
FINANÇAS COMPORTAMENTAIS NO BRASIL: UM ESTUDO BIBLIOMÉTRICO (2001-2007)*

ARTIGO – FINANÇAS

Thaís Roberta Correia Vieira

Bacharel em Administração pela Universidade Federal do Espírito Santo (UFES)

Participante do PIBIC/UFES

E-mail: thais.rcvieira@gmail.com

Recebido em: 10/7/2009

Aprovado em: 11/8/2009

Antônio Nunes Pereira

Mestrando em Finanças pela Fucape Business School (FUCAPE)

Aluno especial da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da USP

Professor das Faculdades Pitágoras – Campus Guarapari (ES)

E-mail: anpence2004@yahoo.com.br

RESUMO

O presente estudo contribui com o mapeamento preliminar da produção brasileira em Finanças Comportamentais (FC) publicada nos eventos e periódicos Sociedade Brasileira de Finanças (SBFIN), Encontro da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração (ENANPAD), *Revista de Administração de Empresas* (RAE), *RAE eletrônica*, *Revista de Administração* (READ) e *Revista de Administração da Universidade de São Paulo* (RAUSP), com posições A e B no ranking do Qualis (de acordo com a antiga classificação) entre 2001 e 2007. A metodologia do estudo é exploratória, bibliográfica e documental, com ênfase nos fenômenos documentados sobre FC. Como fio condutor da pesquisa, foi utilizado procedimento de síntese a partir da cobertura da hipótese de mercados eficientes (HME), da teoria racional da escolha e das finanças comportamentais. Após os procedimentos da pesquisa, foi possível identificar que a produção científica sobre FC está concentrada no SBFIN e no ENANPAD, com 70% das publicações. Tal fato mostra que o crescimento da publicação em eventos não foi acompanhado pelas revistas, geralmente associadas a um maior rigor metodológico, o que sugere uma necessidade de melhoria da qualidade da publicação na área.

Palavras-chave: Finanças Comportamentais, Bibliometria, Brasil.

BEHAVIORAL FINANCE IN BRAZIL: A BIBLIOMETRIC STUDY (2001-2007)

ABSTRACT

This study contributes to a preliminary survey of Brazilian production in Behavioral Finance (BF) as defined by events and periodicals of the Sociedade Brasileira de Finanças (SBFIN), Encontro da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração (ENANPAD), Revista de Administração de Empresas, Revista de Administração de Empresas eletrônica, Revista de Administração e Revista de Administração da Universidade de São Paulo selected from Qualis rankings A and B between 2001 and 2007. Study methodology is exploratory, bibliographical and documental emphasizing the subject phenomena documented. As a common denominator for research, we used the synthesis procedure from the coverage of the hypothesis of efficient markets, the choice rational theory and behavioral finance. Results

*Registramos especial agradecimento à Prof^a Dr^a Tereza Cristina Jones Carneiro, da Universidade Federal do Espírito Santo, pelo incentivo e considerações de grande valor.

indicated that 70% of the publication on scientific production about BF is concentrated in SBFIN and ENANPAD. Therefore growth of Behavioral Finance activity was not accompanied by the periodicals associated with greater methodological rigor, suggesting a need to improve publication quality in this domain.

Key words: Behavioral Finance, Bibliometric Study, Brazil.

FINANZAS DEL COMPORTAMIENTO EN BRASIL: UNA INVESTIGACIÓN BIBLIOMÉTRICA (2001-2007)

RESUMEN

Este estudio contribuye con la cartografía preliminar de la producción brasileña en las Finanzas del Comportamiento (FC) publicada en los encuentros académicos y revistas Sociedad Brasileña de Finanzas (SBFIN), Encuentro de la Asociación Nacional de Posgrado e Investigación en Administración (ENANPAD), Revista de Administración de Empresas (RAE), RAE Electrónica, Revista de Administración (READ) y Revista de Administración de la Universidad de São Paulo (RAUSP), con posiciones A y B en el ranking Qualis (según la antigua clasificación) entre 2001 y 2007. La metodología del estudio es exploratoria, bibliográfica y documental, con énfasis en los fenómenos documentados sobre FC. La investigación se utilizó del procedimiento de síntesis a partir de la cobertura de la hipótesis de mercados eficientes (HME), de la teoría racional de la elección racional y de las finanzas del comportamiento. Después de los procedimientos de la investigación, fue posible identificar que la producción científica sobre FC está concentrada en el SBFIN y en el ENANPAD, con 70% de las publicaciones. Este hecho muestra que el crecimiento de la publicación en los encuentros académicos no fue seguido por el de los periódicos, en general asociados a un mayor rigor metodológico, lo que sugiere la necesidad de mejorar la calidad de las publicaciones en el área.

Palabras-clave: Finanzas del Comportamiento, Bibliometría, Brasil.

1. INTRODUÇÃO

A história recente dos mercados tem mostrado que a racionalidade nem sempre é o que guia as decisões dos investidores e do “mercado”. Fenômenos como fuga de capitais, bolhas especulativas e alta volatilidade nos preços dos ativos são cada vez mais recorrentes e percebidos pela literatura e pelas pesquisas ao redor do mundo. As finanças comportamentais estudam os fatores sociais e psicológicos que influenciam as decisões que culminam nesses fenômenos. O presente trabalho tem como objetivo mapear os trabalhos realizados no País a respeito desse emergente campo de pesquisa.

No exterior, os primeiros estudos em Finanças Comportamentais datam de meados da década de 1970. As pesquisas surgiram a fim de refutar a Hipótese de Mercados Eficientes (HME), cuja idéia principal é de que os agentes econômicos agem sempre de forma racional e que, por consequência, o mercado também agiria de forma semelhante.

Em contrapartida, as Finanças Comportamentais defendem, baseadas na Psicologia e na Sociologia, que nem sempre os preços dos ativos correspondem ao seu real valor. Isso decorre do fato de que o comportamento dos agentes econômicos, muitas vezes considerado não racional, interfere no valor dos ativos. O mercado, portanto, não poderia ser considerado eficiente.

Diversos fenômenos foram relatados e estudados por profissionais e acadêmicos com o objetivo de sustentar as Finanças Comportamentais. Dentre os fenômenos estudados (bolhas especulativas, subvalorização ou sobrevalorização de ações, influência do tempo no mercado – efeito Segunda-feira e *SunnyDay*), alguns foram replicados no Brasil com a finalidade de contextualizá-los em âmbito nacional e, consequentemente, agregar informações e complementá-los.

Este trabalho propõe-se a mapear a produção acadêmica desse campo de estudo, especificamente os artigos publicados nos eventos Encontro da Sociedade Brasileira de Finanças (SBFIN) e Encontro da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração (ENANPAD), por representarem a vitrine da produção acadêmica brasileira em Finanças e Administração, respectivamente. Também foram coletados artigos dos periódicos de Administração

classificados em A ou B, de acordo com a antiga classificação do QUALIS-CAPEL.

Este estudo é importante porque as finanças comportamentais propõem-se a explicar o comportamento não racional dos investidores, que implica anomalias comuns no mercado. A teoria de que os agentes econômicos se comportam racionalmente não é mais capaz de camuflar essas anomalias e as crises econômicas. A atual crise econômica é uma evidência disso – é consenso que bancos e investidores imobiliários americanos não tomaram decisões racionais e a consequência foi a recessão. Sobre a crise, Shiller (2009) comenta: “é um espanto o fato de que tão poucos economistas tenham previsto a crise atual, e as dificuldades que a profissão tem encontrado para oferecer soluções agora são um sinal claro do fracasso da teoria convencional” (SHILLER, 2009:7). Nesse contexto, as finanças comportamentais se fortalecem porque suas teorias explicam a influência de fatores sociais e, principalmente, psicológicos sobre esses problemas.

O artigo estrutura-se da seguinte forma: a primeira etapa consiste em uma sucinta revisão da literatura nacional e internacional nesta área de pesquisa. A etapa posterior descreve o estado desse campo de estudos no País e os principais autores nos quais esses estudos são embasados. Por fim, há a recomendação de estudos realizados que ainda não foram explorados no contexto brasileiro.

2. FINANÇAS COMPORTAMENTAIS: UMA BREVE VISÃO

Finanças comportamentais “é o estudo de como a psicologia afeta a tomada de decisão financeira e os mercados financeiros”, segundo definição de Shefrin (2001 *apud* BARBEDO; CAMILO-DASILVA, 2008:99). Esta área de pesquisa se concentra na compreensão do comportamento dos investidores e de como seu comportamento impacta no mercado financeiro (BERNSTEIN, 2008).

Este campo de estudo teve como berço a Universidade Hebraica de Jerusalém, quando dois professores de Psicologia, Daniel Kahneman e Amos Tversky, desenvolveram estudos que acusavam as lacunas do modelo racional de tomada de decisão. As pesquisas de Kahneman renderam-lhe o prêmio Nobel de Economia em 2002. Acerca do modelo oriundo da economia clássica,

Kahneman discorre: “o fracasso do modelo racional... decorre do tipo de cérebro por ele exigido. Quem conseguiria projetar um cérebro capaz de atuar da maneira prevista pelo modelo? Cada um de nós teria de conhecer tudo, de maneira completa e imediata” (KAHNEMAN *apud* BERNSTEIN, 2008:5).

Os trabalhos de Kahneman e Tversky introduziram a idéia central das Finanças Comportamentais de que o comportamento dos investidores, na maioria das vezes, não corresponde ao que está previsto nos modelos da economia clássica (LINTZ, 2004).

A natureza do homem passa a ser vista sob o prisma da racionalidade limitada ou *bounded rationality*, desenvolvida por Herbert Simon no final da década de 40. Esse modelo concebe o ser humano como limitado, incapaz de absorver e processar todas as informações disponíveis (MOTTA, 2006). O processo decisório é, então, baseado em critérios subjetivos relacionados às crenças, valores e experiências passadas. Os estudos nesse novo ramo das Finanças têm considerado as limitações intrínsecas dos agentes econômicos, os vieses comportamentais e a forma pela qual estes podem interferir na dinâmica do mercado.

As Finanças Comportamentais desafiam o paradigma da HME ao afirmar que o nível dos preços é mais do que o reflexo das informações disponíveis. Shiller (2000) alega que o mercado é modelado pelas decisões dos investidores, as quais, por sua vez, são influenciadas pela conjugação de fatores classificados em estruturais, culturais e psicológicos.

Em relação aos fatores culturais, esse autor escreve que estes possuem natureza transitória e influenciam o comportamento do mercado em determinados momentos históricos. Os fatores citados por ele são a mídia e o pensamento econômico em determinadas eras.

A mídia é atraída ao mercado de ações por ser este uma fonte constante de notícias. Muitas vezes ela potencializa a importância de determinados movimentos no mercado. Ela ainda representa a interpretação do senso comum e, por isso, é capaz de moldar o pensamento das pessoas e determinar o comportamento do mercado (SHILLER, 2000). Prova disso foi a queda do mercado de ações em outubro de 1987. Pesquisas realizadas por Shiller

(2000) e Brady (1987 *apud* SHILLER, 2000) mostraram que a mídia não teve tanta influência nesse episódio, mas o *feedback* feito por ela a respeito das variações dos preços das ações estimulou outras mudanças no mercado.

O pensamento econômico em determinadas eras também condiciona o comportamento dos investidores. Na década de 1960, por exemplo, as pessoas acreditavam que a inflação pressionava os preços das ações para cima, enquanto na década de 1990 elas criam que o efeito da inflação seria o oposto. Shiller (2000) justifica esse acontecimento com o argumento de que o valor dos ativos é formado na mente dos investidores.

Os fatores psicológicos são divididos por Shiller (2000) em dois tipos de âncoras: as quantitativas e as morais. O primeiro tipo é composto de indicadores que sinalizam se o ativo está sobre ou subvalorizado. Já as âncoras morais estão relacionadas à intuição, à emoção e à maneira pela qual estas afetam as decisões.

3. HME E FC: UMA PROPOSTA DE SÍNTESE

A HME e as FC configuram-se de forma oposta. A primeira é uma tese, considerada um paradigma, enquanto a segunda é uma antítese que se esforça por tentar quebrar o paradigma clássico. Essa rica discussão entre a Hipótese de Mercados Eficientes e as Finanças Comportamentais compõe um movimento teórico, e a literatura sinaliza o início de uma possível síntese, isto é, uma futura conjugação de elementos de ambas as teorias.

A Hipótese de Mercados Eficientes (HME) foi a primeira teoria a tentar explicar os motivos pelos quais o mercado é difícil de ser superado. Apesar de seus pressupostos de racionalidade serem questionados e cada vez mais fenômenos e pesquisas empíricas abalarem suas estruturas, esse paradigma da economia tradicional é composto de um vasto arcabouço teórico de alta qualidade e ainda possui muitos adeptos. Vale ressaltar que mesmo defensores das finanças comportamentais ponderam que alguns trabalhos da linha tradicional são parcialmente válidos; logo, a HME merece ser levada a sério mesmo por aqueles que não concordam com ela (SHILLER, 2000; MILANEZ, 2003).

As Finanças Comportamentais trabalham com uma ideia central oposta à HME: o homem possui limitações cognitivas, ou seja, racionalidade limitada. O cenário econômico atual é mais uma evidência de que essa teoria também merece ser levada a sério, visto que é consenso que bancos e investidores imobiliários americanos não tomaram decisões racionais, e a consequência foi a recessão.

Bernstein (2008) afirma que as Finanças Comportamentais não invalidam a teoria tradicional, antes a fortalecem, uma vez que estudam anomalias não previstas pela HME. Segundo ele, o desenvolvimento dessa nova teoria surgiu a fim de aparar as arestas de sua antecedente.

Então, não convém desprezar uma ou outra teoria, porque nenhuma delas separadamente é capaz de explicar a realidade dos mercados em sua plenitude. Sobre isso, Shiller (2000:39) discorre: “os economistas certamente fizeram progresso sobre a compreensão dos mercados financeiros, mas a complexidade da vida real continua a prevalecer”. Bernstein (2008) acrescenta que a evolução das pesquisas empíricas nesta área apresenta um alto grau de dificuldade, e que a natureza dos resultados é controversa porque os dados coletados normalmente advêm de estimativas, são incertos e sujeitos a revisões.

Thaler (1986), defensor das finanças comportamentais, argumenta que são falsas as seguintes proposições: 1) Modelos racionais são inúteis; e 2) Todo comportamento é racional. De acordo com ele, os dois lados do debate sempre terão seu lugar e cada um tenderá a deturpar o outro. Mas, se todos concordarem que essas duas afirmações são falsas, as duas teorias poderão caminhar juntas para a explicação da realidade e não serão utilizadas de forma ineficaz, uma repudiando a outra.

4. METODOLOGIA

A natureza metodológica do presente estudo é descritiva, bibliográfica e documental. O método descritivo propõe-se a descrever um cenário por meio de dados numéricos. Os documentos analisados foram os artigos extraídos de uma pesquisa bibliográfica sobre FC, publicados nos periódicos de Administração classificados em A ou B no Qualis, em março de 2009, e nos eventos Encontro da Associação Nacional de Pós-graduação e Pesquisa em Administração (ENANPAD) e Encontro da Sociedade Brasileira de Finanças (SBFin). Os eventos Encontro SBFin e ENANPAD foram selecionados por representarem as vitrines das produções acadêmicas em Finanças e Administração, respectivamente. Vale ressaltar que esse levantamento foi realizado em março de 2009, antes da reformulação da classificação dos periódicos do QUALIS – CAPES.

Na pesquisa bibliográfica foram encontrados artigos do período de 2001 a 2007. A coleta foi realizada mediante busca eletrônica nos respectivos *sites* dos periódicos e eventos. Foram coletados todos os artigos em cujo campo palavras-chave constava “Finanças Comportamentais”.

Dos periódicos, apenas quatro possuíam artigos sobre Finanças Comportamentais, a saber: *Revista de Administração de Empresas* (RAE) da Fundação Getúlio Vargas (FGV), *Revista Eletrônica de Administração de Empresas* (RAE Eletrônica) também da FGV, *Revista de Administração da Universidade de São Paulo* (RAUSP) e *Revista de Administração* (READ) da Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS). Nos dois eventos, Encontro SBFin e ENANPAD, havia artigos sobre o tema.

Foram encontrados 20 artigos com a palavra-chave “Finanças Comportamentais” (Tabela 1): dez no Encontro SBFin, quatro no ENANPAD, um na RAE, dois na RAE Eletrônica, um na RAUSP e dois na READ.

Tabela 1: Total de Artigos Publicados no Brasil

Evento/ Periódico	Quantidade
Encontro SBFIN	10
EnANPAD	4
ERA	1
RAE Eletrônica	2
RAUSP	1
READ	2
Total	20

Fonte: Dados coletados.

Todos os documentos foram lidos, e seus objetivos, metodologia e conclusão foram separados em uma tabela. A partir desse panorama fez-se uma classificação epistemológica dos artigos, de forma semelhante ao trabalho realizado por Dalmoro *et al.* (2007) sobre a dominância epistemológica das publicações do ENANPAD no ano de 2006. Dessa forma, os artigos foram classificados em empírico, qualitativo, qualitativo-quantitativo ou estudo teórico.

Para o levantamento das principais fontes utilizadas pelos autores brasileiros, foi utilizada a abordagem bibliométrica. Todas as referências dos artigos foram separadas em uma planilha. Ao todo, foram contabilizadas 667 referências, uma média de 33,35 referências por artigo. A maior dificuldade desta etapa foi discernir algumas referências, visto que nenhum artigo as apresentava de acordo com as normas da Associação Brasileira de Normas Técnicas (ABNT).

Primeiro, foram contabilizados os autores principais com maior número de ocorrência. Após essa primeira listagem, foram contadas quantas vezes os autores que compunham a lista foram citados nas referências, independentemente de serem autores principais ou não.

As referências foram separadas em referências em língua portuguesa e em língua estrangeira, para distinguir se as fontes de pesquisa mais utilizadas seriam os trabalhos do exterior ou os nacionais e quais autores brasileiros seriam mais utilizados nas pesquisas nacionais. É importante lembrar que os autores mais referenciados foram extraídos do

tópico “referências” de cada trabalho, e não do corpo do texto.

Por fim, listaram-se os autores, principais ou não, dos artigos coletados, a fim de averiguar a existência de alguma liderança nas pesquisas brasileiras.

Os métodos apresentados, utilizados para guiar esta pesquisa, geraram os resultados expostos a seguir.

5. RESULTADOS

5.1. A Produção Acadêmica de Finanças Comportamentais no Brasil

Um estudo da Universidade de Michigan (*apud* BERNSTEIN, 2008) sobre os trabalhos publicados em importantes periódicos de Economia no período compreendido entre 1971 e 2006, citados mais de trinta e cinco vezes, revelou que, na década de 1970, 77% dos trabalhos mais citados eram teóricos e 11% eram empíricos. Em contrapartida, 60% dos trabalhos a partir do final do século XX eram empíricos, 11% teóricos e 29% de metodologia econométrica. Bernstein (2008) atribui a mudança de foco metodológico nas pesquisas em Finanças ao computador e aos *softwares* cada vez mais avançados tecnicamente para analisar os dados.

Acompanhando essa tendência, como mostra a Tabela 2, a maioria dos artigos nacionais sobre finanças comportamentais é empírica: dos 20 artigos, 14 são empíricos, o que corresponde a 70%, enquanto 25% (5 artigos) são ensaios teóricos e 5% (1 artigo) são qualitativos.

Tabela 2: Predominância Epistemológica dos Artigos

Predominância	Frequência	Frequência %
Empírico	14	70%
Qualitativo	01	5%
Qualitativo/ Quantitativo	-	-
Estudo Teórico	05	25%
Total	20	100%

Fonte: Dados coletados.

A Tabela 3 apresenta a classificação epistemológica de acordo com o evento/periódico. O ENANPAD e a RAE Eletrônica são as categorias que possuem maior balanceamento epistemológico de publicações em Finanças Comportamentais, com 50% de estudos empíricos e 50% de estudos teóricos. As publicações do Encontro SBFIN

radicalizam a metodologia empírica – todos os artigos utilizam métodos quantitativos. Apenas os periódicos RAE e READ não apresentaram pesquisas empíricas. A RAE apresentou um estudo teórico e a READ foi a única a apresentar um estudo qualitativo, além de um ensaio teórico.

Tabela 3: Predominância Epistemológica por Evento/ Periódico

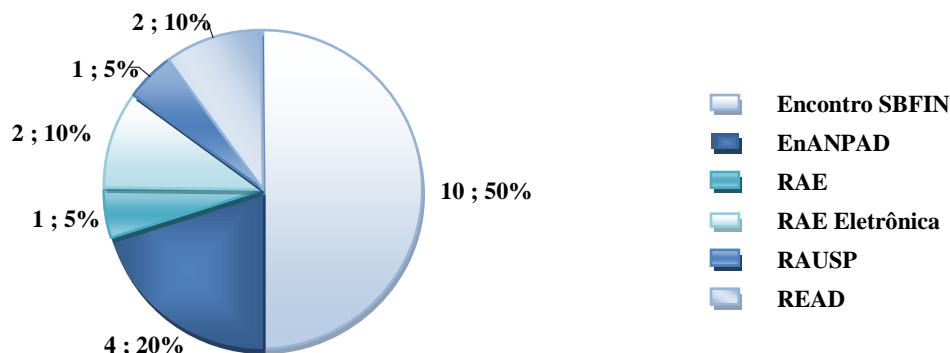
	Empírico		Qualitativo		Qualitativo/ Quantitativo		Estudo Teórico	
	Frequência	%	Frequência	%	Frequência	%	Frequência	%
Encontro SBFIN	11	100%	-	-	-	-	-	-
EnANPAD	02	50%	-	-	-	-	02	50%
RAE	-	-	-	-	-	-	01	100%
RAE Eletrônica	01	50%	-	-	-	-	01	50%
RAUSP	01	100%	-	-	-	-	-	-
READ	-	-	1	50%	-	-	01	50%
Total	15	-	01	-	-	-	05	-

Fonte: Dados coletados.

No Gráfico 1, observa-se que há maior concentração de artigos (50%) no Encontro SBFIN. O ENANPAD, com 20% dos artigos publicados, é o segundo evento que mais publica na área. As publicações sobre Finanças Comportamentais em eventos são em maior número do que em

periódicos: 70% aparecem em eventos e 30% em periódicos. Em relação aos periódicos, a *Revista de Administração de Empresas* (RAE) Eletrônica e a *Revista de Administração* (READ) da Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS) lideram a publicação de estudos, com 10% cada uma.

Gráfico 1: Finanças Comportamentais: Cobertura por Anais e Periódicos A e B do Qualis (2001-2007)



A Tabela 4 apresenta a relação de artigos publicados por ano e sua frequência porcentual. O auge da produção nacional em Finanças Comportamentais foi no ano de 2006, com 35% dos artigos. Após 2006, a maior produção foi no ano de 2007 (25%), seguido de 2003 (quatro artigos – 20%). Os anos de 2001 e 2005 foram os de menor produção: dois artigos (10%) em cada ano.

No período de 2001 a 2007, com exceção dos anos de 2002 e 2004, vinte artigos foram publicados. Ainda assim, ao longo do tempo houve um aumento na publicação de estudos. Nos últimos dois anos do período compreendido, 2006 e 2007, foram publicados sete e cinco artigos, respectivamente.

Tabela 4: Relação de Artigos Publicados por Ano

Ano	Frequência	Frequência %
2001	02	10%
2002	-	-
2003	04	20%
2004	-	-
2005	02	10%
2006	07	35%
2007	05	25%
Total	20	100%

Fonte: Dados coletados.

A Tabela 5 mostra a relação de artigos publicados por ano e por evento/periódico. No primeiro ano com registro documental, 2001, observa-se um equilíbrio de publicações entre evento e periódico: um artigo publicado no SBFin e outro na ERA. Em 2003, o próximo ano a ter publicações sobre o tema, os periódicos apresentam mais artigos em Finanças Comportamentais: um artigo na RAUSP, dois na RAE Eletrônica e um no ENANPAD. No ano de 2004, assim como em 2002,

não foram encontrados estudos na área. Já em 2005, dois artigos foram publicados no SBFin. Em 2006, quatro artigos foram publicados no SBFin, dois no ENANPAD e um na READ. Em 2007, assim como em 2005 e 2006, os eventos lideraram a publicação: três artigos no SBFin, um no ENANPAD e um na READ. Assim, o desenvolvimento da publicação documental em finanças comportamentais é também sintetizada na Tabela 5.

Tabela 5: Artigos Publicados no Brasil sobre Finanças Comportamentais

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	TOTAL	%
Encontro SBFIN	1	-	-	-	2	4	3	10	50,0%
EnANPAD	-	-	1	-	-	2	1	4	20,0%
RAE	1	-	-	-	-	-	-	1	5,0%
RAE Eletrônica	-	-	2	-	-	-	-	2	10,0%
RAUSP	-	-	1	-	-	-	-	1	5,0%
READ	-	-	-	-	-	1	1	2	10,0%
Total	2	-	4	-	2	7	5	20	100,0%

Fonte: Dados coletados.

As referências dos estudos nacionais documentados revelam que, no Brasil, os pesquisadores se baseiam mais nos trabalhos internacionais. Das 602 referências extraídas dos artigos, apenas 70 são de língua portuguesa. Vale ressaltar que isso não significa que são todas nacionais, já que algumas delas são traduções de livros ou trabalhos publicados em outros países.

Nas referências internacionais, foram identificados nove autores mais citados (Tabela 6). Os três autores mais citados são Kahneman, com 50

citações; Thaler, com 38 citações; e Tversky, com 37 citações. Os precursores da área são Kahneman e Tversky. Já Thaler é um de seus discípulos. O quarto autor mais citado é Fama, um dos autores mais importantes da HME. Normalmente, antes de exporem as ideias das FC, os artigos descrevem a HME para justificar o surgimento da teoria que a contrapõe. O quinto mais citado é Shleifer, seguido de De Bondt, Barberis, Shefrin e Shiller, todos defensores das FC.

Tabela 6: Autores Internacionais mais Recorrentes nas Referências

	Autores	Repetições
1°	KAHNEMAN, D.	54
2°	THALER, R. H.	41
3°	TVERSKY, A.	40
4°	FAMA, E.	32
5°	SHLEIFER, A.	16
6°	DE BONDT, W. F. M.	12
7°	BARBERIS, N.	12
8°	SHEFRIN, H. M.	11
9°	SHILLER, R. J.	10

Fonte: Dados coletados.

Não foi possível identificar um trabalho mais referenciado, pois foram citados vários trabalhos de um mesmo autor. Algumas vezes, trabalhos de mesmo título foram bastante citados, mas as datas e as fontes não eram compatíveis. Não foi possível verificar se isso ocorreu por erro na descrição da referência ou se, de fato, foram publicados artigos com o mesmo título em diferentes fontes.

A Tabela 7 apresenta os cinco autores nacionais mais referenciados nos artigos. Os autores mais citados foram Milanez e Kimura, com três citações,

seguidos por Bruni, Famá e Procianny. O trabalho mais citado dentre os de língua portuguesa (três citações) foi a dissertação de mestrado em Economia defendida na Universidade de São Paulo por Milanez: *Finanças Comportamentais no Brasil*. Observa-se que a quantidade de vezes que os autores brasileiros são citados é ínfima se comparada ao número de vezes do mais citado dos autores internacionais: Kahneman aparece cinquenta vezes.

Tabela 7: Autores Brasileiros mais Referenciados

	Autores	Referências
1º	MILANEZ, Daniel Yabe.	3
2º	KIMURA, Herbert.	3
3º	FAMÁ, Rubens.	2
4º	BRUNI, Adriano L.	2
5º	PROCIANOY, Jairo Laser.	2

Fonte: Dados coletados.

Os autores que mais publicaram artigos em amostra, foram Kimura, com três artigos, e Basso, Finanças Comportamentais, considerando-se a Battisti e Pacheco, com dois artigos (Tabela 8).

Tabela 8: Autores que mais Publicaram Artigos no Brasil

	Autores	Artigos
1º	KIMURA, Herbert.	3
2º	BASSO, Leonardo Fernando Cruz.	2
3º	BATTISTI, Jolanda E. Ygosse.	2
4º	PACHECO, Julia A. S. von Maltzan.	2

Fonte: Dados coletados.

Por fim, os fenômenos estudados no Brasil estão listados na Tabela 9.

Tabela 9: Fenômenos estudados no Brasil

Artigo	Fenômeno
FRANCO, Delano. Projeções de lucros sistematicamente exageradas: um estudo para o Brasil	O exagero de analistas de empresas nas expectativas sobre o mercado.
KIMURA, Herbert; BASSO, Leonardo Fernando Cruz. Finanças Comportamentais: investigação do comportamento decisório dos agentes brasileiros	Replicação, em uma amostra brasileira, dos experimentos seminiais de Kahneman e Tversky (1979) direcionados mais especificamente para decisões financeiras.
FERREIRA, Caio Fonseca; YU, Abraham Sin Oih. Todos acima da média: excesso de confiança em profissionais de finanças	As discrepâncias entre os pressupostos comportamentais das teorias tradicionais em Finanças e o comportamento real dos agentes em previsões e julgamentos de natureza financeira.
OLIVEIRA, Raquel de Freitas; CARRETE, Liliam Sanchez. Estudo empírico sobre a previsibilidade do retorno de mercado no Brasil	A possibilidade de previsão do prêmio do retorno futuro do índice representativo do mercado brasileiro, baseada em retornos passados de carteiras de ações do tipo <i>glamour</i> ou <i>growth</i> , que são ações de baixo índice <i>book-to-market</i> .
DECOURT, Roberto Frota; ACCORSI, André. As finanças comportamentais no Brasil e os investimentos no mercado financeiro brasileiro	Os efeitos doação e disposição, o temor em relação ao arrependimento e a variação das escolhas de acordo com a abordagem dada ao investimento.

Artigo	Fenômeno
<p>BARROS, Lucas Ayres Barreira de Campos; SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da; SILVEIRA, Héber Pessoa da. Excesso de confiança, otimismo gerencial e os determinantes da estrutura de capital</p>	<p>A influência dos vieses cognitivos do excesso de confiança e otimismo nas decisões de estrutura de capital nas empresas.</p>
<p>IGLESIAS, Martin Casals; BATTISTI, Jolanda E. Ygosse; PACHECO, Julia von Maltzan. O comportamento do investidor brasileiro na alocação de ativos</p>	<p>A alocação de investimentos no mercado acionário brasileiro do investidor pessoa física.</p>
<p>CUPERTINO, Cesar Medeiros; COELHO, Reinaldo de Almeida; MENEZES, Emílio Araújo; MACEDO, Jurandir Sell. A heurística da representatividade e o desempenho de variáveis contábeis: testando o viés em dados de empresas brasileiras</p>	<p>A heurística da representatividade em retornos de ações sob o enfoque de três variáveis contábeis: receitas de vendas, lucros operacionais e lucro líquido.</p>
<p>KARSTEN, Jan Gunnar; BATTISTI, Jolande E. Ygosse; PACHECO, Julia A. S. von Maltzan. O Efeito Disposição: um estudo empírico no Brasil</p>	<p>O Efeito Disposição em investidores, pessoas físicas e pessoas jurídicas institucionais e não-institucionais da BOVESPA entre 2001 e 2004.</p>
<p>MENDES-DA-SILVA, Wesley; ROCHA, Paulo Glicio da. Análise empírica do senso de controle: buscando entender o excesso de confiança</p>	<p>Associações entre idade e senso de controle, com análise dos efeitos mediadores de outras características pessoais sobre essa associação.</p>
<p>FONTE, Jayme Wanderley Neto da; CARMONA, Charles Ulises de Montreuil. As Finanças Comportamentais e o Mercado Acionário Brasileiro: evidências do efeito pessimismo em estudos de eventos com regressões EGARCH</p>	<p>O comportamento do mercado acionário brasileiro e as suas reações a divulgações de notícias macroeconômicas de relevância (IPCA, PIB trimestral e taxa Selic).</p>
<p>GAVA, Alexandre Majola; VIEIRA, Kelmara Mendes. Tomada de decisão em ambiente de risco: uma avaliação sob a ótica comportamental</p>	<p>A tomada de decisão sobre risco e, em especial, a maneira pela qual os resultados anteriores podem afetar a decisão corrente. E avaliação da influência do perfil do entrevistado, identificado a partir de variáveis como sexo, idade, renda e instrução, na tomada de decisão.</p>

Artigo	Fenômeno
IQUIAPAZA, Robert Aldo; BRESSAN, Aureliando Angel; AMARAL, Hudson Fernandes. Previsão não-linear de retorno na BOVESPA: efeito do volume negociado em um modelo auto-regressivo de transição suave	Se o volume negociado do ativo tem algum poder preditivo sobre a dinâmica não linear dos retornos futuros no mercado brasileiro de ações.
PINHEIRO, Felipe de Oliveira Derzi; GOMES, Frederico Pechir; BRANDI, Vinicius Ratton. Demanda por Aplicações Financeiras: uma investigação sobre os depósitos de poupança no Brasil	As determinantes dos fluxos associados à poupança, tendo em vista seus efeitos tanto sobre as políticas definidas pelos órgãos reguladores quanto sobre as estratégias de negócio determinadas pelas instituições financeiras.
SANTOS, José Odálio dos; FAMÁ, Rubens; TRAVÃO, Ricardo; MUSSA, Adriano. Anomalias do Mercado Acionário Brasileiro: a verificação do Efeito Janeiro no Ibovespa no período de 1969 a 2006	A existência do Efeito Janeiro no mercado acionário brasileiro.

Fonte: Dados coletados.

6. CONSIDERAÇÕES FINAIS E DIRETRIZES PARA ESTUDOS FUTUROS

O objetivo deste trabalho foi mapear a produção acadêmica em Finanças Comportamentais no Brasil tanto em periódicos de Administração com antiga classificação A ou B no Qualis quanto nos eventos ENANPAD e SBFin. Para isso, foi feita uma descrição da amostra e um estudo bibliométrico das referências extraídas dos artigos.

Também foi realizada uma breve revisão da literatura e uma reflexão sobre um possível redirecionamento das pesquisas na área: ao invés de as duas teorias, a Hipótese dos Mercados Eficientes e a FC, continuarem a se contrapor, sugere-se a tentativa de conjugação de elementos de ambas, ou seja, caminhar em direção a uma síntese.

Nos resultados, é patente a discrepância entre os percentuais relativos às pesquisas empíricas (70%), às qualitativas (5%) e ao ensaio teórico (25%). O perfil epistemológico da área de Finanças já fora certa vez identificado no trabalho de Dalmoro *et al.*

(2007). Os dados mostraram que 74% dos trabalhos publicados no ENANPAD em 2006 foram quantitativos, 6% qualitativos, 3% qualitativo-quantitativos e 21% teóricos. Por se tratar da área de Finanças, é comum que haja forte presença da metodologia empírica, dada a preferência dos pesquisadores por trabalhar com dados cuja análise quantitativa configura-se como a consensualmente mais adequada.

No entanto, é importante ressaltar que as finanças comportamentais estudam o comportamento do investidor e isso não pode ser feito somente a partir da inferência de dados numéricos. A proposta deste campo emergente é incorporar a Sociologia e Psicologia nas Finanças. Embora a pesquisa empírica seja relevante, é necessário também maior contribuição da pesquisa qualitativa, uma vez que esta pode captar elementos que a pesquisa empírica não consegue, e a recíproca é verdadeira. Enfim, os autores deste artigo defendem que um maior equilíbrio metodológico poderá enriquecer mais os estudos em Finanças Comportamentais no Brasil. Além da convicção de que as abordagens quantitativas e qualitativas são complementares, há a expectativa de que ocorram descobertas de

fenômenos genuinamente nacionais. Cabe salientar que pesquisas exploratórias e qualitativas podem documentar aspectos particulares e culturais de maior complexidade, que devem de alguma forma influenciar o comportamento financeiro no Brasil. A respeito do perfil metodológico do campo das Finanças, Shiller, em entrevista, declarou:

A pesquisa em economia segue o modelo consagrado pelas ciências exatas e acreditamos que isso limita nossa capacidade de compreender o mundo. [...] deveríamos reconhecer nossos limites e prestar mais atenção no que outras ciências sociais fazem, incorporando métodos de pesquisa que são muito utilizados por sociólogos e psicólogos, mas são desprezados pela maioria dos economistas. (SHILLER, 2009:8).

Além disso, os resultados apresentaram uma preponderância de publicações em eventos, que, em geral, são menos rigorosos na aprovação de artigos comparativamente aos periódicos de mesma classificação, o que leva a supor que a produção nesta área necessita de melhoras no rigor metodológico. Convém considerar que, por ser um campo ainda recente no País, pesquisas com maior rigor metodológico talvez não tenham sido ainda publicadas, até porque a aprovação em periódicos demanda maior tempo que a aprovação em eventos.

Apesar de a produção acadêmica na área das FC ainda ser modesta, constata-se que ela apresentou um pequeno aumento. Enquanto no primeiro ano, 2001, foram encontrados dois artigos encontrados, em 2006 já havia sete artigos e, em 2007, cinco artigos publicados – um aumento de 250% e 150 % em relação a 2001.

Tendo em vista a pouca publicação de artigos no Brasil, naturalmente as fontes de pesquisa predominantes nas referências utilizadas são internacionais (88%), enquanto as de língua portuguesa são minoria (11%). Os autores estrangeiros mais citados foram: Kahneman, Thaler, Tversky, Fama, Shleifer, De Bondt, Barberis, Shefrin e Shiller. Em relação aos trabalhos nacionais, a dissertação de mestrado em Economia de Milanez, *Finanças Comportamentais no Brasil*, foi a mais citada (três citações). Ainda assim, as referências internacionais lideram as referências, embora não tenha sido possível apontar uma obra ou trabalho mais utilizado nessa categoria, apenas os autores.

Assim, o estudo procurou colaborar com uma reflexão do estado da arte das pesquisas em FC no Brasil, temática de razoável inserção internacional. A pesquisa bibliométrica realizada é considerada útil pelos autores do presente artigo, por se tratar de um mapa da produção atual que facilita as investigações futuras. Há que sublinhar o fato de que reconhecer os principais autores mais referenciados favorece, até certo ponto, a identificação da produção de maior relevância e de qualidade, bem como pode estimular maior interação entre pesquisadores, editores e revisores especializados ou curiosos para o desenvolvimento de linhas de pesquisa da temática de FC em âmbito nacional.

7. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BARBEDO, C. H. S.; CAMILO-DA-SILVA, E. *Finanças comportamentais: pessoas inteligentes também perdem dinheiro na Bolsa de Valores*. Rio de Janeiro: Atlas, 2008. (Coleção Coppead de Administração).

BARROS, L. A. B. C.; SILVEIRA, A. M.; SILVEIRA, H. P. Excesso de confiança, otimismo gerencial e os determinantes da estrutura de capital. In: ENCONTRO DA SOCIEDADE BRASILEIRA DE FINANÇAS, 6., 2006. *Anais eletrônicos...* Disponível em: <<http://www.sbfin.org.br/site/Encontros>>. Acesso em: 15 mar. 2008.

BERNSTEIN, P. L. *A história do mercado de capitais: o impacto da ciência e da tecnologia nos investimentos*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008.

CUPERTINO, C. M.; COELHO, R. A.; MENEZES, E. A.; MACEDO, J. S. A heurística da representatividade e o desempenho de variáveis contábeis: testando o viés em dados de empresas brasileiras. In: ENCONTRO DA SOCIEDADE BRASILEIRA DE FINANÇAS, 6., 2006. *Anais eletrônicos...* Disponível em: <<http://www.sbfin.org.br/site/Encontros>>. Acesso em: 15 mar. 2008.

DALMORO, M. *et al.* Dominância epistemológica em estudos de campo: são ainda os administradores positivistas? In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 31., 2007. *Anais eletrônicos...* Disponível em:

<<http://www.anpad.org.br>>. Acesso em: 15 mar. 2008.

DECOURT, R. F.; ACCORSI, A. As finanças comportamentais no Brasil e os investimentos no mercado financeiro brasileiro. In: ENCONTRO DA SOCIEDADE BRASILEIRA DE FINANÇAS, 5., 2005. *Anais eletrônicos...* Disponível em: <<http://www.sbfin.org.br/site/Encontros>>. Acesso em: 15 mar. 2008.

FERREIRA, C. F.; YU, A. S. O. Todos acima da média: excesso de confiança em profissionais de finanças. *Revista de Administração*, São Paulo, v. 38, n. 2, p. 101-111, abr./maio/jun. 2003. Disponível em: <http://www.rausp.usp.br/busca/artigo.asp?num_artigo=1093>. Acesso em: 15 mar. 2009.

FONTE, J. W. N.; CARMONA, C. U. M. As Finanças Comportamentais e o Mercado Acionário Brasileiro: evidências do efeito pessimismo em estudos de eventos com regressões EGARCH. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 30., 2006. *Anais eletrônicos...* Disponível em: <<http://www.anpad.org.br>>. Acesso em: 15 mar. 2008.

FRANCO, D. Projeções de lucros sistematicamente exageradas: um estudo para o Brasil. In: ENCONTRO DA SOCIEDADE BRASILEIRA DE FINANÇAS, 1., 2001. *Anais eletrônicos...* Disponível em: <<http://www.sbfin.org.br/site/Encontros>>. Acesso em: 15 mar. 2008.

GAVA, A. M.; VIEIRA, K. M. Tomada de decisão em ambiente de risco: uma avaliação sob a ótica comportamental. *Revista de Administração*, Rio Grande do Sul, ed. 49, v. 12, n. 1, jan.-fev. 2006. Disponível em: <<http://www.read.ea.ufrgs.br/>>. Acesso em: 15 mar. 2009.

IGLESIAS, M. C.; BATTISTI, J. E. Y.; PACHECO, J. M. O comportamento do investidor brasileiro na alocação de ativos. In: ENCONTRO DA SOCIEDADE BRASILEIRA DE FINANÇAS, 6., 2006. *Anais eletrônicos...* Disponível em: <<http://www.sbfin.org.br/site/Encontros>>. Acesso em: 15 mar. 2008.

IQUIAPAZA, R. A.; BRESSAN, A. A.; AMARAL, H. F. Previsão não-linear de retorno na BOVESPA: efeito do volume negociado em um modelo auto-regressivo de transição suave. In: ENCONTRO DA SOCIEDADE BRASILEIRA DE FINANÇAS, 7., 2007. *Anais eletrônicos...* Disponível em: <<http://www.sbfin.org.br/site/Encontros>>. Acesso em: 15 mar. 2008.

KARSTEN, J. G.; BATTISTI, J. E. Y.; PACHECO, J. A. S. M. O Efeito Disposição: um estudo empírico no Brasil. In: ENCONTRO DA SOCIEDADE BRASILEIRA DE FINANÇAS, 6., 2006. *Anais eletrônicos...* Disponível em: <<http://www.sbfin.org.br/site/Encontros>>. Acesso em: 15 mar. 2008.

KIMURA, H.; BASSO, L. F. C. Finanças Comportamentais: investigação do comportamento decisório dos agentes brasileiros. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 27., 2003. *Anais eletrônicos...* Disponível em: <<http://www.anpad.org.br>>. Acesso em: 15 mar. 2008.

LINTZ, A. C. *Dinâmica de bolhas especulativas e finanças comportamentais*: um estudo aplicado ao mercado de câmbio brasileiro. Tese (Doutorado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, 2004.

MENDES-DA-SILVA, W.; ROCHA, P. G. Análise empírica do senso de controle: buscando entender o excesso de confiança. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 30., 2006. *Anais eletrônicos...* Disponível em: <<http://www.anpad.org.br>>. Acesso em: 15 mar. 2008.

MILANEZ, D. Y. *Finanças comportamentais no Brasil*. Dissertação (Mestrado em Economia) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, 2003.

MOTTA, F. C. P.; VASCONCELOS, I. F. G. *Teoria geral da administração*. 3. ed. São Paulo: Thomson, 2006.

OLIVEIRA, R. F.; CARRETE, L. S. Estudo empírico sobre a previsibilidade do retorno de mercado no Brasil. In: ENCONTRO DA SOCIEDADE BRASILEIRA DE FINANÇAS, 5., 2005. *Anais eletrônicos...* Disponível em: <<http://www.sbfin.org.br/site/Encontros>>. Acesso em: 15 mar. 2008.

PINHEIRO, F. O. D.; GOMES, F. P.; BRANDI, V. R. Demanda por Aplicações Financeiras: uma investigação sobre os depósitos de poupança no Brasil. In: ENCONTRO DA SOCIEDADE BRASILEIRA DE FINANÇAS, 7., 2007. *Anais eletrônicos...* Disponível em: <<http://www.sbfin.org.br/site/Encontros>>. Acesso em: 15 mar. 2008.

SANTOS, J. O.; FAMÁ, R.; TRAVÃO, R.; MUSSA, A. Anomalias do Mercado Acionário Brasileiro: a verificação do Efeito Janeiro no Ibovespa no período de 1969 a 2006. In: ENCONTRO DA SOCIEDADE BRASILEIRA DE FINANÇAS, 7., 2007. *Anais eletrônicos...* Disponível em: <<http://www.sbfin.org.br/site/Encontros>>. Acesso em: 15 mar. 2008.

SHILLER, R. *Exuberância irracional*. São Paulo: Makron Books, 2000.

SHILLER, R. Exuberância irracional. *Valor Econômico*, São Paulo, 29, 30 e 31 maio 2009. Suplemento Eu & Fim de Semana, p. 7-10. Entrevista concedida a Ricardo Balthazar.

THALER, R. H. The Psychology and Economics Conference Handbook: Comments on Simon, on Einhorn and Hogarth, and on Tversky and Kahneman. *The Journal of Business*, v. 59, n. 4, part 2: The Behavioral Foundations of Economic Theory, p. S279-S284, Oct. 1986. Disponível em: <<http://www.jstor.org/stable/2352760>>. Acesso em: 28 maio 2009.