

Teoria do prospecto e finanças comportamentais: uma análise no contexto da tomada de decisão financeira

Prospect theory and behavioral finance: an analysis in the context of financial de- cision-making

Rita de Cássia Leal Campos¹ 

Amanda Fontes Silva² 

Francisval de Melo Carvalho¹ 

Moisés Luna Brandão² 

¹ Universidade Federal de Lavras, Departamento de Administração e Economia
PPGA, Lavras, Minas Gerais, Brasil.

² Centro Federal de Educação Tecnológica de Minas Gerais, Departamento de Ad-
ministração, PPGA, Belo Horizonte, Minas Gerais, Brasil.

Resumo

Objetivo: Sintetizar a literatura visando explorar o estado da arte em torno da Teoria do Prospecto e das Finanças Comportamentais no contexto da tomada de decisão financeira bem como apontar novos caminhos de pesquisa na área.

Método/abordagem: Adotou-se como método a revisão integrativa. A busca pelos artigos foi realizada nas bases científicas *Web of Science* e *Scopus*. Foram selecionados onze artigos para a composição do corpus da pesquisa, os quais foram classificados em três categorias de análise: decisões ligadas a investimentos, tolerância ao risco na tomada de decisão e vieses cognitivos.

Contribuições teóricas/práticas/sociais: A literatura analisada confirma que, ao gerenciar informações, o decisor não se comporta de modo completamente racional, já que utiliza de métodos heurísticos para avaliar e selecionar alternativas ligadas a aspectos financeiros.

Originalidade/relevância: Este estudo fornece uma síntese do conhecimento existente e indica perspectivas futuras de pesquisa para o avanço da compreensão acerca do tema.

Palavras-chave: teoria do prospecto; finanças comportamentais; tomada de decisão.

Abstract

Purpose: To synthesize the literature aiming to explore the state of the art around Prospect Theory and Behavioral Finance in the context of financial decision-making, as well as to point out new research directions in the field.

Design/methodology/approach: The integrative review method was adopted. The search for articles was conducted in the scientific databases *Web of Science* and *Scopus*. Eleven articles were selected for the research corpus, which were classified into three categories of analysis: investment-related decisions, risk tolerance in decision-making, and cognitive biases.

Research, Practical & Social implications: The analyzed literature confirms that when managing information, decision-makers do not behave completely rationally, as they employ heuristic methods to evaluate and select alternatives related to financial aspects.

Originality/value: This study provides a synthesis of existing knowledge and indicates future research perspectives to advance the understanding of the subject.

Keywords: prospect theory, behavioral finance, decision making.

Introdução

Um dos temas que mais intrigam pesquisadores do ramo das ciências sociais aplicadas é o comportamento humano diante de situações de tomada de decisão. A teoria econômica neoclássica, na tentativa de explicar o comportamento dos agentes econômicos, baseia-se em alguns pressupostos que, segundo seus pensadores, regem os mercados. O pensamento econômico convencional, ou *mainstream*, admite que os mercados funcionam em pleno equilíbrio (Pindyck & Rubinfeld, 2010).

De acordo com os pressupostos neoclássicos acerca do comportamento dos agentes, admite-se que os indivíduos convivem em uma economia com simetria informacional, ou seja, todos têm acesso pleno a todas as informações relevantes que norteiam a tomada de decisão. Ainda, assumem que os indivíduos são seres otimizadores, o que implica que todas as suas decisões maximizam sua utilidade, agindo assim, de maneira racional independentemente do contexto ou situação. Essa teoria é conhecida como Teoria da Utilidade Esperada (Pindyck & Rubinfeld, 2010).

Tradicionalmente, as teorias sobre finanças, em sua quase totalidade, foram erguidas a partir de um arcabouço teórico microeconômico neoclássico, cujo paradigma central é a racionalidade dos agentes econômicos (Yoshinaga, 2008). Mais especificamente, as bases neoclássicas assumem que o agente econômico que atua no mercado é capaz de atualizar corretamente suas

crenças após receber novas informações e que suas ações são consistentes com o conceito de utilidade esperada subjetiva, como apresentado por Savage (1964).

Pelo exposto, há uma crítica ao modelo neoclássico de pensamento econômico acerca da racionalidade do agente econômico, fazendo-se necessário novas contribuições teóricas em torno do tema. Autores como Freeman e Perez (1988) e Teece (1988) apontam falhas e confirmam a necessidade de uma perspectiva de análise do desenvolvimento econômico da firma que considere fatos que influenciam o processo decisório das organizações, não se limitando à racionalidade instrumental. Entre todas as abordagens alternativas à Teoria da Utilidade Esperada, a mais utilizada pelos pesquisadores é a Teoria do Prospecto, proposta por Kahneman e Tversky (1974). Os autores argumentam que cada decisão tende a ser avaliada de forma independente, opondo-se à Teoria da Utilidade Esperada.

A área das Finanças Comportamentais se desenvolveu a partir dos estudos realizados nos anos de 1974 e 1979 pelos psicólogos israelenses Daniel Kahneman e Amos Tversky. Com sua teoria basilar na Teoria do Prospecto, as Finanças Comportamentais se contrapõem ao pressuposto da racionalidade ilimitada dos tomadores de decisão, adotado pelas Finanças Modernas e apresentam-se como um modelo alternativo à Teoria da Utilidade Esperada (Macedo Júnior, 2003).

Lintner (1998) argumenta que as Finanças Comportamentais são um estudo por meio do qual os investidores interpretam determinadas situações e agem frente as informações para decidir sobre investimentos. Para Kimura (2003), essa vertente representa um novo ramo da Teoria Financeira que busca integrar aspectos psicológicos e sociológicos dos agentes em meio aos processos decisórios, pois estes, segundo o autor, nem sempre se comportam de forma racional. Em concordância, Costa et al. (2017), Sauaia e Zerrenner (2009) e Halfeld e Torres (2001) afirmam que as emoções influenciam a tomada de decisão dos indivíduos, funcionando como vieses cognitivos. Dessa forma, o processo decisório está em desacordo com a Teoria da Utilidade Esperada.

Nesse sentido, propõe-se como problema de pesquisa: Como o tema Teoria do Prospecto e Finanças Comportamentais tem sido abordado na literatura no contexto da tomada de decisão financeira? Dado esse questionamento, o objetivo desta pesquisa é sintetizar a literatura, por meio de uma revisão integrativa, visando compreender os sentidos em que caminham as pesquisas sobre o tópico e ainda buscar novas dimensões de abordagem e perspectivas futuras de pesquisa.

O novo modelo de interpretação das ações dos agentes econômicos tem ganhado espaço na academia como alternativa para melhor elucidar os fenô-

menos sociais que envolvem a ação humana e suas limitações cognitivas. Tal corrente de pensamento, fundamentada em experimentos no campo da psicologia, cria uma forma mais “humanizada” de pensar em teorias organizacionais, admitindo que os indivíduos possuem emoções que contribuem para a tomada de decisão, uma vez que os aspectos subjetivos podem dificultar a compreensão do contexto no qual estão inseridos (Brito & Amaral, 2020).

Referencial Teórico

A base teórica que sustenta este estudo foi construída a partir da discussão de teorias ligadas à tomada de decisão e às finanças comportamentais, as quais permitem compreender o comportamento do decisor em situações que envolvem aspectos financeiros.

Tomada de Decisão

Três pressupostos básicos embasam a teoria econômica tradicional no que tange ao comportamento humano para tomada de decisões financeiras: agir racionalmente, buscando maximizar a utilidade das decisões; ter preferências conhecidas; e agir com base em informações completas (Bandeira & Roncato, 2019; Pindyck & Rubinfeld, 2010). Brandão (2019) e Torralvo (2010) ressaltam que os agentes econômicos sempre tomam decisões a partir de uma análise racional de todas as opções envolvidas e escolhem aquela que implica maior utilidade.

Conforme o pensamento clássico da teoria econômica, uma condição para que o processo decisório funcione é que ele seja conduzido de forma racional. No entanto, essa premissa é inválida, pois a mente humana – que utiliza de métodos heurísticos para efetuar o reconhecimento, a busca e a seleção de informação – apresenta capacidade limitada de processar informação. Em outras palavras, o ser humano é intencionalmente racional, mas somente de forma limitada (Simon, 1979).

O ser humano é um tomador de decisões por natureza e enfrenta decisões desde as mais elementares até as mais complexas. As decisões gerenciais são tomadas com base em uma análise das informações disponíveis e do ambiente em que a organização opera, seguindo um processo sistêmico, conhecido como modelo racional, no qual os resultados são qualificados em uma ordem lógica que busca a perfeição (Sartorelli, 2015). Apesar do rigor com que trata a tomada de decisão, em uma situação de elevada complexidade e incerteza, o decisor faz uso de sua experiência, percepção ou intuição para reduzir valores a julgamentos mais simples. Esse fenômeno é conhecido como heurísticas ou atalhos mentais nos quais os indivíduos buscam utilizar critérios simples para resolver problemas complexos (González-Mendoza, Jesús Cañizares-Arévalo & Cardenas-García, 2022).

Shefrin (2021) esclarece que o capital humano envolve mais do que conhecimento baseado em fatos e capacidade computacional, mas também processos

mentais que são capazes de fundamentar ações. O capital humano se refere tanto ao “saber” quanto ao “fazer”, de modo que as melhores decisões são tomadas quando o capital humano é associado ao conhecimento.

Na literatura, os autores descrevem de diferentes maneiras as etapas do processo de tomada de decisão. Para Simon (1977), ele é composto pelas fases de inteligência, projeto e escolha. No primeiro estágio, o responsável pela decisão busca obter informações ou conhecimento acerca do problema. Na etapa seguinte, tendo sido definido formalmente o problema, iniciam-se as atividades de elaboração e avaliação de alternativas na busca de potenciais soluções para o problema. Por fim, na fase de escolha, após análise das alternativas disponíveis, o tomador de decisão seleciona uma delas.

A tomada de decisão é um processo que requer tempo, disponibilidade e a capacidade humana de processar informações. Na era do conhecimento, inúmeras informações estão disponíveis, mas nem todas são capazes de agregar valor aos objetivos da escolha. Sendo assim, o desafio do decisor não é ter acesso a informações, mas interpretá-las, a fim de determinar sua utilidade para o processo decisório. Além disso, a análise das alternativas envolve a avaliação de suas consequências, levando em consideração o grau de certeza e incerteza e o nível de risco envolvido na decisão (Brandão, 2019; Pereira & Fonseca, 2009).

Na tomada de decisão financeira, há uma assimetria de informação pode ser entendida como informações incompletas fornecidas pelo agente ao principal. Considerando que os investidores não possuem o mesmo nível de informação que os gestores da empresa, a contabilidade mostra-se como uma forma de reduzir essa assimetria, já que apresenta demonstrações financeiras da situação atual da empresa (Bertolin, 2008). Nesse sentido, a teoria da divulgação voluntária relaciona-se à assimetria de informação, partindo do pressuposto de que os gestores, em condições de regulação contábil e de auditoria menos perfeitas, buscará o equilíbrio entre as opções contábeis e o nível de informação a divulgar (Almeida et al., 2020).

Ao analisar a Escola de Decisão fundada por Hebert Simon, em 1947, Raufflet (2005) considera que a tomada de decisão ocorre no “calor dos acontecimentos”, ou seja, os gerentes não possuem o tempo necessário e nem a oportunidade de tomarem decisões nas condições ideais que sustentam a abordagem da decisão. Dessa forma, o processo é baseado em informações parciais que são transmitidas verbalmente e fragmentadas, numa sequência de ações curtas e frequentemente interrompidas. Sendo assim, tomar decisões críticas a partir de informações falhas e incompletas resultam em decisões gerenciais imperfeitas e exigem compromisso entre interesses conflitantes (Sartorelli, 2015; Hill, 1993).

Embora acredite que a capacidade de tomar decisões seja estreita, Barnard (1979) afirma que essa é uma aptidão que deve ser desenvolvida pelo treinamento e especialmente pela experiência. Segundo o autor, as decisões são tomadas dentro de limites definidos ao gestor e relacionadas com a posição que ocupa. Em seus estudos, Hill (1993) constatou que, mesmo sendo uma função do gestor, muitos evitavam tomar decisões com o receio de não serem bem aceitos na equipe. Essa dificuldade fez com que os gestores apresentassem quatro estresses: a tensão da função, a negatividade, o isolamento e o ônus da responsabilidade da liderança.

O processo decisório é por vezes prejudicado pelo imediatismo imposto no ambiente de uma firma. De acordo com Motta (1997), a carga inesperada de tarefas imprevistas, com reuniões, interrupções e trabalhos administrativos intensos, descontínuos e de natureza inviável, fragmenta as ações e prejudica o envolvimento do gestor no processo decisório organizacional, mesmo que sua função seja essencialmente voltada para a decisão.

Em última análise, a noção de racionalidade limitada serve de base para explicar como as decisões realmente são tomadas. Em situações de escolha, o decisor tende a considerar modelos simplistas que fornecem opções evidentes e familiares, selecionando assim opções aceitáveis e finalizando a busca pela melhor alternativa possível (Sartorelli, 2015; Robbins, 2000). No intuito de compreender melhor esse processo no

contexto financeiro, desenvolveu-se o estudo das finanças comportamentais com base na Teoria do Prospecto. Esse modelo, que tem por finalidade compreender como os indivíduos se comportam quando defrontados com situações de tomada de decisão financeira, é apresentado no tópico a seguir.

Finanças Comportamentais

As Finanças Comportamentais nascem da interação entre as finanças e a psicologia, com o intuito de explicar algumas anomalias da teoria financeira, entre elas, os pressupostos de mercados eficientes com simetria informacional e agentes econômicos racionais (Castro Junior & Fama, 2002; Silva & Lucena, 2019). Com o objetivo de esclarecer o processo decisório no ambiente de finanças, as Finanças Comportamentais incorporam temas como psicologia e economia comportamental (Carmo, 2005). Os modelos de finanças comportamentais não aderem aos pressupostos tradicionais de racionalidade e aversão ao risco, mas buscam investigar como a irracionalidade e o viés comportamental afetam nossas decisões (Hon, Moslehpour & Woo, 2021).

Estudiosos das áreas de economia comportamental e psicologia cognitiva, ao pesquisarem sobre a racionalidade dos agentes econômicos, descobriram falhas no comportamento racional que podem resultar em decisões não baseadas na racionalidade e com tendências de julgamento. O julgamento e a tomada de decisões são empregados a fim

de selecionar entre opções e avaliar oportunidades. A partir desse ponto, vem o raciocínio, que tem como objetivo extrair conclusões seja por dedução, a partir de princípios, ou por indução, a partir de evidências (Kahneman & Tversky, 1974).

Finanças Comportamentais são definidas de diferentes maneiras por diversos autores, porém, há certa convergência entre elas. Lintner (1998, p. 7) define finanças comportamentais como “o estudo de como os humanos interpretam e agem frente às informações para decidir sobre investimentos”. Já Bilk et al (2018) definem como um seguimento interdisciplinar das finanças, que busca conceitos da economia, do mercado, da gestão e da psicologia como mecanismo para explicar os vieses cognitivos que influenciam os investidores no processo decisório.

O modelo moderno de finanças carrega muitas mudanças de cunho qualitativo propostas pelos defensores das Finanças Comportamentais que, em suma, dizem respeito à peça mais importante do mercado financeiro: o investidor, o qual, por sua vez, sempre busca tomar a decisão ótima em seus investimentos. A área de Finanças Comportamentais tem como objetivo construir um modelo mais detalhado do comportamento humano nos mercados financeiros, calcado basicamente na ideia de que os agentes humanos estão sujeitos a vieses comportamentais que muitas vezes os afastam de uma decisão centrada na racionalidade (Silva, 2008).

As heurísticas e vieses no julgamento e na tomada de decisão têm o propósito de reduzir a complexidade em várias situações de decisão. Elas são objeto de um extenso corpo de literatura científica sobre vieses cognitivos. As heurísticas e vieses têm origem em Tversky e Kahneman (1974), autores que forneceram uma contribuição seminal para a psicologia cognitiva a partir de seus estudos sobre a heurística de disponibilidade, âncora e representatividade. Desde suas descobertas pioneiras, as heurísticas têm sido exploradas em uma gama de contextos, incluindo finanças comportamentais (Piotrowski & Bünnings, 2022).

De acordo com Brandão (2019) e Frega (2009), o processo de decisão não é um ato simples, pois envolve a avaliação de diversos critérios e alternativas, que em alguns casos, podem ser conflitantes entre si. Ainda de acordo com os autores, na tentativa de maximizar a utilidade de sua decisão, o indivíduo, ao tomar alguma medida no presente, o faz levando em consideração os cenários que, de alguma forma, serão afetados pela decisão presente. Dessa forma, diferentes indivíduos, dotados de perspectivas divergentes, podem assumir diferentes posicionamentos se confrontados com uma mesma situação.

Macedo Júnior (2003) observa que a psicologia cognitiva compreende as relações existentes entre o indivíduo com seu meio ambiente na tentativa de esmiuçar os fatores que os sensibiliza a optar por determinados julgamentos.

Entre os elementos que podem estar associados estão a percepção e uma situação, na memorização, na resolução de problemas ou na tomada de decisão.

Foi com base no artigo “Prospect theory: decision making under risk” dos israelenses Kahneman e Amos Tversky, publicado em 1979, que a Teoria do Prospecto começou a ser discutida. A Teoria do Prospecto, que começa a se desenvolver por meio desses estudos, passa então a representar a base teórica para a análise com comportamento dos agentes econômicos, dando fundamental respaldo para o início do desenvolvimento das Finanças Comportamentais, que por sua vez, objetiva explicar os vieses cognitivos contidos nos processos de decisão (Ruggeri et al, 2020).

A Teoria do Prospecto realça que o processo de tomada de decisão não é rigorosamente racional (Kahneman & Tversky, 1979). A influência das heurísticas de julgamento ou dos vieses cognitivos, segundo a Teoria do Prospecto, alteram a forma de escolha racional, o que pode ser considerado uma série de estratégias simplificadoras que fundamentam as tomadas de decisões dos indivíduos (Ruggeri et al, 2020).

De acordo com Costa *et al.* (2017), a Teoria do Prospecto possui duas etapas. A primeira se baseia na edição das perspectivas oferecidas, enquanto a segunda se baseia em sua avaliação. A partir dessa observação, foi possível identificar anomalias no comportamento humano que violam a Teoria da

Utilidade Esperada e mostra que os indivíduos estão mais preocupados em mudar a riqueza em um determinado nível do que apenas no resultado.

Rogers *et al.* (2007) ressaltam três aspectos importantes da Teoria do Prospecto, a saber, são: o efeito certeza, efeito reflexão e efeito isolamento. O primeiro, diz que os agentes tendem a sobrestimar possibilidades de alta probabilidade. O segundo, que os indivíduos são avessos ao risco no campo dos ganhos, pois preferem o ganho certo, mas no campo das perdas, são propensos ao risco, não optando pela perda certa. Já o terceiro ponto, destaca que, os agentes geralmente desconsideram boa parte das características de cada uma das opções de escolha e centralizam sua análise sobre os componentes que distinguem as opções.

Em suma, as Finanças Comportamentais fundem conceitos de economia, finanças e psicologia cognitiva buscando construir um modelo mais detalhado do comportamento humano nos mercados. Admite-se a existência de vieses de decisão e considera-se que a maioria deles pode e deve ser eliminada. A ideia básica não é rejeitar todos os postulados das finanças, mas sim compreender melhor o processo de tomada de decisão financeira.

Procedimentos Metodológicos

Esta pesquisa se classifica como uma revisão integrativa. Para Torracco (2016), a revisão integrativa da

literatura é um tipo de pesquisa que gera novos conhecimentos sobre o tema estudado. De maneira integrada, esse método revisa, critica e sintetiza a literatura, permitindo o surgimento de novos tópicos. O estudo pode ser estruturado de três formas distintas: i) temporal ou histórica: organiza a revisão de acordo com o desenvolvimento temporal ou histórico do tópico e o desenvolvimento cronológico da literatura sobre o assunto; ii) metodológica: agrupa os trabalhos de acordo com suas similaridades metodológicas; iii) conceitual ou temática: reúne os principais conceitos do tópico revisado.

As revisões integrativas são desenvolvidas em torno de dois tipos de tópicos: maduros e emergentes. Tópicos maduros são aqueles que experimentaram crescimento rápido na literatura, mas não se beneficiaram de uma revisão durante um período prolongado. Já os tópicos emergentes dizem respeito a assuntos que geram um corpo crescente de literatura e podem incluir discrepâncias ou contradições ainda não abordadas. Assim, a revisão integrativa permite resolver inconsistências presentes na literatura além de apontar novas perspectivas acerca do tema (Torraco, 2016).

Esta proposta de revisão integrativa buscou apresentar a revisão e análise crítica sobre o tema Teoria do Prospecto e Finanças Comportamentais no contexto da tomada de decisão financeira. Trata-se de uma revisão

conceitual, já que manteve o foco no estudo dos conceitos e parâmetros teóricos que orientam as pesquisas já realizadas. O assunto em questão já atingiu certo grau de maturidade na literatura. No entanto, considera-se oportuna uma revisão da literatura atual envolvendo artigos publicados em periódicos de alto impacto na área de Administração.

A busca pelos artigos foi realizada por meio das bases científicas *Web of Science* e *Scopus*, por serem bases que apresentam critérios de qualidade e incluem periódicos de alto impacto. As palavras-chaves utilizadas foram “prospect theory”, “behavioral finance” e “decision making” conectadas pelo *string* AND. Buscou-se por essas palavras no título, resumo e assunto dos artigos.

Na *Web of Science*, utilizou-se o seguinte código de pesquisa: (TS=("prospect theory" AND "behavioral finance" AND "decision making")). Nessa busca, foram encontrados 27 documentos. Na *Scopus*, o código utilizado foi: (TITLE-ABS

("behavioral finance") AND ("prospect theory") AND ("decision making")). Essa busca retornou 176 resultados. Para refinar os resultados, optou-se pela inserção de um corte temporal (últimos seis anos) e de um corte por área de conhecimento (Administração, Negócios e Finanças). Com a aplicação dos filtros, restaram 20 artigos na *Web of Science* e 27 na *Scopus*.

Após a leitura completa desses artigos, foram descartados aqueles que se tratavam de estudos teóricos e aqueles que não abordavam os pressupostos da teoria do prospecto, das finanças comportamentais e da tomada de decisão como assunto principal. Seguindo esses critérios de seleção, sete artigos atenderam à questão de pesquisa. Um estudo foi encontrado em duplicidade, sendo contabilizado apenas na base de dados *Web of Science*.

O esquema apresentado na Figura 1 ilustra as etapas seguidas para a seleção dos artigos que compuseram o *corpus* da pesquisa.

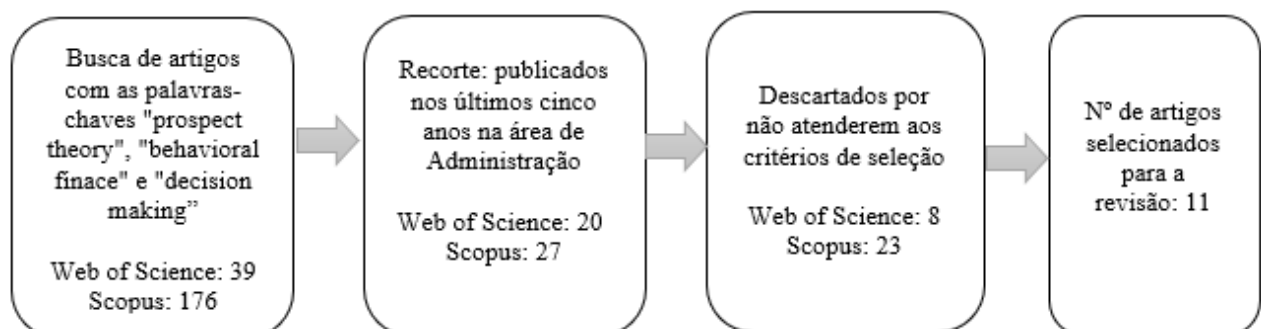


Figura 1 – Etapas de seleção dos artigos para a revisão

A partir da análise detalhada dos artigos selecionados, suas informações-chave foram extraídas. De acordo com Broome (2000), essa etapa visa construir um banco de dados composto por informações organizadas de maneira concisa. Para cada estudo, apresentam-se os objetivos, a amostra, a metodologia adotada e os principais resultados e conclusões. Por fim, conforme orientam Mendes, Silveira e Galvão (2008), foi elaborada uma síntese do conhecimento com o intuito de descrever os principais resultados evidenciados na análise dos artigos incluídos e gerar impacto a partir do acúmulo do conhecimento existente em torno da temática investigada.

Análise e Interpretação dos Resultados

Nesta seção, apresenta-se a análise categorizada dos estudos selecionados, proporcionando um panorama da

produção científica internacional sobre as pesquisas que fazem referência ao tema Teoria do Prospecto e Finanças Comportamentais, mais especificamente em relação à tomada de decisão financeira. Além disso, expõe-se uma síntese do conhecimento produzido a partir da análise da literatura.

Categorização e análise da literatura

No Quadro 1 são destacadas as principais informações sobre os artigos selecionados: título, autores, periódico, ano de publicação e a categoria em que foram classificados para fins de análise neste estudo. A partir da exploração dos temas abordados nos trabalhos, foram identificadas as seguintes categorias: decisões ligadas a investimentos, tolerância ao risco na tomada de decisão e vieses cognitivos.

Título	Autores	Periódico	Ano de publicação	Categoria
Reference Point Formation - Does the Market Whisper in the Background?	Tianyang Wang, Robert Schwebach e Sriram Villupuram	The Journal of Financial Research	2022	Decisões ligadas a investimentos
Manager Risk Tolerance: Analysis In Decision-Making In Personal And Organizational Fields	Ernando Fagundes, Darci Schnorrenberger, Valdirene Gasparetto e Rogério João Lunkes	Revista Evidenciação Contábil & Finanças	2021	Tolerância ao risco na tomada de decisão
Evaluation of behavioral biases affecting investment decision making of individual equity investors by fuzzy analytic hierarchy process	Jinesh Jain, Nidhi Walia e Sanjay Gupta	Review of Behavioral Finance	2020	Decisões ligadas a investimentos
Review on behavioral economics and behavioral finance	Wing-Keung Wong	Studies in Economics and Finance	2020	Decisões ligadas a investimentos
Sunk Costs: does group decision make a difference?	Ana Luiza Paraboni, Jéssica Pulino Campara, Newton Carneiro Affonso da Costa Jr., Marcus Vinicius Andrade de Lima	Review of Business Management	2019	Vieses cognitivos
The Impact of Behavioural Finance on Investment Decision-making: A Study of Selected Investment Banks in Nigeria	Olubunmi Edward Ogunlusi, Olalekan Obademi	Global Business Review	2019	Decisões ligadas a investimentos
Behavioural Aspects of the Financial Decision-Making	Katarina Valaskova, Viera Bartosova, Pavol Kubala	Organizacija – Journal of Management, Information Systems and Human Resources	2019	Tolerância ao risco na tomada de decisão
An equilibrium model of the supply chain network under multi-attribute behaviors analysis	Chi Kin Chan, Yan Zhou, Kar Hung Wong	European Journal of Operational Research	2018	Tolerância ao risco na tomada de decisão
Behavioral finance and games: simulations in the academic environment	Eliana Marcia Martins Fittipaldi Torga, Francisco Vidal Barbosa, Alexandre de Pádua Carrieri, Bruno Pérez Ferreira, Márcia Hiromi Yoshimatsu	Accounting & Finance Review	2018	Decisões ligadas a investimentos

Quadro 1. Caracterização dos artigos selecionados

A seguir, apresenta-se a análise dividida em categorias. Discorre-se a respeito dos conceitos adotados em cada estudo, o contexto em que foram empiricamente investigados, a metodologia utilizada para a coleta de dados e os principais resultados e conclusões obtidos.

Decisões ligadas a investimentos

No campo do capital intelectual e das finanças comportamentais, sugere-se que as informações sobre ativos intelectuais, como o capital humano, sejam fornecidas aos investidores e tenham um efeito positivo no desempenho da empresa. Nesse contexto, o estudo de Mariappanadar e Kairouz (2017) aplicou a perspectiva da gestão estratégica de recursos humanos para investigar a relação entre as dimensões das informações sobre capital humano e as intenções de utilizá-las nas decisões de investidores individuais referentes a ações de investimentos no setor bancário. Essas decisões podem ser compreendidas com base nos vieses cognitivos dos investidores tais como excesso de confiança, auto-atribuição tendenciosa, viés disposicional e viés disposicional reverso.

Para alcançar o objetivo da pesquisa, conduziu-se um estudo empírico dividido em duas etapas. Na primeira, foi desenvolvido e validado um questionário para medir as informações acerca do capital humano.

O questionário foi composto por quatro partes e, no total, 25 itens foram desenvolvidos pelos autores com base no elemento capital humano das competências individuais dos funcionários e das competências de liderança. Na segunda fase, participaram do estudo 145 acionistas atuais ou anteriores de pelo menos um dos oito bancos comerciais australianos investigados. O estudo envolveu a amostragem de bola de neve para aumentar o tamanho da amostra. Os dados coletados foram analisados por meio de fator confirmatório e análises de regressão logística.

Os investidores relataram seu uso esquemático da dimensão de gerenciamento de desempenho das informações sobre capital humano com a intenção de manter ações no setor bancário australiano. Investidores individuais têm três vezes mais chances de usar a dimensão de gerenciamento de desempenho das informações de capital humano do que não usá-las para deter ações, o que apoia claramente a teoria das finanças comportamentais e não a teoria da eficiência do mercado. Esses resultados contribuem para a gestão estratégica de recursos humanos, sugerindo que as informações sobre capital humano facilitam a propensão a evitar arrependimentos na venda de ações muito cedo (viés de efeito disposicional) para obter benefícios de utilidade no futuro.

A descoberta do estudo sobre investidores que usam a importância

das informações de capital humano para sua intenção de manter as ações em vez de comprar ou vender ações indica que a divulgação voluntária dessas informações pelas empresas por meio de relatórios operacionais e financeiros reduz a volatilidade do investimento em ações. As conclusões indicam que os bancos têm razões importantes para compreender as percepções dos investidores individuais sobre as informações de divulgação de capital humano para facilitar o valor futuro das ações do banco e que também darão vantagem ao banco para proteger o valor das ações do banco durante a alta volatilidade do mercado e condição de mercado em baixa.

Com o objetivo de analisar como os aspectos sociais e psicológicos influenciaram as decisões envolvidas nas operações simuladas de negociação, Torga et al. (2018) realizaram, a partir de um jogo de empresa, uma simulação do trabalho dos operadores de mesa do mercado de ações, aplicado no curso de Operações do Mercado de Ações.

A população foi escolhida de forma intencional e composta por estudantes de graduação e pós-graduação de uma das quatro melhores universidades federais brasileiras. Os dados foram coletados no período que durou o curso, cobrindo 30 horas em sala de aula. A análise dos dados foi realizada através da análise do conteúdo dos questionários aplicados e das anotações

do diário realizadas durante a observação participante.

A experiência revelou que os jogos da empresa podem contribuir para o aprendizado de conteúdo, o desenvolvimento de habilidades e competências e a preparação emocional e cognitiva dos alunos para agir em situações reais. A contribuição do estudo residiu na reflexão sobre os fatores que influenciam a eficiência do mercado, o que requer uma visão multidisciplinar para analisar os fatores intervenientes que impactam os resultados do sistema financeiro. Também contribuiu refletindo sobre a necessidade de novas abordagens para a formação de profissionais que irão trabalhar em áreas financeiras e afins e a prepará-las usando diferentes técnicas de análise financeira.

Embora entendam que há um conhecimento amplo sobre a psicologia humana e os fatores de comportamento irracional do investidor que influenciam no processo de tomada de decisão, Ogunlusi e Obademi (2019) observam que a questão-chave dessas abordagens é entender se as anomalias do mercado de capitais podem resultar no comportamento irracional do investidor. Dessa forma, o estudo propôs entender qual impacto a heurística e a teoria da perspectiva têm na decisão de investimento.

Para atingir o objetivo, os autores aplicaram um questionário em 200 clientes de quatro banco de investimentos, incluindo Afrinvest West Africa Limited, Meristem Securities, Vetiva Capital e ARM Nigeria Limited. Os dados

foram analisados por meio de tabelas, porcentagens, correlação e análise de regressão múltipla. As seções do questionário foram divididas em quatro. São elas: características demográficas dos entrevistados (sexo, idade, estado civil, qualificação educacional e outros); questões para medir heurísticas; questões para medir a teoria da perspectiva e medição das decisões de investimento.

Os resultados empíricos gerais forneceram evidências de um impacto positivo entre finanças comportamentais e decisão de investimento, apoiando pesquisas anteriores e contribuindo para a generalização. Os outros resultados da pesquisa mostram que: existe uma relação significativa entre heurísticas e decisão de investimento individual; existe uma relação significativa entre a teoria da perspectiva e a decisão de investimento individual; e, por último, existe uma relação forte e negativa entre heurística e decisão de investimento. Da mesma forma, a relação entre a teoria da perspectiva e a decisão de investimento é negativa e forte. A partir dos resultados, os autores propõem as seguintes recomendações aos investidores institucionais e individuais: os investidores devem ser esclarecidos sobre o fato de que existem muitos fatores comportamentais que podem afetar seu processo de tomada de decisão sobre investimentos e devem ser feitos cientes desses fatores, incluindo heurísticas e teoria dos prospectos.

Historicamente, estudos experimentais em finanças comportamentais

têm confirmado que os sujeitos são altamente influenciados por pontos de referência na tomada de decisões econômicas. Baucells, Weber e Welfens (2011) investigaram a formação do preço de referência usando métodos experimentais com sujeitos determinando preços de referência para ações com base em sequências de preços observadas. Na percepção de Wang, Villupuram e Schwebach (2022), esse estudo ajuda a compreender os efeitos comportamentais dos preços passados na formação do preço de referência, porém não considera informações contextuais. Por essa razão, os autores estenderam o estudo em questão adicionando informações de preços de mercado como pano de fundo para o experimento e analisando ainda como essas informações adicionais afetam a formação e atualização de pontos de referência.

O experimento foi conduzido com 63 estudantes de graduação em Finanças na Universidade do Colorado. Foi apresentada a cada participante uma série de padrões simulados de preços de ações. Para cada padrão, pediu-se ao sujeito que imaginasse que comprou a ação vários dias atrás e imediatamente saiu de férias para um local onde não pudesse negociar ou monitorar seu preço. Ao retornar das férias, o sujeito visualiza uma sequência de preços de ações que ocorreram durante sua ausência. Extraíu-se um ponto de referência pedindo ao participante para inserir um preço que produziria “neutralidade emocional” se ele vendesse a ação pelo preço declarado. Foram utilizadas as

mesmas instruções do estudo de Bauccells, Weber e Welfens (2011), porém, além padrão de ações, também foi exibido um padrão de preço simultâneo para o mercado de ações em geral, aos quais os alunos eram livres para prestar atenção ou ignorar. Não foi feita nenhuma menção às informações de mercado.

A hipótese abrangente é que, se as informações do mercado não tiverem impacto, elas não devem alterar os resultados do BWW; caso contrário, essas informações adicionais devem ser uma variável explicativa para o ponto de referência. Os resultados confirmaram que as informações de mercado são importantes. Também foi investigado o impacto do pessimismo e do otimismo nos preços de referência ao combinar a estrutura BWW com um modelo de aversão à decepção e sentimentos antecipatórios desenvolvido por Gollier e Muerman (2010). Assim, o estudo preencheu uma lacuna na literatura ao fornecer novas evidências sobre o impacto de informações contextuais de mercado sobre a formação de pontos de referência em um ambiente de investimento.

Wong (2020) desenvolveu sua pesquisa analisando diferentes modelos de teoria dentro da economia comportamental e finanças comportamentais, como a teoria da utilidade, Dominância Estocástica (SD), curva de indiferença, medida de risco, modelos de decisão de dois momentos, modelos dinâmicos com risco de fundo, modelos comportamentais para diferentes anomalias financeiras,

modelo de aversão ao arrependimento, modelos comportamentais para segregar ou integrar múltiplos resultados, Otimização de Portfólio (PO) e diversificação. A escolha das teorias abordadas no trabalho foi feita a partir da popularidade dos assuntos dentro da área de estudo.

Com essa revisão de literatura englobando mais de 200 trabalhos, chegou-se à conclusão de que os modelos desenvolvidos para explicar comportamentos ligados à tomada de decisão do investidor podem ser utilizados por áreas diversas, tais como marketing, psicologia e gestão de pessoas, tanto em estudos mais recentes quanto os estudos pioneiros tratados no trabalho desenvolvido pelos autores. A relevância do estudo se dá pela possibilidade de aplicação prática no meio acadêmico e profissional, sendo possível desenvolver novos modelos teóricos e também modelos estatísticos e econométricos correspondentes para estimar os parâmetros nos modelos associados de economia comportamental e finanças comportamentais.

O trabalho de Jain, Walia e Gupta (2020) teve como finalidade classificar os vieses comportamentais que influenciam a tomada de decisão de investidores individuais. Para tanto, aplicaram um questionário estruturado a 165 investidores de ações do estado de Punjab, na Índia. Apoiaram-se no método de hierarquia analítica Fuzzy para definirem os critérios e subcritérios da pesquisa, que é um

método para tomada de decisão multicritério que ajuda os tomadores de decisão a selecionar uma escolha entre alternativas (Jain, Walia e Gupta, 2020).

Ao integrar a revisão da literatura relevante, 23 indicadores foram selecionados como adequados para os vieses comportamentais que afetam a tomada de decisão do investidor em ações, que foram agrupados em oito vieses comportamentais: viés de excesso de confiança, viés representativo, viés de ancoragem, viés de disponibilidade, viés de aversão ao arrependimento, viés de aversão à perda, viés de contabilidade mental e viés de manada. Os resultados revelaram que o viés de manada, o viés de aversão à perda, o viés de excesso de confiança e a aversão ao arrependimento são os critérios mais importantes que afetam a tomada de decisão de investidores individuais em ações. O resultado desta pesquisa fornece aos investidores uma melhor compreensão dos vieses comportamentais que influenciam sua tomada de decisão.

Tolerância ao risco na tomada de decisão

A tomada de decisão para o equilíbrio da rede da cadeia de suprimentos é uma tarefa complexa que requer a consideração de vários critérios com diferentes unidades de medida. Vários modelos de equilíbrio foram propostos para analisar decisões, tais como os modelos de equilíbrio

perfeito de competição envolvendo riscos de oferta e demanda, ciclo de vida do produto e logística reversa, por exemplo. Esses modelos foram desenvolvidos com base no pressuposto de racionalidade total, porém, na prática, argumenta-se que o decisor tenha uma racionalidade limitada para tomar decisões.

Já que a tomada de decisão de equilíbrio da rede da cadeia de suprimentos caracteriza-se por comportamentos de múltiplos atributos, é necessário incorporar a análise desses comportamentos no modelo. Nesse sentido, o artigo de Chan, Zhou e Wong (2018) aborda um modelo de equilíbrio que considera os comportamentos dos tomadores de decisões na perspectiva das finanças comportamentais. Nesse modelo, os varejistas escolhem suas decisões conforme o seu comportamento avesso ao risco, avesso à perda e avesso ao arrependimento. Ao usar pesos diferentes para representar as atitudes dos varejistas em relação a esses três comportamentos, as funções de utilidade com vários atributos dos varejistas foram desenvolvidas. A pesquisa também trata dos impactos de diferentes combinações desses comportamentos para decisões consideradas ótimas.

As condições de equilíbrio dos fabricantes, dos varejistas e da rede foram estabelecidas pela formulação da desigualdade variacional de dimensão finita. Três exemplos numéricos foram resolvidos. No primeiro exemplo,

ilustra-se o efeito de cada um desses três comportamentos nas decisões de equilíbrio, nos lucros e nas utilidades dos tomadores de decisão. Nos outros dois exemplos, são explorados os efeitos das mudanças de atitudes em relação a esses três comportamentos nas decisões de equilíbrio, nos lucros e nas utilidades dos tomadores de decisão.

Os resultados numéricos mostraram que as decisões de equilíbrio são afetadas por cada um dos três comportamentos. Em particular, as decisões de equilíbrio são sensíveis às atitudes de múltiplos comportamentos dos tomadores de decisão. Concluiu-se também que os comportamentos dos varejistas não apenas afetam as decisões e utilidades de si mesmos, mas também as produções e lucros dos fabricantes e os preços dos mercados de demanda. Por essa razão, torna-se importante analisar o efeito dos comportamentos dos tomadores de decisão em uma rede de cadeia de suprimentos incerta, pois isso permite a compreensão dos comportamentos em mercados reais.

Analisando o processo de tomada de decisão financeira sob a perspectiva do financiamento comportamental e visando a melhor compreensão do processo de tomada de decisão dos investidores que aplicam os princípios da lógica nebulosa para resolver vários problemas financeiros, Valaskova, Bartosova e Kubala (2019) tiveram como objetivo pesquisar aspectos comportamentais da tomada de

decisões financeiras. Para os autores, esses aspectos ajudam a explicar por que e como os mercados podem ser ineficientes.

A Lógica Fuzzy foi o método usado para descobrir o nível de tolerância ao risco de clientes e investidores com base em sua renda anual e total de ativos. Os autores destacam que a lógica fuzzy é uma disciplina matemática, que desaprova a suposição tradicional de que, na área de consideração geral, alguma ideia pertence ou não à consideração. É uma lógica que tenta estar o mais próximo possível do pensamento e da percepção humanos.

A contribuição da pesquisa está no entendimento de que métodos baseados em lógica difusa são apropriados para descrever o fator humano na tomada de decisões financeiras. Para os autores, a vantagem básica da lógica difusa é a capacidade de expressar informações matematicamente, que são originalmente expressas em forma verbal. Isso faz da lógica difusa uma boa ferramenta para trabalhar com dados comportamentais.

A literatura sobre tolerância ao risco está majoritariamente relacionada a decisões pessoais, ao passo que as decisões organizacionais são menos exploradas. Diante disso, o trabalho de Fagundes et al. (2021) teve como objetivo analisar se o campo da decisão (pessoal ou organizacional) influencia na tolerância ao risco de gestores. A pesquisa consistiu em um experimento de campo com 236 gestores de

organizações em Santa Catarina. Os participantes responderam a um questionário sobre decisões envolvendo riscos em que deveriam optar por uma das alternativas apresentadas. As situações foram adaptadas para os campos pessoal e organizacional e houve alteração das mesmas, mantendo o montante e probabilidade de ocorrência de ganhos e perdas de cada situação.

Os resultados indicaram que o campo em que a decisão é tomada influencia na tolerância ao risco do decisor. Foi possível verificar comportamentos de tolerância ao risco diferentes por parte dos gestores no campo pessoal e organizacional, mesmo diante de alternativas com montantes e probabilidades de ganhos ou perdas iguais. Em situações envolvendo ganhos, observou-se que os gestores foram menos tolerantes ao risco quando se trata de decisões organizacionais. Por outro lado, em cenários de perdas, eles foram mais tolerantes ao risco em comparação às decisões do campo pessoal.

Decisões ligadas a investimentos

Os estudos sobre os vieses cognitivos que influenciam a tomada de decisão envolvem custos irreversíveis, que correspondem à tendência dos indivíduos de manter uma determinada posição, uma vez que já foi feito um investimento em dinheiro, tempo ou esforço. Entretanto,

essa tendência nem sempre é racional; apenas os custos e benefícios da época devem ser levados em consideração na tomada de decisões, e os custos passados não devem interferir nas escolhas atuais. No mercado de capitais, por exemplo, um investidor pode considerar as perdas incorridas em uma ação no passado ao tomar decisões de investimento no presente, quando na verdade deveria considerar apenas o cenário atual e futuro.

Pouco se sabe a respeito da influência das decisões em grupo sobre os custos irreversíveis, uma vez que estas são limitadas no campo das finanças. Sendo assim, ainda não há consenso sobre se grupos tomam decisões melhores ou piores em comparação com indivíduos. Diante disso, a pesquisa de Paraboni et al. (2017) teve como objetivo investigar se as decisões conjuntas são diferentes das escolhas individuais quando se trata de custos irreversíveis. O artigo apresenta um estudo simultâneo de custos irreversíveis e tomada de decisões em grupo. Além de identificar se os grupos influenciam a tomada de decisão, os autores também buscaram compreender se o tamanho do grupo altera as opções.

A coleta de dados foi realizada a partir de um questionário destinado a estudantes de Administração, Ciências Contábeis e Economia da Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC). Foram aplicados 96 questionários contendo cinco questões relacionadas ao viés de custo irreversível e duas

questões explorando o perfil dos entrevistados. Os indivíduos foram considerados no modo individual, em pares e em trios, totalizando 190 participantes. Para análise dos dados, utilizou-se estatística descritiva, teste de aderência ao qui-quadrado e teste de qui-quadrado de Pearson.

Apesar de algumas evidências terem sido encontradas, não houve diferenças significativas capazes de solidificar os argumentos de que as pessoas que decidem em grupo tomem decisões diferentes em relação aos seus investimentos. Além disso, não foi possível provar que o tamanho do grupo influencia a tomada de decisão. O que ficou evidente nos resultados é que todos os perfis analisados apresentaram viés de custo irrecuperável, isto é, consideraram seu investimento anterior para tomar decisões sobre o futuro do projeto. Para os autores, esse resultado representa um fato preocupante, uma vez que os participantes da pesquisa são jovens estudantes cujas carreiras estarão concentradas em atividades estreitamente relacionadas à gestão do dinheiro.

Buscando fugir das pesquisas mais comuns na área que utilizam os dados de negociação de investidores, Backer et al. (2018) investigaram a presença de vieses comportamentais entre os investidores de ações indianos. Dessa forma, o artigo teve como objetivo examinar como a educação financeira e as variáveis demográficas (gênero, idade, nível de renda, escolaridade,

ocupação, estado civil e experiência de investimento) relacionados a vieses comportamentais.

Outro diferencial na pesquisa, de acordo com os autores, foi sair dos estudos que geralmente se concentram nos países ocidentais. Conforme apontado, o setor de serviços financeiros na Índia tornou-se altamente diversificado e oferece uma ampla gama de investimentos e produtos de economia. Todavia, os investidores indianos possuem habilidades limitadas e pouco conhecimento financeiro para avaliar e entender este cenário, sendo necessário recorrer às suas crenças e preferências para orientar sua tomada de decisão financeira, o que diferencia dos comportamentos ocidentais.

Para preencher a lacuna sobre o comportamento desses investidores, a pesquisa se dividiu em três seções, sendo elas: descrição da demografia dos entrevistados, enfoque em questões relacionadas à educação financeira e descrição de comportamentos dos entrevistados ao tomar decisões de investimento. O estudo utilizou-se da análise de variância unidirecional (ANOVA), análise fatorial e análise de regressão múltipla para examinar dados de pesquisas de mais de 500 investidores individuais na Índia.

Os resultados revelaram a presença de diferentes vieses comportamentais, incluindo excesso de confiança e auto-atribuição, efeito de disposição, viés de ancoragem, representatividade, contabilidade mental, vieses

emocionais e de pastoreio entre investidores indianos. Dessa forma, as conclusões se apoiaram na visão de que investidores individuais nem sempre agem racionalmente. Os resultados também mostraram que a educação financeira tem uma associação negativa com a efeito de disposição e viés de pastoreio, uma relação positiva com o viés de contabilidade mental, mas nenhuma relação significativa com excesso de confiança e preconceitos emocionais. Idade, ocupação e experiência de investimento se mostraram as mais importantes variáveis demográficas relacionadas aos vieses comportamentais de investidores individuais na amostra. A respeito de gênero, os homens são mais confiantes do que as mulheres em relação ao conhecimento do mercado de ações.

Síntese do conhecimento

A teoria das Finanças Comportamentais infere que as reações do mercado podem ser atribuídas a diversos vieses cognitivos como auto atribuição, excesso de confiança e excesso de otimismo, utilizados pelos investidores nas decisões de investimento de mercado para promover o interesse próprio. No que se refere às informações sobre capital intelectual disponibilizadas aos investidores, destaca-se que a dimensão de gerenciamento das informações acerca do capital humano pode aumentar o viés de efeito disposicional

dos investidores e, posteriormente, sua intenção de reter ações, na expectativa de que seus valores aumentem no futuro e tragam melhores retornos.

As finanças comportamentais recorrem à psicologia, sociologia e outros métodos de pesquisa no estudo do comportamento do investimento para explicar como os investidores lidam com as informações e tomam ações. Isso mostra que a análise da aversão ou não ao risco em uma tomada de decisão financeira não deve ser baseada apenas em modelos matemáticos, tendo, por exemplo, os princípios heurísticos como fundamento válido para esse tipo de estudo.

Três tipos de comportamento do decisor são abordados na literatura que descreve a construção de modelo de equilíbrio para a tomada de decisão. O comportamento de aversão risco é uma das características psicológicas das atitudes do tomador de decisão que afetam diretamente a decisão ideal do tomador de decisão. O segundo tipo de comportamento de tomada de decisão é identificado como um comportamento avesso à perda, uma das principais características da teoria do prospecto, que afirma que as pessoas são mais sensíveis às perdas do que aos ganhos do mesmo tamanho. Por fim, o comportamento de aversão ao arrependimento postula que os tomadores de decisão evitam escolher a alternativa que os fará se arrepender.

A análise dos estudos complementa a Teoria do Prospecto ao descrever o

comportamento dos indivíduos diante de decisões que envolvem riscos. O contexto organizacional ganha destaque nesse aspecto: em situações de perda, os gestores demonstram ainda maior tolerância ao risco do que a teoria postula. Já em situações de ganho, eles se mostram ainda menos tolerantes ao risco do que indicado pela teoria.

Um dos vieses cognitivos inerentes aos processos de tomada de decisão refere-se ao custo irrecuperável. Esse viés indica que os indivíduos têm uma tendência, mesmo em situações adversas, de realizar investimentos apenas com base em custos já incorridos e irrecuperáveis. O ideal é que as decisões financeiras estejam fundamentadas nos benefícios atuais e futuros associados às alternativas disponíveis, ou seja, os custos irrecuperáveis devem ser irrelevantes para a tomada de decisão.

No entanto, diversos estudos mostram que, na prática, é mais comum que as partes interessadas econômicas levem em conta a quantidade de dinheiro ou tempo que já gastaram em suas decisões. Os indivíduos geralmente tomam poucas decisões racionais ao considerar as despesas incorridas no passado para tomar decisões no presente e, independentemente de as decisões ocorrerem individualmente ou em grupo, esse comportamento não tende a ser alterado.

Observa-se que existem evidências de que as heurísticas e os prospectos influenciam os investidores no momento

de tomada de decisão de investimento, o que pode, por vezes, levar a erros que impactam em todos o processo e, conseqüentemente, no atingimento do objetivo de investimento. O entendimento por parte dos investidores de que existem fatores comportamentais que afetam em suas performances diante do mercado financeiro fornece informações para usar essas variáveis a seu favor.

Foi observado também que a educação financeira tem impacto sobre o efeito de disposição, bem como o nível de escolaridade, a faixa etária e gênero. Estudos mostram que a presença de diferentes vieses comportamentais, incluindo excesso de confiança e auto-atribuição, efeito de disposição, viés de ancoragem, representatividade, contabilidade mental e vieses emocionais no momento de análise e tomada de decisão por parte dos investidores.

Os erros sistemáticos cometidos no mercado financeiro por meio de um ambiente simulado indicam que a educação financeira e o treinamento cognitivo e emocional de futuros participantes do mercado financeiro podem minimizar os riscos. Em um cenário hipotético de tomada de decisão, com a orientação de outros profissionais envolvidos na simulação, é possível observar uma atenção maior às variáveis que interferem na operação, tais como preferências, emoções, conhecimento prévio, aspectos de personalidade e outros. Esse conhecimento impacta diretamente na

tomada de decisão e reflete em todo o processo de operação dos investidores.

Considerações Finais

Diversos modelos de tomada de decisão foram desenvolvidos com base na racionalidade total do indivíduo. No entanto, na tomada de decisões práticas, as pessoas não se comportam de maneira completamente racional. O princípio da racionalidade limitada de Simon sugere que os indivíduos têm uma racionalidade limitada na tomada de decisão. De acordo com a teoria comportamental, ao tomar decisões, os indivíduos estão sujeitos a heurísticas de julgamentos que os levam a cometer erros sistemáticos, conhecidos como vieses cognitivos.

A Teoria do Prospecto ajuda a compreender comportamentos do decisor que a teoria da Utilidade Esperada falha em explicar. Ao contrário da Teoria da Utilidade Esperada – em que as decisões são iguais tanto no campo dos ganhos quanto das perdas, já que os indivíduos agem racionalmente – na Teoria do Prospecto, argumenta-se que os indivíduos sejam avessos ao risco de obter ganhos, mas estão propensos aos riscos associados a perdas; isto é, o comportamento no campo dos ganhos é diferente daquele no campo das perdas.

Esta revisão integrativa foi desenvolvida com o intuito de explorar a literatura acerca da Teoria do Prospecto e das Finanças Comportamentais no que se refere a

decisões financeiras e ainda propor novas direções de pesquisa sobre o tema. Após a categorização e análise dos estudos selecionados, elaborou-se uma síntese do conhecimento a fim de condensar os resultados encontrados. A análise crítica da literatura deu origem à seguinte agenda de pesquisa, que consiste em propostas para futuras investigações sobre o tema abordado neste artigo:

- No campo da gestão estratégica de recursos humanos, já foram conduzidas investigações sobre as intenções de se utilizar informações sobre capital humano em decisões de investimentos. Nesse sentido, pesquisas futuras podem investigar se as dimensões dessas informações e as fontes de consultoria para os investidores são elementos universais nas decisões de transação ou variam em diferentes países. Isso ajudará a generalizar para outras economias os resultados dos estudos que visam compreender a psicologia dos investidores a partir das perspectivas estratégicas de gestão de recursos humanos e finanças comportamentais.

- Em relação a modelos de equilíbrio para tomada de decisão, a exemplo do modelo criado para a cadeia de suprimentos, estudos futuros podem expandir essa estrutura a um modelo que inclua vários períodos, no qual os comportamentos podem ser

ajustados dinamicamente de acordo com seus ganhos ou perdas em vários períodos de produção.

- Apesar de compreender um número significativo de estudos sobre vieses cognitivos na tomada de decisão, a literatura não apresenta resultados concretos que confirmem as diferenças entre decisões tomadas individualmente e em grupo. Assim, para futuras pesquisas, propõe-se o uso de uma variável de controle com a intenção de, por exemplo, verificar se existe algum participante com perfil de liderança nos grupos pesquisados que possa influenciar as decisões dos demais participantes.

- Aponta-se também a possibilidade de cruzar variáveis relacionadas ao viés de custo irrecuperável com variáveis que avaliam o sistema cognitivo dos indivíduos. Dessa forma, seria possível observar se grupos com indivíduos mais racionais são capazes de apresentar melhor desempenho em comparação aos outros.

- Por ser um método ainda pouco utilizado nas finanças comportamentais, a Lógica Fuzzy tem muito o que contribuir no campo da ciência, especialmente nos casos em que é necessário considerar a influência do ser humano e a ocorrência de variáveis linguísticas, visto que

possui a capacidade de expressar matematicamente informações expressas de forma verbal.

- Os ambientes simulados oferecem um rico material de estudo a respeito da tomada de decisão e os vieses cognitivos, mas não resultam necessariamente em investidores com boa performance. Dessa forma, é sugerida uma pesquisa comparativa entre investidores que participaram de um treinamento específico para operar ações com aqueles que desenvolveram o conhecimento de forma autodidata. O intuito é levantar informações de como as decisões podem ser similares ou diferentes diante desse contexto de aprendizagem visando enriquecer a literatura.

- Os estudos existentes sobre a aprendizagem financeira se concentram, em grande parte, em países ocidentais. Todavia, o mercado oriental pode contribuir para a Teoria do Prospecto no sentido de revelar se as variáveis inerentes a fatores culturais afetam os vieses comportamentais dos investidores. Nesse sentido, propõe-se um estudo comparativo entre países orientais e ocidentais com características similares do mercado financeiro.

Considera-se que o método de pesquisa empregado foi adequado para responder à questão de pesquisa, pois permitiu gerar contribuições para o avanço do conhecimento sobre o tema

investigado. Para futuras revisões de literatura, sugere-se a consulta em outras bases de dados para que uma quantidade maior de trabalhos sejam analisados bem como a inclusão da literatura nacional no recorte buscando ampliar a compreensão do assunto.

Referências

- Almeida, K. D. X., dos Santos, R. C., Mesquita, M. D. S. S., & de Lima, R. A. D. A. (2020). Conflitos de agência e assimetria de informações contábeis: entre a tomada de decisão e a gestão corporativa. *International Journal of Professional Business Review: Int. J. Prof. Bus. Rev.*, 5(2), 234-255.
- Baker, H. K., Kumar, S., Goyal, N., & Gaur, V. (2018). How financial literacy and demographic variables relate to behavioral biases. *Managerial Finance*, 45(1), 124-146.
- Bandeira, M. V., & Roncato, P. E. S. (2019). "Afinal, somos racionais?" Análise da temática da Economia Comportamental nos programas de pós-graduação por meio da sociometria. *Revista Hispana para el Análisis de Redes Sociales*. 30(2), 216-232.
- Barnard, C. (1979). *As funções do Executivo*. São Paulo: Atlas.
- Bertolin, R. V. et al. (2008). Assimetria da Informação e Confiança em Interações Cooperativas. *Revista de Administração Contemporânea*, 12(1), 59-81.
- Bilk, A., et al (2018). Aversão a Perda e Satisfação ao Ganho nos Aspectos Comportamentais dos Acadêmicos e Profissionais da Atuária. *Caderno Profissional de Administração – UNIMEP*. 8(1), 25-44.
- Brandão, M. L. (2019). *Os padrões de decisão dos gerentes de projetos e as dimensões do Triângulo de Talentos do PMI*. 2019. 115 f. Dissertação (Mestrado) – Centro Federal de Educação Tecnológica de Minas Gerais – CEFET-MG, Minas Gerais.
- Brito, A. D., & Amaral, M. S. (2020). Teoria dos prospectos: a tomada de decisão do investidor imobiliário à luz das finanças comportamentais. *Navus: Revista de Gestão e Tecnologia*, (10), 52.
- Broome, M. E. (2010). Integrative literature reviews for the development of concepts. In: Rodgers, B. L, & Knafl, K. A. *Concept development in nursing: foundations, techniques and applications*. Philadelphia: W. B. Saunders Company, 231-250.
- Carmo, L. C. (2005). *Finanças comportamentais: uma análise das diferenças de comportamento entre investidores institucionais e individuais*. 2005. 91 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro.
- Castro Junior, F. H. F., & Fama, R. (2002). As novas finanças e a teoria comportamental no contexto da tomada de decisão sobre investimentos. *Caderno de Pesquisas em Administração*, 9(2), 25-35.

- Chan, C. K., Zhou, Y., & Wong, K. H. (2018). An equilibrium model of the supply chain network under multi-attribute behaviors analysis. *European Journal of Operational Research*, 275(2), 514-535.
- Costa, D. F., Carvalho, F. M., Moreira, B. C. M., & Prado, J. W. (2017). Bibliometric analysis on the association between behavioral finance and decision making with cognitive biases such as overconfidence, anchoring effect and confirmation bias. *Scientometrics*, 111(3), 1775-1799.
- Fagundes, E. (2019). Manager Risk Tolerance: Analysis In Decision-Making In Personal And Organizational Fields. *Revista Evidenciação Contábil & Finanças*, 9(1), 22-43.
- Freeman, C., & Perez C. (1988). Structural crises of adjustment: business cycles and investment behaviour. In: Dosi, G. et al. (Eds.). *Technical change and economic theory*. London/New York: Pinter Publishers.
- Frega, J. R. (2009). *Conflitos e incertezas na tomada de decisão coletiva: um novo olhar sobre a ampliação dos limites da racionalidade*. 2009. 211 f. Tese (Doutorado em Administração) – Pontifícia Universidade Católica do Paraná, Paraná.
- González-Mendoza, J. A., de Jesús Cañizares-Arévalo, J., & Cardenas-García, M. (2022). DECISION-MAKING, RATIONALITY, AND HUMAN ACTION. *Journal of Positive Psychology and Wellbeing*, 6(1), 3977-3991.
- Halfeld, M., & Torres, F. F. L. (2001). Finanças comportamentais: aplicações no contexto brasileiro. *RAE – Revista de Administração de Empresas*, 41(2), 64-71.
- Hill, L. A. (1993). *Novos gerentes: Assumindo uma nova identidade*. São Paulo: McGraw-Hill.
- Jain, J., Walia, N., & Gupta, S. (2019). Evaluation of behavioral biases affecting investment decision making of individual equity investors by fuzzy analytic hierarchy process. *Review of Behavioral Finance*, 12(3), 297-314.
- Kahneman, D., & Tversky, A. (1974). Judgment Under Uncertainty: Heuristics and Biases. *Science*, 185, 1124-1131.
- Kahneman, D., & Tversky, A. (1979). Prospect Theory: An analysis of decision under risk. *Econometrica*, 47(2), 263-291.
- Kimura, H. (2003). Aspectos comportamentais associados às reações do mercado de capitais. *Revista de Administração de Empresas Eletrônica*, 2(1).
- Lintner, G. (1998). Behavioral finance: Why investors make bad decisions. *The Planner*, 13(1), 1-8.
- Macedo Junior, J. S. (2003). *Teoria do prospecto: uma investigação utilizando simulação de investimentos*. 2003. 173 f. Tese (Doutorado em Engenharia de Produção) – Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis.

- Macedo, M. A. S., & Fontes, P. V. S. (2009). Análise do comportamento decisório de analistas contábil-financeiros: um estudo com base na Teoria da Racionalidade Limitada. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 6(11), 159-186.
- Mariappanadar, S., & Kairouz, A. (2017). Influence of human resource capital information disclosure on investors' share investment intentions: an Australian study. *Personnel Review*, 46(3), 551-571.
- Motta, P. R. (1997). *Gestão contemporânea: a ciência e a arte de ser dirigente*. Rio de Janeiro: Record.
- Mendes, K. D. S., Silveira, R. C. C. P., & Galvão, C. M. (2008). Revisão integrativa: método de pesquisa para a incorporação de evidências na saúde e na enfermagem. *Texto & Contexto – Enfermagem*, 17(4), 758-764.
- Ogunlusi, O. E., & Obademi, O. (2019). The Impact of Behavioural Finance on Investment Decision-making: A Study of Selected Investment Banks in Nigeria. *Global Business Review*, 20, 1-17.
- Oliveira, E., Silva, S. M., & Silva, W. V. (2005). Finanças comportamentais: um estudo sobre o perfil comportamental do investidor e do propenso investidor. In: *SEMINÁRIO DE GESTÃO DE NEGÓCIOS DA FAE BUSINESS SCHOOL*, 2. RECADM, Curitiba.
- Olsen, R. (1998). Behavioral finance and its implications for stock price volatility. *Financial Analysts Journal*, 54(2), 10-18.
- Paraboni, A. L., Campara, J. P., Costa Júnior, N. C. A., & Lima, M. V. A. (2019). Sunk Costs: does group decision make a difference?. *Review of Business Management*, 21(1), 136-151.
- Pereira, M. J. L. B., & Fonseca, J. G. M. (2009). *Faces da Decisão: abordagem sistêmica do processo decisório*. Rio de Janeiro: LTC.
- Pindyck, R. S., & Rubinfeld, D. L. (2010). *Microeconomia*. 7. ed. São Paulo: Pearson Education do Brasil.
- Piotrowski, M., & Bünnings, C. (2022). How heuristics in judgement influence the securities investment decision process. *Journal of Financial Services Marketing*, 1-9.
- Raufflet, E. (2005). Os Gerentes e suas atividades cotidianas. In: *Gerencia em ação: singularidades e dilemas do trabalho dos gerentes*, 67-82.
- Robbins, S. P. (2000). *Administração: mudanças e perspectivas*. São Paulo: Saraiva.
- Rogers, P., Securato, J. R., Ribeiro K. C. S., & Araújo, S. R. (2007). Finanças comportamentais no Brasil: um estudo comparativo. In: *CONGRESO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE*, São Paulo.
- Ruggeri, K., et al (2020). Replicating patterns of prospect theory for decision under risk. *Nature Human Behavior*. 4, 622-633.
- Sartorelli, I. C. (2015). *Análise do padrão decisório do auditor brasileiro com uso da Metodologia Q e do DMI (Decision Making*

Inventory). 2015. 166 p. Tese (Doutorado) – Universidade de São Paulo, São Paulo.

Sauaia, A. C. A., & Zerrenner, S. A. (2009). Jogos de empresas e economia experimental: um estudo da racionalidade organizacional na tomada de decisão. *Revista de Administração Contemporânea*, 13(2), 189-209.

Savage, L. (1964). *The foundations of statistics*. New York: Wiley.

Silva, V. M., & Lucena, W. G. L. (2019). Finanças comportamentais: Análise dos fatores do efeito manada em empresas listadas na [B]3. *Revista Catarinense da Ciência Contábil*. 18, 1-20.

Silva, W. V. (2008). Finanças comportamentais: um estudo sobre o perfil comportamental do investidor e do propenso investidor. *RECADM – Revista Eletrônica de Ciência Administrativa*, 7(2).

Simon, H. A. (1979). *Comportamento Administrativo: estudo dos processos decisórios nas organizações administrativas*. 3. ed. Rio de Janeiro: Fundação Getúlio Vargas.

Simon, H. A. (1977). *The new science of management decisions*. Upper Saddle River: Prentice Hall.

Shefrin, H. (2021). Broadening the scope of financial literacy to incorporate self-control, budgeting and heuristics. In: *Financial education and risk literacy*, 5-28. Edward Elgar Publishing.

Teece, D. (1988). Technological Change and the Nature of the Firm. In: Dosi, G.

et al. (Eds.). *Technical change and economic theory*. London/New York: Pinter Publishers.

Torga, E. M. M. F., Barbosa, F. V., Carrieri, A. P., Ferreira, B. P., & Yoshimatsu, M. H. (2018). Behavioral finance and games: simulations in the academic environment. *Accounting & Finance Review*, 29(77), 297-311.

Torraco, R. J. (2016). Writing Integrative Literature Reviews: Using the Past and Present to Explore the Future. *Human Resource Development Review*, 15 (4), 404-428.

Torralvo, C. F. (2010). *Finanças comportamentais: uma aplicação da teoria do prospecto em alunos brasileiros de pós graduação*. 2010. 124 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Universidade de São Paulo, São Paulo.

Tversky, A., & Kahneman, D. (1974). Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases: Biases in judgments reveal some heuristics of thinking under uncertainty. *Science*, 185(4157), 1124-1131.

Valaskova, K., Bartosova, V., & Kubala, P. (2019). Behavioural Aspects of the Financial Decision-Making. *Organizacija – Journal of Management, Information Systems and Human Resources*, 52 (1) 22-31.

Wang, T., Schwebach, R. G., & Villupuram, S. V. (2022). Reference point formation: Does the market whisper in the background?. *Journal of Financial Research*, 45(2), 384-421.

Wong, W. K. (2020). Review on behavioral economics and behavioral finance. *Studies in Economics and Finance*, 37(4) 625-672.

Yoshinaga, C. E., Oliveira, R. F., Silveira, A. M., & Barros, L. A. B. C. (2008).

Finanças comportamentais: uma introdução. *Revista de Gestão USP*, 15(3), 25-35.

O presente trabalho foi realizado com apoio da Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior – Brasil (CAPES) – Código de Financiamento 001.

Rita de Cássia Leal Campos (rita.campos.adm@gmail.com) trabalhou na idealização e consecução de todas as etapas da pesquisa

Amanda Fontes Silva (amandaf_silva@hotmail.com) trabalhou na construção do referencial teórico e análise dos resultados

Francisval de Melo Carvalho (francarv@ufla.br) trabalhou na revisão do artigo

Moisés Luna Brandão (moisesluna@gmail.com) trabalhou na revisão do artigo

Data de Submissão: 08/07/2020 Data de Aprovação: 16/11/2023.

Editor-Chefe: Diogo Henrique Helal

Editor Adjunto: Bruno Melo Moura.

Esta obra está licenciada sob uma Licença Creative Commons Atribuição 4.0 Internacional (CC BY NC 4.0). Esta licença permite que outros distribuam, remixem, adaptem e criem a partir do trabalho, para fins não comerciais, desde que lhe atribuam o devido crédito pela criação original. Texto da licença: https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/deed.pt_BR