, 80%)	(3.000, 100%)	Problema 5	(- 4.000, 80%)	(- 3.000, 100%)
	A	B		A	B
Experiente	25%	75%	Experiente	63%	38%
Inexperiente	15%	85%	Inexperiente	84%	16%
Total geral	16%	84%	Total geral	82%	18%
Resultados Kahneman e Tversky (1979)			Resultados Kahneman e Tversky (1979)		
	20%	80%		92%	8%
Problema 2	(4.000, 20%)	(3.000, 25%)	Problema 6	(- 4.000, 20%)	(- 3.000, 25%)
	A	B		A	B
Experiente	58%	42%	Experiente	46%	54%
Inexperiente	60%	40%	Inexperiente	47%	53%
Total geral	60%	40%	Total geral	47%	53%
Resultados Kahneman e Tversky (1979)			Resultados Kahneman e Tversky (1979)		
	65%	35%		42%	58%
Problema 3	(3.000, 90%)	(6.000, 45%)	Problema 7	(- 3.000, 90%)	(- 6.000, 45%)
	A	B		A	B
Experiente	67%	33%	Experiente	38%	63%
Inexperiente	78%	22%	Inexperiente	20%	80%
Total geral	77%	23%	Total geral	22%	78%
Resultados Kahneman e Tversky (1979)			Resultados Kahneman e Tversky (1979)		
	86%	14%		8%	92%
Problema 4	(3.000, 2%)	(6.000, 1%)	Problema 8	(- 3.000, 2%)	(- 6.000, 1%)
	A	B		A	B
Experiente	42%	58%	Experiente	54%	46%
Inexperiente	32%	68%	Inexperiente	53%	47%
Total geral	33%	67%	Total geral	53%	47%
Resultados Kahneman e Tversky (1979)			Resultados Kahneman e Tversky (1979)		
	27%	73%		70%	30%

Fonte: Elaborada pelos autores.

No que diz respeito às preferências dos investidores para os problemas 2 e 6, 58% dos investidores experientes apresentaram aversão ao risco no campo dos ganhos e 54% demonstraram propensão ao risco no campo das perdas. Todavia, 60% dos investidores inexperientes apresentaram aversão ao risco no campo dos ganhos e em menor porcentagem que os experientes, 53% demonstraram propensão ao risco no campo das perdas.

Dessa forma, verifica-se que os investidores inexperientes foram afetados pelo efeito reflexo de forma diferente também nos problemas 1 e 6 onde no campo dos ganhos, quando ganhar passou a ser possível, mas não provável, houve uma preferência maior pela alternativa

que oferecia o maior ganho para os investidores inexperientes. No entanto, no campo das perdas, houve uma preferência maior pela alternativa que oferecia a menor perda para os investidores experientes.

Quanto às preferências dos investidores para os problemas 3 e 7, 67% investidores experientes preferiram no problema 3, a alternativa com menor valor, porém com grande probabilidade de acontecer. No entanto, para o problema 7, 63% dos investidores experientes assinalaram a alternativa com maior valor, porém com menor possibilidade de acontecer no campo das perdas. Porém, 78% dos investidores inexperientes preferiram no problema 3 a alternativa com menor valor, mas com maior possibilidade de acontecer e no problema 7, 80% dos investidores inexperientes assinalaram a alternativa com maior valor, porém com menos possibilidade de acontecer no campo das perdas. Dessa forma, verifica-se que nos problemas 3 e 7, investidores experientes e inexperientes foram afetados de forma diferente.

No que tange às preferências dos investidores para os problemas 4 e 8, 42% dos investidores experientes preferiram apostar em um valor maior, porém com menos probabilidade de ocorrer no campo dos ganhos e 54% decidiram apostar em um valor menor, no entanto com mais probabilidade de ocorrer para o campo das perdas.

Todavia, 32% dos investidores inexperientes preferiram apostar em um valor maior, no entanto com menor probabilidade de ocorrer no campo dos ganhos, 53% decidiram apostar em um valor menor, todavia com maior probabilidade de ocorrer. Dessa forma, observa-se nos problemas 3 e 7 que os investidores experientes e inexperientes foram afetados de forma diferente.

Nesta perspectiva, para se confirmar a diferença de suscetibilidade encontrada entre os investidores experientes e inexperientes, participantes da pesquisa, foi necessário analisar as escolhas das questões de probabilidades positivas e negativas para a totalidade dos problemas aplicados.

A análise das respostas dos problemas 1 a 4 ocorreu da seguinte maneira, primeiramente somaram-se as respostas das alternativas BAAB dos investidores experientes e inexperientes, alocadas separadamente em duas colunas. Na sequência, dividiu-se o resultado pelo número de questões, nesse caso quatro e, em seguida, dividiu-se pelo número de investidores.

A mesma metodologia foi utilizada para a análise das respostas dos problemas 5 a 8 onde, primeiramente somaram-se as respostas das alternativas ABBA dos investidores experientes e inexperientes, alocadas separadamente em duas colunas. Na seqüência, dividiu-se o resultado pelo número de questões, nesse caso quatro e, em seguida, dividiu-se pelo número de investidores. Logo, os resultados encontrados podem ser observados conforme tabela 7.

TABELA 7 - Aversão ao risco *versus* Propensão ao risco entre investidores experientes e inexperientes

Efeito Reflexo %	Aversão ao risco	Propensão ao risco
	Problemas 1 a 4	Problema 5 a 8
	BAAB	ABBA
Experientes	61,46%	55,21%
Inexperientes	72,60%	67,47%
Total	71,50%	66,26%

Fonte: Elaborada pelos autores.

Conforme a tabela 7 verifica-se que investidores tendem apresentar menos aversão ao risco no campo dos ganhos se comparados aos investidores inexperientes onde 61,46% dos investidores experientes apresentaram aversão ao risco contra 72,60% dos inexperientes que apresentaram aversão ao risco.

Da mesma forma, observa-se que investidores experientes tendem apresentar menos propensão ao risco no campo das perdas se comparados aos investidores inexperientes onde 55,21% dos investidores experientes apresentaram propensão ao risco contra 67,47% dos inexperientes que apresentaram propensão ao risco.

Em relação à suscetibilidade ao efeito reflexo, segundo a tabela 8 observa-se no acumulado das probabilidades positivas e negativas que 58,33% dos investidores experientes apresentaram suscetibilidade ao efeito reflexo contra 70,03% dos investidores inexperientes confirmando a segunda hipótese investigada na presente pesquisa onde prevê que investidores inexperientes são mais afetados pelo efeito reflexo.

TABELA 8 - Suscetibilidade ao efeito reflexo em percentuais

Efeito Reflexo %	Probabilidades Positivas e Negativas
	Problemas 1 a 8
Experientes	58,33%
Inexperientes	70,03%
Total	68,88%

Fonte: Elaborada pelos autores.

Com o intuito de verificar a homogeneidade das respostas dos investidores experientes e inexperientes calculou-se o desvio padrão do acumulado da aversão e propensão ao risco dos investidores experientes e inexperientes em decisões de investimento sob risco.

Mediante a observação do desvio padrão de 0,1006, calculado do acumulado das escolhas dos investidores experientes observa-se que as preferências dos investidores experientes apresentam menos homogeneidade quando comparadas com as escolhas dos investidores inexperientes onde obteve-se o desvio padrão de 0,0395, calculado do acumulado das escolhas dos investidores inexperientes.

Diante disso, além dos investidores experientes apresentarem menos suscetibilidade ao efeito reflexo, suas decisões possuem um consenso menor que as escolhas dos investidores inexperientes em decisões de investimentos sob risco.

Dessa forma, observa-se que as duas hipóteses investigadas, no presente estudo, foram confirmadas na qual a maioria dos investidores tendem a episódios de racionalidade limitada quando tomam decisões em situações de incerteza e que investidores inexperientes tendem a apresentar mais suscetibilidade ao efeito reflexo.

Portanto, assim como a pesquisa de List (2004), o presente estudo demonstrou que a experiência dos investidores em investimentos exerce influência no que tange à ocorrência de racionalidade limitada. Todavia, o comportamento financeiro apresentado pelos investidores experientes, participantes da presente pesquisa, está distante do desejado conforme o modelo clássico do agente econômico descrito na TUE.

Em suma, a argumentação de List (2004) quando assegura que as pessoas, ao adquirirem experiência de mercado, apresentam seu comportamento conforme o modelo econômico clássico e que a Teoria do Prospecto apenas organiza adequadamente o comportamento das pessoas inexperientes em investimentos é plausível de questionamentos.

5 CONCLUSÕES

A investigação central do artigo foi saber se investidores experientes apresentam menos episódios de racionalidade limitada se comparados aos investidores inexperientes. Diante do exposto nos resultados, pode-se inferir que tanto o investidor experiente como o inexperiente nem sempre se mantêm racionais em decisões de investimento sob risco.

Todavia, com base nos resultados, investidores experientes apresentaram menos episódios de racionalidade limitada e dessa forma, permite-se supor que ao adquirem experiência em investimentos, os investidores apresentam menos episódios de racionalidade limitada a medida que tomam mais decisões que se harmonizam com o comportamento do agente econômico defendido pela TUE.

Nesse sentido, ao adotar o pressuposto que o investidor inexperiente aprende que está suscetível a episódios de racionalidade limitada a medida que adquire experiência, pode-se conjecturar que por meio da disseminação das Finanças Comportamentais, esses investidores poderão diminuir esses episódios antes mesmo de se tornarem experientes em decisões de investimentos sob risco.

Vale destacar que a presente pesquisa seguiu a definição de investidores experientes e inexperientes segundo o trabalho de Menkhoff, Schmidt e Brozynki (2006) devido ao fato de não ter encontrado outra definição mais específica na literatura pesquisada.

Dessa forma, dentre as dificuldades encontradas destaca-se o fato de que bastava o pesquisado afirmar que investe há 5 anos, que seria considerado munido de experiência em investimentos, do contrário, aquele que afirmasse investir há 4 anos e 11 meses, seria considerado inexperiente.

Ainda sobre a definição de experiência, é provável que dentre os pesquisados haja investidores que investem há menos de 5 anos, porém já investiram muito mais vezes se comparados a outros investidores que alegam investir há igual ou mais de 5 anos e investiram poucas vezes ao longo desse período.

Em função dessas lacunas, os autores pretendem continuar a pesquisa na busca por uma fonte mais específica sobre experiência em investimentos, no intuito testar novamente as hipóteses pesquisadas no presente estudo.

No que se refere á sugestões para novas pesquisas, a primeira sugestão consiste na criação de um índice para tornar possível a determinação da experiência dos investidores, em investimentos, de forma mais profunda e específica. A segunda sugestão versa na possibilidade de replicação desses estudos, porém, com um diferencial: o de objetivar e reforçar a validade e confiabilidade dos resultados, fazer com que os pesquisados participem de uma nova etapa da pesquisa, contendo outras descobertas que cercam as Finanças Comportamentais. A terceira versa na possibilidade de analisar as respostas dos investidores de forma individual, por meio de teste estatístico avançado, com o intuito de verificar a suscetibilidade ao efeito reflexo quando comparado a características individuais dos investidores.

Além dessas sugestões, recomenda-se diminuir o número de questões no que tange o perfil dos investidores e questionar se o participante da pesquisa conhece a teoria das Finanças Comportamentais. Caso conheça, desconsiderar sua participação, pois poderá causar um viés nos resultados.

REFERÊNCIAS

- BALDO, Dinorá. **Biomarcas nas anomalias da teoria da utilidade esperada**. 2007. Dissertação (Mestrado em Economia)-Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2007.
- BARROS, L. A. B. C.; SILVEIRA, A. M. Excesso de confiança, otimismo gerencial e os determinantes da estrutura de capital. **Revista Brasileira de Finanças**. vol. 6, n. 3, p. 293-334, 2008.
- BERNOULLI, Daniel. Exposition of a new theory on the measurement of risk. Tradução de: Louise Sommer. **Econometrica**, v. 22, p. 23-36, 1954. Reimpressão do original publicado em 1738.
- CARDOSO, Ricardo Lopes; RICCIO, Edson Luiz. Framing effect em um ambiente de informação contábil: um estudo usando a prospect theory. In: ENCONTRO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 2005, Brasília. **Anais...** Rio de Janeiro: ENANPAD, 2005.
- CERETTA, P. S.; VIEIRA, K. M.; MILACH, F. Efeito Dia-da-Semana no Mercado Brasileiro: Uma Análise Sob a Ótica da Liquidez, do Retorno e da Volatilidade. In: EnANPAD, 32, 2008, Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2008. CD-ROM.

CIOFFI, P. L. M.; FAMA, R.; COELHO, P. A. R. Contexto das Finanças Comportamentais: Anomalias e Eficiência do Mercado de Capitais Brasileiro. In XI SEMEAD, 2008, São Paulo. **Anais...** São Paulo: FEA/USP.

COSTA JR. N. C. A.; DASILVA, S.; CUPERTINO, C. M.; GOULART, M. A. O. V. Efeito Disposição e Experiência: um Teste de Laboratório no Brasil. In: EnANPAD, 32, 2008, Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2008. CD-ROM.

DECOURT, R. F.; ACCORSI, A. As Finanças Comportamentais e o Processo de Decisão no Mercado Financeiro Brasileiro. In: ENCONTRO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 2005, Brasília. **Anais...** Rio de Janeiro: ENANPAD, 2005.

DIAS FILHO, P. T.; CAVAZOTTE, C. N. F. S.; VILAS BOAS, O. T. A Influência das Emoções sobre o Efeito Dotação (Endowment Effect). In: EnANPAD, 32, 2008, Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2008. CD-ROM.

EXPO MONEY. **Circuitos de eventos focados na educação financeira e formação de investidores individuais.** Disponível em: <<http://www.expomoney.com.br/2008/default.asp>>. Acesso em: 4 jan. 2009.

FONTE NETO, J. W.; CARMONA, C. U. M. As Finanças Comportamentais e o Mercado Acionário Brasileiro: Evidências do Efeito Pessimismo em Estudos de Eventos com Regressões EGARCH. In: 30º Encontro EnAnpad, 2006, Salvador. **Anais...** Rio de Janeiro: ENANPAD, 2006. CD-ROM.

GAVA, Alexandre Majola; VIEIRA, Kelmara Mendes. Tomada de decisão em ambiente de risco: uma avaliação sob a ótica comportamental. **Read Edição 49**, v. 12, n.1, jan./fev. 2006.

GIL, Antônio Carlos. **Métodos e técnicas de pesquisa social.** 5. ed. São Paulo: Atlas, 1999.

KIMURA, Hebert. Aspectos comportamentais associados às reações do mercado de capitais. **RAE - eletrônica**, v.2, n.1, p. 1-14, jan./ jun. 2003.

KIMURA, H.; BASSO, L. F. C. Finanças Comportamentais: Investigação do Comportamento Decisório dos Agentes Brasileiros. In: ENANPAD, 27., 2003, Atibaia. **Anais...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2003. CD-ROM.

KIMURA, Hebert; BASSO, Leonardo Fernando Cruz; KRAUTER, Elizabeth; Paradoxos em finanças: teoria moderna versus finanças comportamentais. **RAE: Revista de Administração de Empresas.** São Paulo, v.46, n.1, 2006.

KAHNEMAN, Daniel; TVERSKY, Amos. **Prospect theory: an analysis of decision under risk.** *Econometrica*, v. 47, n. 2, p. 263-29, mar. 1979.

LIMA, Murilo Valverde. Um estudo sobre as finanças comportamentais. **RAE – eletrônica**, v. 2, n.1, p. 1-19, jan. /jun. 2003.

LIST, John A. Neoclassical theory versus prospect theory: evidence from the marketplace. **Econometrica** v.72, n.2, p. 615-625, mar. 2004.

MARKOWITZ, Harry. **Portfolio Selection**. New York: American Finance Association. The Journal of Finance, v. 26, n.1, p.77-91, mar.1952.

MARTITS, L. A.; EID JR. W. Aversão a Perdas: Comparação de Decisões de Investimento entre Investidores Individuais e Fundos de Pensão no Brasil. In: EnANPAD, 32, 2008, Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2008. CD-ROM.

MENKHOFF Lukas, SCHMIDT; BROZYNSKI Ulrich Torsten. The impact of experience on risk taking, overconfidence, and herding of fund managers: complementary survey evidence. **European Economic Review**, v. 50, p. 1753–1766, 2006.

MINARDI, Andréa Maria Accioly. Retornos passados prevêm retornos futuros? **RAE-eletrônica**, v.3, n.2, jul./dez, 2004.

RABELO JR., T. S.; IKEDA, R. H. Mercados Eficientes e Arbitragem: um Estudo sob o enfoque das finanças comportamentais. **Revista Contabilidade & Finanças - USP**, São Paulo, n. 34, p. 97 - 107, janeiro/abril 2004.

REINA, D.; NUNES, P. ; MACEDO JUNIOR, J. S. ; REINA, D. R. M. Behavior Finance: Um Estudo Acerca do Conhecimento e Tomada de Decisão dos Formandos em Administração e Ciências Contábeis com Base nos Pressupostos de Higgins. In: 6º. CONTECSI International Conference on Information Systems and Technology Management, 2009, São Paulo. **Anais...** São Paulo: FEA-USP, 2009. CD-ROM.

RICHARDSON, Robert Jarry. **Pesquisa social: métodos e técnicas**. Atlas, 1999.

ROGERS, P.; SECURATO, J. R.; RIBEIRO, K. C. S.; ARAUJO, S. R. Finanças Comportamentais no Brasil: Um Estudo Comparativo In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 7., 2007, São Paulo. **Anais...** São Paulo: FEA/USP, 2007. CD-ROM.

ROESCH, Sylvia Maria Azevedo. **Projetos de estágio e de pesquisa em administração**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2006.

TOMASELLI, T. R.; OLTRAMARI, L. C. Possíveis Contribuições da Teoria das Representações Sociais às Finanças Comportamentais. **REAd - Revista Eletrônica de Administração**. Ed. 56, vol. 13, nº. 2, Mai - Jun de 2007.

SANTOS, J. A. R.; SANTOS, J. O. Mercado de Capitais: Racionalidade X Emoção. In: Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, 4, 2004, São Paulo. **Anais...** São Paulo: FEA/USP, 2004. CD-ROM.

SILVA, Wesley Mendes; BRITO, Thaís F.S.; FAMÁ, Rubens. Amigos-Amigos, Negócios ... (nem tão) à parte: evidências empíricas de efeitos da amizade em transações. In: ENCONTRO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 2007, Rio de JANEIRO. **Anais...** Rio de Janeiro: ENANPAD, 2007. CD-ROM.

VIEIRA, K. M.; GAVA, A. M. Tomada de Decisão em Ambiente de Risco: uma Avaliação sob a Ótica Comportamental. In: ENCONTRO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 2005, Brasília. **Anais...** Rio de Janeiro: ENANPAD, 2005. CD-ROM.

ZINDEL, Márcia Terezinha Longen. **Finanças comportamentais: o viés cognitivo excesso de confiança em investidores e sua relação com as bases biológicas.** 2008. Tese (Doutorando em Pós-Graduação em Engenharia de Produção)-Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2008.