



Revista Universo Contábil, ISSN 1809-3337  
Blumenau, v. 11, n. 3, p. 63-84, jul./set., 2015

doi:10.4270/ruc.2015322

Disponível em [www.furb.br/universocontabil](http://www.furb.br/universocontabil)



## **A INFLUÊNCIA DO EFEITO DISPOSIÇÃO NAS DECISÕES INDIVIDUAIS DE INVESTIMENTO<sup>1</sup>**

### ***THE INFLUENCE OF DISPOSITION EFFECT IN INDIVIDUAL INVESTMENT DECISIONS***

### ***LA INFLUENCIA DE LO EFECTO DISPOSICIÓN EN LAS DECISIONES DE INVERSIÓN INDIVIDUALES***

#### **Mariana Almeida Ribeiro**

Mestre em Contabilidade pela Universidade Federal da Bahia (UFBA)  
Professora na Faculdade Anísio Texeira  
Endereço: Rua Juracy Magalhães, 222 - Ponto Central  
CEP: 44 032-620 - Feira de Santana - Bahia  
E-mails: [mribeiro.ufba@gmail.com](mailto:mribeiro.ufba@gmail.com)  
Telefone: (71) 3296-6184

#### **Cesar Valentim de Oliveira Carvalho Junior**

Doutor em Ciências Contábeis (FEA/USP)  
Professor Adjunto da Universidade Federal da Bahia (UFBA)  
Endereço: Avenida Reitor Miguel Calmon s/n, Vale do Canela  
CEP: 40.110-903 – Salvador - Bahia  
E-mail: [cesarvalentimjr@gmail.com](mailto:cesarvalentimjr@gmail.com)  
Telefone: (71) 3283-8766

#### **Joséilton Silveira da Rocha**

Doutor em Engenharia de Produção (UFSC)  
Professor da Universidade Federal da Bahia (UFBA)  
Endereço: Avenida Reitor Miguel Calmon s/n, Vale do Canela  
CEP: 40.110-903 – Salvador - Bahia  
E-mail: [jsrocha@ufba.br](mailto:jsrocha@ufba.br)  
Telefone: (71) 3283-8760

## **RESUMO**

Este estudo verificou a ocorrência do efeito disposição nas decisões individuais de investimento, buscando identificar se a apresentação de recomendações de analistas e informações contábeis reduz esse efeito e aprimora os resultados de negociações no mercado financeiro. Krishnan e Booker (2002) indicam que a presença da recomendação dos analistas reduz o erro de disposição para situações em que as operações de ganhos, mas não para perdas.

<sup>1</sup>Artigo recebido em 15.01.2015. Revisado por pares em 10.07.2015. Reformulado em 27.08.2015. Recomendado para publicação em 10.11.2015 por Carlos Eduardo Facin Lavarda. Publicado em 27.11.2015. Organização responsável pelo periódico: FURB.

Porém, quando são apresentadas informações adicionais o erro reduz para as duas situações. Para tanto, foi realizado uma *survey* constituída de apresentação de cenários que incorporavam situações relacionadas à venda ou manutenção de ações na carteira de investimento dos indivíduos. Os dados foram coletados em dois grupos de respondentes, estudantes de graduação em Ciências Contábeis e estudantes de especialização em Controladoria. A Análise de variância (ANOVA) foi utilizada na comparação dos três cenários: com recomendações de analistas e informações contábeis; apenas com recomendações de analistas; e sem informações adicionais. A regressão linear múltipla foi utilizada para verificar o impacto de variáveis independentes como idade, gênero, realização de investimentos, tipo de cenário, perfil do investidor e condições de mercado sobre a decisão de investimento. A comparação dos cenários indicou que recomendações de analistas e informações contábeis não produziram efeitos significativos nas decisões de investimento em mercados favoráveis, visto que os mesmos já não eram afetados pelo efeito disposição. Os resultados encontrados, quanto aos mercados desfavoráveis, divergem do que é preconizado pela literatura e evidenciam que as recomendações de analistas aumentaram a ocorrência do efeito disposição nas decisões de investimento.

**Palavras-chave:** Efeito disposição. Decisões. Investimento. Confiança

#### **ABSTRACT**

*We investigated the occurrence of the disposition effect in individual investment decisions, to identify if the presentation of analysts recommendations and accounting informations reduces this effect and improves the results of negotiations on the financial market. Krishnan and Booker (2002) indicate that the presence of the analysts recommendation reduces the error provision for situations in which the gains of operations, but not for losses. When additional information is presented the error reduces to the two situations. For this purpose, a survey was conducted consisting of presentation scenarios that incorporated situations of selling or holding shares in the investment portfolio of individuals. The data were collected in two groups of respondents, graduate students in Accounting and postgraduate degree students in Controllershship. The analysis of variance (ANOVA) was used in the comparison of three scenarios: with recommendations of analysts and financial information; only with analyst recommendations; and without additional information. Multiple linear regression was used to investigate the impact of independent variables such as age, gender, investments, type of scenario, investor profile and market conditions on the investment decision. The comparison of scenarios indicated that recommendations of analysts and financial information produced no significant effects on investment decisions in favorable markets, since they were no longer affected by the disposition effect. In unfavorable markets, the results differ from what is advocated in the literature and show that the analyst recommendations increase the disposition effect occurrence on investment decisions.*

**Keywords:** *Disposition effect. Decisions. Investment. Confidence*

#### **RESUMEN**

*Este estudio investigó la aparición del efecto disposición en las decisiones de inversión individuales, buscando identificar la presentación de los analistas y recomendaciones de información financiera reduce este efecto y mejora los resultados de las negociaciones en el mercado financiero. Krishnan y Booker (2002) indican que la presencia de la analista recomendación reduce la provisión de error para situaciones en las que las ganancias de las operaciones, pero no para las pérdidas. Cuando se muestra información adicional que el error se reduce a las dos situaciones. Para este propósito, se realizó una encuesta que consiste en escenarios de presentación que incorporan situaciones relacionadas con la venta o posesión*

*de acciones en la cartera de inversiones de los individuos. Los datos fueron recogidos en dos grupos de encuestados, estudiantes de postgrado en Contabilidad y estudiantes de especialización en Contabilidad. Se utilizó el análisis de varianza (ANOVA) en la comparación de los tres escenarios: con las recomendaciones de los analistas y de información financiera; sólo con recomendaciones de los analistas; y sin información adicional. Regresión lineal múltiple se utilizó para investigar el impacto de las variables independientes como la edad, el género, las inversiones, el tipo de escenario, el perfil de los inversores y las condiciones del mercado en la decisión de inversión. La comparación de los escenarios indicó que las recomendaciones de los analistas y la información financiera no produjeron efectos significativos sobre las decisiones de inversión en los mercados favorables, puesto que ya no se ven afectadas por el efecto de la disposición. Los resultados, como los mercados desfavorables, difieren de lo que se propugna en la literatura y muestran que las recomendaciones de los analistas aumentan las posibilidades de que el efecto disposición sobre las decisiones de inversión.*

**Palabras clave:** *Efecto disposición. Decisiones. Inversiones. Confianza*

## 1 INTRODUÇÃO

A discussão do processo de tomada de decisão tem relevância nas diversas áreas do conhecimento, tendo em vista que os indivíduos tomam decisões a todo o momento. De acordo com a Teoria da Utilidade Esperada (TUE), desenvolvida por John Von Neumann e Oskar Morgenstern, em 1944, as pessoas escolhem alternativas de resultados probabilísticos que são capazes de maximizar o valor esperado, por meio de uma medida denominada “utilidade”. Enquanto isso, a perspectiva comportamental destaca que o indivíduo não assume característica totalmente racional. Considerando a incerteza e o risco inerente a cada decisão, observa-se que um agente acaba sendo influenciado por fatores cuja probabilidade de ocorrência não pode ser mensurada.

O mercado financeiro, por ser um ambiente permeado de incertezas, demanda aos indivíduos maior complexidade na tomada de decisão. Inúmeros são os fatores que podem impactar o processo decisório, como: a assunção de riscos de transação, ou seja, a decisão será com base na sua aptidão ao risco; a experiência em realização de operações, onde o investidor poderá operar com maior flexibilidade e agilidade; e a disponibilidade de informações, que são características que tangem a eficiência do mercado. Por fim, é possível elencar características relacionadas ao comportamento individual, que podem modificar a tomada de decisão, entre elas encontram-se aspectos relacionados à emoção e à confiança.

Neste sentido, as informações assumem importante papel no ambiente de negócios, tendo em vista que podem auxiliar os diversos usuários no entendimento da dinâmica do mercado e da situação econômico-financeira das organizações, dentre outras questões não menos importantes. Quando as informações reportadas são confiáveis, as relações contratuais estabelecidas entre empresas e demais agentes do mercado são constituídas de forma mais harmônica, o que permite a possibilidade de minimização das assimetrias.

Basu e Waymire (2006) destacam que os sistemas de registros sistemáticos forneceram informações confiáveis sobre transações passadas, as quais não eram gravadas na memória dos indivíduos e poderiam ser motivo de disputas futuras. Os registros contábeis permitiriam o acompanhamento do desempenho transacional ao longo do tempo. Desse modo, é possível considerar que o registro da informação contábil pode gerar confiança ao investidor, visto que o mesmo acompanhará as transações passadas e estará apto a realizar projeções acerca do seu investimento.

O perfil do investidor também pode influenciar sua decisão, indivíduos avessos ao risco, com conhecimento insuficiente para interpretar as informações contábeis ou que não acreditam nas recomendações de analistas, estão mais inclinados a cometer erros em decisões de investimentos. Neste sentido, Krishnan e Booker (2002) identificaram que os indivíduos podem realizar vendas antecipadas de ações para garantir ganhos seguros, e da mesma forma, mantém ações com retornos baixos para evitar perdas seguras. A esse fenômeno os autores Shefrin e Statman (1985) chamaram de efeito disposição, o qual prediz que os investidores venderão ações premiadas mais cedo para tirar proveito dos ganhos imediatamente e manterão em suas carteiras ações perdedoras para evitar uma perda imediata.

A teoria dos prospectos pode ser utilizada para explicar o efeito disposição e oferece suporte para investigações experimentais referentes à tomada de decisão. Os achados de Krishnan e Booker (2002), relacionados à minimização do efeito disposição nas decisões dos investidores individuais, quando submetidos às recomendações dos analistas, evidenciam essa pertinência da teoria supracitada. Nessa perspectiva, visto que os mercados financeiros são ambientes complexos e repletos de incerteza, os quais permitem investigações de aspectos relacionados ao aprimoramento do processo decisório dos indivíduos, o presente estudo busca resposta para o seguinte problema de pesquisa proposto: Em que extensão as recomendações dos analistas e a apresentação de informações contábeis podem influenciar os indivíduos, na simulação de operações de investimento no mercado financeiro?

Nessas decisões de investimentos, os indivíduos podem possuir características irracionais, que muitas vezes os levam a decidir de forma equivocada. Além disso, observa-se um crescimento do número de pessoas físicas sem formação em contabilidade e finanças operando no mercado de capitais. Ou seja, os indivíduos estão cada vez mais dispostos a operar em ambientes de alta complexidade e precisam tomar decisões arriscadas, alguns desses indivíduos não têm habilidades e precisam de intermediários que auxiliem na tomada de decisão. Nessa perspectiva, considera-se que as informações de analistas deveriam influenciar significativamente as decisões de investimento dos indivíduos sem conhecimento técnico, enquanto as informações contábeis, que seguem na linha das recomendações, deveriam apresentar pouca contribuição aos especialistas, mas poderiam confundir os leigos e modificar a perspectiva da decisão de investimento.

Pesquisas como a de Basu e Waymire (2006), Waymire (2009), Dickhaut (2009) e Dickhaut, Basu e Waymire (2010) evidenciam que os registros sistemáticos de transações passadas, característica fundamental da Contabilidade, promovem confiança e geram reciprocidade. Nessa perspectiva, o estudo permite mais um teste dessa hipótese e o levantamento de evidências que robustecem os achados dos estudos históricos que destacam a Contabilidade como uma instituição fundamental ao desenvolvimento econômico experimentado pelas nações (WAYMIRE; BASU, 2008).

O protocolo da pesquisa consistiu em submeter estudantes de graduação em Ciências Contábeis e especialização em Controladoria a decisões de investimento em mercados favoráveis e desfavoráveis, considerando três cenários: com recomendações de analistas e informações contábeis; apenas com recomendações de analistas; e sem informações adicionais. A comparação dos cenários indicou que recomendações de analistas e informações contábeis não produziram efeitos significativos nas decisões de investimento em mercados favoráveis. Os resultados encontrados, quanto aos mercados desfavoráveis, divergem do que é preconizado pela literatura e evidenciam que as recomendações de analistas aumentaram a ocorrência do efeito disposição nas decisões de investimento.

O restante do artigo apresenta três seções. Na próxima seção, são apresentados o referencial teórico e o desenvolvimento das hipóteses. A terceira e a quarta seção apresentam os procedimentos metodológicos, contendo o protocolo da pesquisa, e a análise dos dados, respectivamente. Na última seção, serão apresentadas as considerações finais.

## 2 REFERENCIAL TEÓRICO E HIPÓTESES

### 2.1 Informações Contábeis e Decisões

É possível considerar que a informação assume papel relevante para a sobrevivência dos indivíduos, tendo em vista que a mesma possui atributos que favoreçam decisões acertadas. A evidenciação de informações contábeis está ligada aos objetivos da contabilidade, principalmente, no que diz respeito ao fornecimento de informações fidedignas e confiáveis que para os seus usuários, possam tomar decisões acertadas.

Ben-David e Hirshleifer (2012) afirmam que se um investidor tem negociado com base em informações privadas sobre as perspectivas de uma empresa, as variações nas crenças racionais serão, em geral, correlacionadas com os lucros. Desse modo, é possível considerar que as informações contábeis refletem a realidade da organização. De acordo com Waymire (2009), os registros contábeis servem para manter a sobrevivência organizacional, por meio de um histórico de transações passadas objetivas.

A vantagem comparativa da contabilidade em relação às outras fontes de informação acontece, provavelmente, porque produz informações baseadas em dados seguros, quantificados, resultado de trocas passadas, as quais foram registradas em memória externa para facilitar o processo de trocas futuras. Os registros contábeis assumem importante fonte de informação que tornam as relações entre os indivíduos mais confiáveis e permitem trocas recíprocas (DICKHAUT *et al.*, 2010).

### 2.2 Decisão, Confiança e Recomendações de Analistas

Segundo Basu e Waymire (2006), a sociedade tornou-se mais complexa considerando, o crescente número de possíveis parceiros de trocas, a diversidade de bens, além da capacidade de armazenar mercadorias por maiores períodos de tempo. Essa complexidade desafiou a capacidade do cérebro de lembrar-se das trocas passadas, por isso as civilizações buscaram alternativas nos dispositivos de registros externos. Dickhaut (2009) corrobora com tais achados ao afirmar que os registros permitem que os indivíduos se lembrem das interações passadas em trocas com múltiplos parceiros, verificando em experimento que a confiança dos investidores foi maior quando os registros foram mantidos.

Cesar, Akamine Jr e Perez (2011) mencionam que estudos recentes na área de decisão social tentam responder a questões propostas por Herbert Simon e demonstram que o resultado da decisão não depende apenas da análise de risco ou resultados enquanto perda ou ganho, mas também da influência de outros sujeitos, como exemplo: os conselhos dados por um especialista, por um amigo ou mesmo por outros membros da equipe, dentre outros aspectos. De forma que é possível considerar que o analista de investimento, como um especialista no que se refere a decisões de investimento, também pode exercer influência na tomada de decisão dos indivíduos.

De acordo com Boff (2000), o analista de investimentos possui como atividade principal a avaliação de empresas e setores produtivos, com o intuito de identificar boas oportunidades de investimento. O analista trabalha como um intermediário de informações que procura conciliar os interesses dos ofertadores e tomadores de recursos. Ele busca informações constantemente e seu fluxo de trabalho é seguido pelo processamento e interpretação das informações, concluído com a elaboração de um relatório ou uma recomendação de investimento.

Polman (2012) testou a previsão de que fazer escolhas para os outros envolve menos aversão à perda do que fazer escolhas para si mesmo. Evidências realistas foram encontradas, comprovando a redução da aversão ao risco quando os indivíduos são recompensados por fazerem escolhas desejáveis (rentáveis) para os outros, quando a outra pessoa por quem irá fazer a escolha está presente e quando há possibilidade real de dinheiro. Os resultados do estudo

confirmam que as pessoas que tomam decisões por outros sofrem menos vieses cognitivos, asseverando que a qualidade e o sucesso das decisões de assessores e consultores financeiros estão vinculados à recompensa recebida em troca. Nesse tocante, é importante considerar que as recomendações dos analistas podem ser fortemente influenciadas pela remuneração, de forma que as análises e interpretações sejam conduzidas à busca de risco e maximização de resultados.

Segundo Martinez (2007), na hora de tomar suas decisões, vários investidores, gestores de fundos de investimentos e profissionais de mercado recorrem às previsões e recomendações desses profissionais. Os analistas profissionais são considerados os usuários primários da informação, o papel desempenhado por eles é de propagar informações necessárias aos participantes do mercado na tomada de decisão, no que diz respeito às expectativas de mercado para o preço das ações. O autor considera três aspectos que influenciam a postura dos analistas ao emitirem as suas recomendações: (a) Remuneração, visto que uma parte considerável da recomendação dos analistas procede de comissões, o que pode induzir os analistas a viesar suas conclusões; (b) Acesso à informação, pois os analistas possuem um relacionamento direto com os dirigentes, seja formal ou informal; e os (c) Efeitos na reputação profissional, pois os analistas estão preocupados em preservá-la ao máximo.

Krishnan e Booker (2002) afirmam que a presença de um relatório de recomendações de analista pode reduzir o erro de disposição de investidores em situações de ganho, mas não para perdas. O erro de disposição seria aquele cometido na tomada de decisão de investimentos, no qual os indivíduos venderiam suas ações ganhadoras antecipadamente e manteriam ações perdedoras por um longo período de tempo. Quando são adicionadas informações que apoiam as recomendações dos analistas, a redução do erro de disposição ocorre para ganhos e perdas.

### **2.3 Teoria dos Prospectos e Efeito Disposição**

A teoria dos prospectos consiste na apresentação teórica do comportamento dos indivíduos em situações de risco, como no caso dos mercados financeiros. Kahneman e Tversky, em 1984, apresentaram a referida teoria em contraposição aos axiomas da teoria da utilidade esperada, elaborada por Von Neumann e Morgenstern, em 1944. Para Barberis (2013), a compreensão de como as pessoas trocam ativos financeiros ao longo do tempo é um dos principais eixos de pesquisa da teoria dos prospectos, ressaltando o efeito disposição. O autor afirma que este comportamento é preocupante, pois, no longo prazo, retornos das ações apresentam "*momentum*": ações que obtiveram bons resultados continuam a subir, em média, enquanto aquelas que obtiveram desempenho inferior se mantêm. Dessa forma, os investidores deveriam concentrar as suas vendas em ações com baixo desempenho passado, mas eles fazem o oposto.

Garcia (2007) identifica a Teoria dos Prospectos como uma das representantes daquelas que buscam estudar o comportamento do decisor, que extrapolam as questões estritamente racionais. Por isso ele considera que esta teoria tem forte conteúdo e capacidade em explicar as ações dos investidores no ato das decisões de investimento.

Após a constatação de Kahneman e Tversky em 1984, ao que se refere às percepções de ganhos e perdas, a Teoria dos Prospectos passou a ser utilizada como base para estudos que visavam explicar a ocorrência do efeito disposição, bem como para buscar alternativas que minimizem sua ocorrência na tomada de decisão sob risco.

Krishnan e Booker (2002) ressaltam que o efeito disposição refere-se à tendência para investidores venderem ações com possibilidades de ganhos futuros muito cedo e também a tendência de manter ações com possibilidades de perda por muito tempo. Segundo os autores, os investidores são avessos ao risco quando tem possibilidade de ganhos futuros e propensos ao risco quando a possibilidade de ganho é remota e as expectativas indicam perdas.

O efeito disposição foi documentado primeiramente por Shefrin e Statman em 1985, os autores afirmaram que os tomadores de decisão tendem a vender investimentos rentáveis muito cedo e manter investimentos ruins, mesmo quando teorias padrão da tomada de decisão sugerem o contrário. Segundo Shefrin e Statman (1985) o arcabouço teórico empregado para o estudo do efeito disposição é uma extensão do modelo comportamental descrito em um trabalho anterior sobre dividendos. O modelo possuía quatro elementos principais: Teoria dos prospectos, Contabilidade Mental, Aversão ao arrependimento e Autocontrole.

Barberis e Xiong (2009) enfatizam que um dos fatos mais robustos sobre a negociação dos investidores individuais é o "efeito disposição". O efeito tem sido documentado em todas as grandes bases de dados disponíveis da atividade comercial do investidor individual e tem sido associada a importantes fenômenos de preços, como desvio do anúncio pós-lucro e do nível de estoque momentum. O efeito disposição também foi descoberto em outras configurações no mercado imobiliário. Analisando por esse prisma, as decisões de investimento não são diferentes, os indivíduos inseridos no contexto de negociações de ações podem sofrer influência do efeito disposição.

Hens e Vlcek (2011) afirmam que o comportamento dos investidores atingidos pelo efeito disposição não pode ser explicado pela teoria de finanças tradicional. Que a explicação do efeito disposição refere-se à teoria dos prospectos, particularmente na questão da aversão ao risco sistemático, segundo a qual os investidores são avessos ao risco, quando confrontados com ganhos e buscam o risco quando confrontados com perdas. Mas salientam que o argumento da teoria dos prospectos é ex-post, ou seja, o investimento já ocorreu. Para que ocorra o efeito disposição faz-se necessário que os investidores tenham comprado ações.

Crane e Hartzell (2010) destacam que o efeito disposição foi confirmado tanto experimentalmente no campo ao longo de diferentes períodos de tempo, horizontes temporais, classes de ativos, tipos de investidores e países. Ele também foi considerado como uma importante janela para psicologia do investidor, também serve de base para a modelagem teórica, bem como para explicação de anomalias no mercado.

Segundo Barber e Odean (2011), o efeito disposição é uma das observações mais amplamente replicadas em relação ao comportamento dos investidores individuais. Os autores afirmam ainda que este efeito é um fenômeno extraordinariamente consistente e robusto, que ele tem sido documentado para investidores individuais em vários países, para alguns grupos de investidores profissionais, e para diferentes tipos de ativos.

Barber e Odean (2011) afirmam que, teoricamente, os investidores possuem carteiras bem diversificadas e negociam com pouca frequência, para minimizar os impostos e outros custos de investimento. Porém, na prática os investidores se comportam de forma diferente. Eles negociam frequentemente e não possuem boa capacidade de seleção de ações, incorrem em custos de investimento desnecessários e seus retornos envolvem perdas. Tendem a vender ações vencedoras e realizar as perdas, as quais geram passivos fiscais desnecessários. A pouca diversificação das carteiras resulta em desnecessariamente elevados níveis de risco diversificável, e muitos investidores são indevidamente influenciados pelos meios de comunicação e experiências passadas.

Para Li e Yang (2013), se uma ação é negociada novamente, então o investidor está em seu domínio de aversão ao risco e está inclinado a vender o estoque. Se ações são negociadas em uma perda, então o investidor está em seu domínio de busca de risco e tende a segurar as ações. Os autores afirmam que os modelos teóricos mais recentes sugerem que a ligação entre a teoria dos prospectos e o efeito disposição é mais complicada do que se imagina.

Considerando a complexidade dessas decisões, conforme destacado nos achados supracitados, as seguintes hipóteses foram formuladas para o teste da ocorrência do efeito disposição, destacando que os indivíduos, quando estão operando em situações de ganho, tendem a ignorar o risco, por estarem alcançando retornos positivos, enquanto os indivíduos

que operam em situações de perda tendem a buscar o risco, a fim de reverter os resultados negativos:  $H_1$  – Os investidores, na condição favorável, são mais propensos a vender ações quando eles obtêm ganhos; e  $H_2$  – Os investidores, na condição desfavorável, são menos propensos a vender ações quando eles obtêm perdas.

Krishnan e Booker (2002) realizaram um estudo que teve como objetivo examinar os fatores que influenciam as decisões de investidores que usam recomendações de analistas para decidir vender ou manter ações no curto prazo. Os participantes foram submetidos a dois cenários experimentais, o primeiro para verificar a presença do efeito disposição e o segundo para verificar a força da recomendação do analista na decisão. Os resultados sugerem que presença de uma recomendação de analistas pode reduzir o erro de disposição nas decisões de investimento, utilizam o termo “erro” por considerarem os erros de julgamento individuais, que conduzem ao efeito disposição do mercado. Ademais, afirmam que não somente os relatórios de analistas mitigam o erro de disposição, mas também qualquer informação que ajude o investidor claramente a avaliar os prospectos futuros da ação.

As constatações de Krishnan e Booker (2002), as quais revelam que recomendações de analistas e informações contábeis reduzem o efeito disposição nas decisões individuais de investimento, permitiram a construção das seguintes hipóteses:  $H_3$  – Recomendações dos analistas (informações contábeis) reduzem o efeito disposição em condições de mercado favorável (desfavorável) e posição de ganho (perda); e  $H_4$  – Recomendações dos analistas somadas às informações contábeis reduzem o efeito disposição com maior intensidade.

Demais evidências, acerca da ocorrência do efeito disposição, foram observadas em estudos como os de Arruda (2006), Accorsi, Decourt e Madeira Neto (2007) e Boga e Barros (2008), destacam a inexistência de diferenças na intensidade em que homens e mulheres são afetados pelo efeito disposição, bem como a não ocorrência do efeito em especialistas e não especialistas, suscitando a necessidade de maiores evidências acerca da relação entre a ocorrência/ intensidade do efeito e as características pessoais dos investidores.

No cenário internacional, Cheng, Lee e Lin (2013), ao analisarem transações na Bolsa de Futuros de Taiwan (TAIFEX), encontraram evidências de associações significativas de fatores internos (sexo e idade) e externos (volatilidade do produto, a forma de negociação do título e as condições de mercado) com a ocorrência do efeito disposição. De acordo com os autores, as mulheres e os investidores mais velhos apresentam o efeito disposição mais forte. Os investidores que negociaram contratos futuros no setor financeiro apresentaram maior efeito disposição que os investidores que negociam contratos no setor eletrônico.

Ademais, existem evidências de que os indivíduos são raramente propensos ao efeito disposição *ex-ante*, que ocorreria somente se o investidor comprasse o ativo no primeiro período, sem considerar as mudanças no próximo período, e em seguida quando ele realiza um ganho (perda) ele passa a vender (manter) os ativos. Outras destacam a preferência por realização como a explicação pela ocorrência do efeito, bem como as decisões em grupo como forma de mitigar o efeito disposição (BEN-DAVID; HIRSHLEIFER, 2012; HENS; VLCEK, 2011; PRATES, 2012).

Conquanto estudos anteriores evidenciarem a consistência do efeito disposição para as decisões de liquidação, analisadas sob a teoria dos prospectos, Barberis e Xiong (2009) e Hens e Vlcek (2011) demonstraram que a teoria dos prospectos prevê um efeito disposição invertido, ou seja, que os investidores estão mais inclinados a vender ações com perdas anteriores do que ações com ganhos anteriores. Assim, os testes de efeito disposição não parecem ser os testes limpos de qualquer outra hipótese psicológica ou econômica simples, não são testes da magnitude da preferência de realização, pois medem somente as probabilidades de vender condicionadas, quando o sinal de lucros demonstra dicotomia entre vencedor e perdedor, e não as magnitudes desses lucros. Por isso, alguns efeitos de inferência específicos podem afetar a negociação e serem confundidos com o efeito disposição. O comércio especulativo pode induzi-

lo, bem como levar à ocorrência do efeito disposição inverso (BEN-DAVID; HIRSHLEIFER, 2012).

### 3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

O protocolo do presente estudo é uma adaptação daquele utilizado por Krishnan e Booker (2002), sendo os cenários e questionários traduzidos e adaptados à realidade brasileira. Para operacionalização da pesquisa, foram aplicados três questionários distribuídos em cenários. Os indivíduos participantes do presente estudo foram estudantes de graduação em Ciências Contábeis e estudantes de especialização em Contabilidade Gerencial da Universidade Federal da Bahia. Os quais estavam matriculados em disciplinas voltadas à área de finanças compreendidas em todos os períodos do curso. Para distribuição nos cenários foi realizado um ordenamento aleatório dos indivíduos, de modo que cada cenário recebeu um percentual de respondentes aproximadamente equivalentes.

Para elaboração do questionário, acompanhamento e coleta dos dados, utilizou-se a ferramenta gratuita *survey monkey*, acompanhado da carta de apresentação e termo de consentimento. A coleta de dados ocorreu durante o primeiro semestre do ano de 2013.

No primeiro cenário, foi verificado o efeito disposição dos investidores. Com base em resultados empíricos anteriores sobre o efeito disposição, na ausência de um relatório de recomendação de analistas, os investidores cometeriam o erro de disposição e venderiam as ações com possibilidade de ganho muito cedo e manteriam as ações com possibilidade de perda por mais tempo. Os participantes foram instruídos a tomar decisões de curto prazo e indicar a probabilidade de vender ou manter as ações que compõem a sua carteira de investimento.

Na condição de mercado favorável, foram apresentadas ações cujo valor esperado de mercado (10,70 na posição de ganho, 9,70 na posição perda) foi maior do que o seu preço de mercado atual (10,50 na posição de ganho, 9,50 na posição de perda). Na condição desfavorável, foram expostas as ações cujo valor esperado de mercado (10,30 na posição de ganho, 9,30 na posição de perda) foi menor do que seu valor de mercado atual (10,50 na posição de ganho, 9,50 na posição de perda). Os resultados destes cenários forneceram ponto de referência para comparação dos resultados dos cenários em que são apresentadas as informações contábeis, as recomendações de analistas e a interação dessas duas variáveis aos respondentes da pesquisa.

No segundo cenário, os participantes receberam os seguintes dados: a) relatório de recomendações dos analistas com indicação de percentuais para comprar ou manter as ações; b) o preço de mercado atual das ações; c) o preço de compra original; e d) uma distribuição de probabilidades para calcular o valor esperado das ações. O valor esperado das ações para cada um dos quatro cenários (ganho / favorável; ganho / desfavorável; perda / favorável; perda / desfavorável) foi o mesmo apresentado no cenário 01.

No terceiro cenário pretendeu-se verificar se a redução do efeito disposição provocada pelo relatório de recomendação seria mais acentuada com a presença de informações contábeis adicionais. Os participantes receberam os mesmos dados apresentados no cenário 02. Sendo que as informações contábeis foram adicionadas como suporte aos relatórios de recomendações dos analistas.

O modelo operacional da pesquisa destaca a existência de oito variáveis independentes: (1) idade; (2) gênero; (3) realização de investimento; (4) cenário 01 – Sem nenhuma informação; (5) cenário 02 – Com recomendações de analistas; (6) cenário 03 – Com recomendação de analistas e informações contábeis; (7) perfil do investidor e; (8) condições de mercado (favorável e desfavorável, considerando ganhos e perdas). As variáveis dependentes referem-se ao comportamento do investidor que pode ser influenciado na tomada de decisão de investimentos.

Ressalta-se que existem outras variáveis que não fazem parte da presente pesquisa, mas podem motivar os investidores a tomar decisões diferenciadas, as quais muitas vezes não serão vantajosas. A pesquisa não irá investigar o resultado das escolhas dos indivíduos, mas de como essas variáveis podem influenciar o comportamento do investidor no processo decisório de venda ou a manutenção de ações no mercado financeiro.

A escolha dos métodos estatísticos para análise dos dados ocorreu em função da necessidade de desenvolver um modelo para melhor explicar o comportamento das variáveis do estudo. Inicialmente foi realizada a comparação dos cenários, com a utilização da metodologia estatística a ANOVA (Análise de Variância), a qual permitiu a comparação das médias e testar se houve diferenças estatísticas significativas nos cenários 01, 02 e 03, e se existem interações significativas.

De acordo com Field (2009), a análise de variância informa se o modelo, em geral, resulta em um grau de previsão significativamente bom dos valores da variável de saída. Para o autor a vantagem da ANOVA é que ela pode ser utilizada para analisar situações nas quais existem diversas variáveis independentes. Nessas situações a ANOVA informa como as variáveis independentes interagem umas com as outras e que efeitos essas interferem apresentam sobre a variável dependente. A ANOVA é uma forma de comparar a razão entre a variância sistemática e a não sistemática em um estudo experimental. A razão dessas variâncias é conhecida como estatística F ou razão F. Ela é a razão entre a variável explicada e não explicada.

Posteriormente, regressões lineares múltiplas (RLMs) foram projetadas para identificar o efeito das variáveis independentes (Idade, Gênero, Realizou\_Investimento, cenário2, cenário, perfil\_do\_Investidor e mercado) nas variáveis dependentes (questões de ganho e questões de perda), as quais representaram o comportamento do investidor nas decisões de investimento, a principal intenção era evidenciar o impacto dessas variáveis na ocorrência do efeito disposição.

De acordo com Field (2009), uma boa estratégia para adotar com a regressão é medir as variáveis previsoras para as quais existem razões teóricas para esperar que prevejam bem o resultado. Para atingir o objetivo de investigar a relação entre as variáveis do estudo foi eleita como técnica estatística eleita para o estudo à regressão linear múltipla. “Análise de regressão múltipla é o estudo de como a variável dependente y se relaciona com duas ou mais variáveis independentes” (ANDERSON; SWEENEY; WILLIAMS, 2007).

Gujarati (2006) apresenta as premissas para utilização de modelo de regressão linear múltipla: a) Montar o modelo de regressão linear, indicando o que cada item representa na função construída; b) Os valores de X (variável independente) são fixos em amostras repetidas; c) O valor médio do erro ( $u_i$ ) é zero; d) que as variáveis sejam homocedásticas ou possuam variância igual de  $u_i$ ; e) Não há auto correlação entre os termos de erro; f) não há covariância entre  $u_i$  e  $X_i$ ; g) o número de observações (n) deve ser maior que o número de parâmetros estimados; h) variabilidade dos valores de X; e h) que o modelo de regressão esteja especificado de forma correta.

De modo que dois modelos de regressão foram estimados no estudo, um para o conjunto de questões relativas a ganhos e o outro para o conjunto de questões relativas às perdas em decisões de investimento.

#### 4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

A análise inicial dos dados permitiu maior conhecimento das características da amostra e identificação de ajustes necessários para a aplicação dos testes estatísticos. Com base na amostra analisada, verificou-se que a idade média dos participantes da pesquisa foi de 25 anos (máximo = 41 anos) e desvio padrão de 5,24%. Quanto ao gênero, identificou-se que 52,1% da amostra referiam-se ao gênero masculino e 47,9% ao gênero feminino.

Apenas 9,6% dos participantes tinham realizado investimento em ações anteriormente. Com relação à atuação profissional, observou-se que 55,3% da amostra não possuía experiência profissional nas áreas de Contabilidade ou Finanças. Após a análise descritiva, houve a comparação do comportamento dos indivíduos distribuídos aleatoriamente nos cenários, contendo 36 respondentes no cenário 01 (sem informações adicionais), 29 respondentes no cenário 02 (com relatório de recomendação de analistas) e 29 respondentes no cenário 03 (com relatório de recomendação de analistas e informações contábeis), respectivamente.

Prates (2012) apresentou algumas pesquisas experimentais e não experimentais envolvendo estudantes universitários em seu trabalho e acrescentou que os mesmos apresentam uma boa opção de amostra para experimentos realizados no campo de economia experimental. Adicionalmente os sujeitos do presente estudo estavam matriculados em disciplinas voltadas ao campo das finanças, de modo que poderiam ser utilizados nas simulações de operações financeiras como investidores no mercado financeiro.

Com relação ao nível de confiança que se deseja para as generalizações dos resultados, considerado na pesquisa é de 90% (noventa por cento). Assim ao analisar a distribuição de frequência normal, há 90% de certeza que os resultados estão dentro da área determinada. Dessa forma, o erro, ou seja, a possibilidade da amostra não representar o universo é de 10% (dez por cento) utilizado, geralmente, em pesquisas sociais.

Como o interesse da análise era o comportamento do indivíduo em uma decisão, relacionada ao ambiente de mercado (favorável ou desfavorável), realizou-se uma junção das questões constantes no instrumento de coleta de dados, a primeira e a quarta questão estavam relacionadas ao ambiente de mercado favorável, enquanto que a segunda e a terceira questão referiam-se ao ambiente de mercado desfavorável. A variável “mercado” foi transformada em *dummy*, sendo que o valor 0 (zero) está relacionado ao mercado favorável e o valor 1 (um) ao mercado desfavorável.

**Tabela 01. Comparação das amostras emparelhadas – Cenário 01**

| Mercado      |                   | Média | Desvio padrão | Erro padrão da média | Correlação | p-valor |
|--------------|-------------------|-------|---------------|----------------------|------------|---------|
| Favorável    | Questões de ganho | 2,92  | 1,762         | 0,294                | 0,749      | 0,000   |
|              | Questões de perda | 2,83  | 1,699         | 0,283                |            |         |
| Desfavorável | Questões de ganho | 4,03  | 1,812         | 0,302                | 0,832      | 0,000   |
|              | Questões de perda | 4,08  | 1,779         | 0,296                |            |         |

**Tabela 02. Diferença das amostras emparelhadas – Cenário 01**

| Mercado      |                     | Média | Desvio padrão | Erro padrão da média | 95% Intervalo de confiança da diferença |          | T      | Gl | p-valor |
|--------------|---------------------|-------|---------------|----------------------|---|----------|--------|----|---------|
|              |                     |       |               |                      | Inferior                                | Superior |        |    |         |
| Favorável    | Questões de ganho - | 0,083 | 1,228         | 0,205                | -0,332                                  | 0,499    | 0,407  | 35 | 0,686   |
|              | Questões de perda   |       |               |                      |   |          |        |    |         |
| Desfavorável | Questões de ganho - | -0,56 | 1,040         | 0,173                | -0,408                                  | 0,296    | -0,320 | 35 | 0,751   |
|              | Questões de perda   |       |               |                      |   |          |        |    |         |

Ao considerar o cenário 01, foi possível identificar que os indivíduos que estavam inseridos no mercado favorável possuíam maior tendência para vender ações em situação de ganho (média = 2,92) e menor tendência para manter as ações (média = 2,83). Apesar dos indícios destacados, o teste de diferença das médias não permitiu atestar a existência do efeito disposição, visto que não foi constatada diferença significativa entre as médias das situações de ganho e perda (p-valor = 0,686). Esse resultado permite considerar a rejeição da hipótese H1, para decisões individuais de investimento sem auxílio de nenhuma informação complementar.

As implicações encontradas no mercado desfavorável indicam que indivíduos inseridos nesse mercado possuíam uma tendência para vender as ações tanto na situação de ganho quanto na situação de perda, porém a tendência para venda em situações de perda (média = 4,08) foi um pouco mais acentuada do que em situações de ganho (média = 4,03). Assim, a hipótese H2 não pode ser corroborada, visto que não foi possível constar diferença significativa entre as médias das situações de ganho e perda para o cenário 01 (p-valor = 0,751). Como os resultados alcançados foram diferentes daqueles alcançados no estudo de Krishnan e Booker (2002), podem-se considerar aspectos ligados à racionalidade e aversão ao risco como influência na tomada de decisão do investidor individual.

O cenário 02 foram incorporados alguns trechos de um relatório de recomendação de analistas para comprar, manter ou vender. A intenção de realizar a inserção da recomendação foi para verificar se ela minimiza o efeito disposição nas decisões de investimento dos indivíduos, as tabelas a seguir demonstram a comparação e diferença das médias em situações de ganho e perda nos mercados favorável e desfavorável.

**Tabela 03. Comparação das amostras emparelhadas – Cenário 02**

| Mercado      |                   | Média | Desvio padrão | Erro padrão da média | Correlação | p-valor |
|--------------|-------------------|-------|---------------|----------------------|------------|---------|
| Favorável    | Questões de ganho | 3,00  | 1,581         | 0,294                | 0,449      | 0,015   |
|              | Questões de perda | 3,34  | 1,610         | 0,299                |            |         |
| Desfavorável | Questões de ganho | 2,93  | 1,557         | 0,289                | 0,027      | 0,889   |
|              | Questões de perda | 3,86  | 1,457         | 0,271                |            |         |

**Tabela 04. Diferença das amostras emparelhadas – Cenário 02**

| Mercado      |               | Média  | Desvio padrão | Erro padrão da média | 95% Intervalo de confiança da diferença |          | T      | GI | p-valor |
|--------------|---------------|--------|---------------|----------------------|---|----------|--------|----|---------|
|              |               |        |               |                      | Inferior                                | Superior |        |    |         |
| Favorável    | Ganho - Perda | -0,345 | 1,675         | 0,311                | -0,982                                  | 0,292    | -1,109 | 28 | 0,277   |
| Desfavorável | Ganho - Perda | -0,931 | 2,103         | 0,391                | -1,731                                  | -,0131   | -2,384 | 28 | 0,024   |

Neste cenário, os indivíduos que estavam dispostos no mercado favorável obtiveram maior tendência para manter ações em situações de ganho (média = 3,00) e vender em situações de perda (média = 3,34). Os indícios não demonstram possibilidade de ocorrência do efeito disposição e o teste de diferença de médias não permitiu concluir acerca da existência do efeito disposição, visto que não foi constatada diferença significativa entre as médias das situações de ganho e perda (p-valor = 0,277).

Para o mercado desfavorável, os resultados indicam que indivíduos possuíam uma tendência para manter as ações nas situações de ganho (média = 2,93) e uma tendência para vender ações em situação de perda (média = 3,86). Neste caso, não foram encontradas evidências do efeito disposição nas decisões de investimento. A presença do relatório de recomendação dos analistas, no cenário 02, influencia a decisão de investimento no que diz respeito à redução do efeito disposição (p-valor = 0,024).

No cenário 03 foi possível verificar se as informações que suportam a recomendação auxiliam na minimização do efeito disposição nas decisões de investimento. As tabelas 5 e 6 apresentam a comparação e diferença de médias em situações de ganho e perda nos mercados.

No cenário 03, considerando o mercado favorável, os resultados indicaram que indivíduos possuíam uma tendência para manter as ações nas situações de ganho (média = 2,41) e uma tendência para vender ações em situação de perda (média = 3,79). Esse resultado demonstra que os indivíduos não foram afetados pelo efeito disposição, pois houve diferença significativa entre as médias das situações de ganho e perda para este cenário (p-valor = 0,000). Com relação ao mercado desfavorável, observou-se uma tendência maior para manter ações em

situações de ganho (média = 3,00) e maior tendência para venda em situações de perda (média = 4,14).

**Tabela 05. Comparação das amostras emparelhadas – Cenário 03**

| Mercado      |                   | Média | Desvio padrão | Erro padrão da média | Correlação | p-valor |
|--------------|-------------------|-------|---------------|----------------------|------------|---------|
| Favorável    | Questões de ganho | 2,41  | 1,376         | 0,256                | 0,230      | 0,230   |
|              | Questões de perda | 3,79  | 1,634         | 0,303                |            |         |
| Desfavorável | Questões de ganho | 3,00  | 1,558         | 0,289                | 0,335      | 0,076   |
|              | Questões de perda | 4,14  | 1,505         | 0,280                |            |         |

**Tabela 06. Diferença das amostras emparelhadas – Cenário 03**

| Mercado      |                     | Média  | Desvio padrão | Erro padrão da média | 95% Intervalo de confiança da diferença |          | T      | GI | p-valor |
|--------------|---------------------|--------|---------------|----------------------|---|----------|--------|----|---------|
|              |                     |        |               |                      | Inferior                                | Superior |        |    |         |
| Favorável    | Questões de ganho   | -1,379 | 1,879         | 0,349                | -2,094                                  | -0,665   | -3,954 | 28 | 0,000   |
|              | - Questões de perda |        |               |                      |   |          |        |    |         |
| Desfavorável | Questões de ganho   | -1,138 | 1,767         | 0,328                | -1,810                                  | -0,466   | -3,468 | 28 | 0,002   |
|              | - Questões de perda |        |               |                      |   |          |        |    |         |

No mercado favorável, considerando as questões que contemplam situações de ganho, observa-se que o nível de significância é maior que 0,10 (p-valor = 0,31), de forma que não se pode rejeitar a hipótese nula de igualdade de médias. Já nas questões relativas a situações de perda, o nível de significância foi menor que 0,10 (p-valor = 0,07) que possibilita a rejeição da hipótese nula de igualdade das médias, resultado que permite concluir que existem diferenças significativas entre os grupos.

No caso do mercado desfavorável, as questões relacionadas a situações de ganho apresentaram um nível de significância inferior a 0,10 (p-valor = 0,01), que permite rejeitar a hipótese nula de igualdade das médias, concluiu que existem diferenças significativas entre os grupos. Em situações de perda, o nível de significância apresentado superior a 0,10 (p-valor = 0,78) o resultado não permitiu a rejeição da hipótese nula de igualdade de médias, ou seja, não existem diferenças significativas entre os grupos.

**Tabela 07. Comparação entre os cenários**

| Mercado   |                   |    |    | Diferença média | Modelo padrão | p-valor | Intervalo de confiança 90% |                 |
|-----------|-------------------|----|----|-----------------|---------------|---------|----------------------------|-----------------|
|           |                   |    |    |                 |               |         | Limite inferior            | Limite superior |
| Favorável | Questões de ganho | 01 | 02 | -0,083          | 0,398         | 0,978   | -0,949                     | 0,782           |
|           |                   |    | 03 | 0,503           | 0,398         | 0,454   | -0,363                     | 1,368           |
|           |                   | 02 | 01 | 0,083           | 0,398         | 0,978   | -0,782                     | 0,949           |
|           |                   |    | 03 | 0,586           | 0,419         | 0,380   | -0,325                     | 1,497           |
|           |                   | 03 | 01 | -0,503          | 0,398         | 0,454   | -1,368                     | 0,363           |
|           |                   |    | 02 | -0,586          | 0,419         | 0,380   | -1,497                     | 0,325           |
|           | Questões de perda | 01 | 02 | -0,511          | 0,412         | 0,466   | -1,407                     | 0,384           |
|           |                   |    | 03 | -0,960          | 0,412         | 0,072   | -1,856                     | -0,064          |
|           |                   | 02 | 01 | 0,511           | 0,412         | 0,466   | -0,384                     | 1,407           |
|           |                   |    | 03 | -0,448          | 0,434         | 0,588   | -1,391                     | 0,495           |
|           |                   | 03 | 01 | 0,960*          | 0,412         | 0,072   | 0,064                      | 1,856           |
|           |                   |    | 02 | 0,448           | 0,434         | 0,588   | -0,495                     | 1,391           |

| Mercado      |                   |    |    | Diferença média | Modelo padrão | p-valor | Intervalo de confiança 90% |                 |
|--------------|-------------------|----|----|-----------------|---------------|---------|----------------------------|-----------------|
|              |                   |    |    |                 |               |         | Limite inferior            | Limite superior |
| Desfavorável | Questões de ganho | 01 | 02 | 1,097*          | 0,414         | 0,034   | 0,196                      | 1,997           |
|              |                   |    | 03 | 1,028*          | 0,414         | 0,051   | 0,127                      | 1,928           |
|              |                   | 02 | 01 | -1,097*         | 0,414         | 0,034   | -1,997                     | -0,196          |
|              |                   |    | 03 | -0,069          | 0,436         | 0,988   | -1,017                     | 0,879           |
|              |                   | 03 | 01 | -1,028*         | 0,414         | 0,051   | -1,928                     | -0,127          |
|              |                   |    | 02 | 0,069           | 0,436         | 0,988   | -0,879                     | 1,017           |
|              | Questões de perda | 01 | 02 | 0,221           | 0,400         | 0,858   | -0,648                     | 1,090           |
|              |                   |    | 03 | -0,055          | 0,400         | 0,991   | -0,924                     | 0,814           |
|              |                   | 02 | 01 | -0,221          | 0,400         | 0,858   | -1,090                     | 0,648           |
|              |                   |    | 03 | -0,276          | 0,421         | 0,807   | -1,190                     | 0,639           |
|              |                   | 03 | 01 | 0,055           | 0,400         | 0,991   | -0,814                     | 0,924           |
|              |                   |    | 02 | 0,276           | 0,421         | 0,807   | -0,639                     | 1,190           |

A comparação do cenário 01 e do cenário 02 para questões de ganho, no mercado favorável, permitiu aferir que não há uma diferença estaticamente significativa entre as médias das decisões de investimento dos cenários ( $p$ -valor = 0,978), ou seja, num ambiente de mercado favorável a inserção das recomendações dos analistas não teve efeitos significativos na tomada de decisão de investimento dos indivíduos. Não foi possível realizar aferições referentes à hipótese H4, visto que não houve alteração nas decisões de investimento dos indivíduos.

Além disso, na comparação dos cenários observou-se que a diferença das médias não foi estatisticamente significativa para indicar influência na minimização do efeito disposição. Essa constatação permite a rejeição da hipótese H1 do estudo. Visto que os indivíduos da amostra analisada não foram mais propensos a vender ações quando alcançam ganhos do que quando alcançam perdas.

Considerando o cenário 01 e o cenário 03, observou-se um nível de significância superior a 0,10 ( $p$ -valor = 0,454) esse resultado permitiu estimar que não existe diferença estaticamente significativa entre as médias das decisões de investimento dos indivíduos distribuídos nos dois cenários, ou seja, num ambiente de mercado favorável, não foi observado efeitos significativos da inserção das recomendações dos analistas apoiadas por informações contábeis na tomada de decisão dos indivíduos. Da mesma forma, não foi possível realizar aferições quanto à hipótese H4.

Na comparação dos cenários 02 e 03, também não foram encontradas diferenças significativas das médias, visto que o nível de significância foi superior a 0,10 ( $p$ -valor = 0,380). Assim, pode-se considerar que a hipótese H3 foi refutada.

No mercado favorável, as comparações dos cenários 01 e 02 para situações de perda, permitiram inferir que não houve diferença estatisticamente significativa entre as médias das decisões de investimento ( $p$ -valor = 0,466). Essas constatações permitem assegurar que os indivíduos que possuíam uma tendência, não comprovada estatisticamente para o efeito disposição (média = 2,83), tiveram alterações em suas decisões de investimento após a incorporação das recomendações dos analistas (média = 3,34), ou seja, houve uma ligeira minimização do efeito disposição, mas não houve comprovação estatística para aceitar a hipótese H3, de que as recomendações de analistas minimizam o efeito disposição.

A comparação dos cenários 01 e 03 apresentou resultados que manifestaram diferenças estatísticas significativas entre as médias das decisões de investimento ( $p$ -valor = 0,072). Ou

seja, os indivíduos que estavam no cenário 01 apresentaram uma tendência para o efeito disposição nas decisões de investimento, mas sem comprovação estatística (média = 2,83) e após a apresentação da recomendação dos analistas e informações contábeis produziu uma alteração na decisão dos indivíduos, visto que no cenário 03 os indivíduos permaneceram com uma tendência para manter as ações, porém um pouco menos acentuada (média = 3,79). Assim, se aceita a hipótese H3, considerando afirmação de Basu e Waymire (2006), os registros contábeis permitiriam o acompanhamento do desempenho transacional ao longo do tempo e as informações fornecidas geram confiança nas transações. Ao comparar os cenários 02 e 03, não foi observada diferença estatística significativa das médias ( $p$ -valor = 0,588).

No que se refere ao mercado desfavorável, às questões relacionadas a ganhos, os resultados permitiram estimar diferenças estatísticas significativas entre as médias das decisões de investimento para o cenário 01 e do cenário 02 ( $p$ -valor = 0,034), ou seja, a inserção das recomendações dos analistas produziu efeitos significativos na tomada de decisão de investimentos.

No entanto, a influência nas decisões é diferente do que preconiza a literatura, as recomendações dos analistas produziu um efeito inverso nos indivíduos. Uma vez que os indivíduos deveriam permanecer vendendo suas ações em situações de ganho, como ocorreu no cenário 01 (média = 4,03), eles passaram a decidir na manutenção das suas ações em carteira (média = 2,93) ou seja, eles apresentaram uma maior tendência para o efeito disposição, no qual os indivíduos tendem a manter ações ganhadoras em situações de ganho. Os indícios demonstram que os indivíduos preferem confiar em si próprio e são avessos ao arrependimento, para evitá-lo, optam em decidir conforme seu entendimento.

A média do cenário 01 indica que os indivíduos possuíam uma tendência para vender ações (média = 4,03) sem ocorrência do efeito disposição nas decisões de investimento. Já no cenário 03, a tendência de vender ações foi reduzida (média = 3,00), demonstrando que a inserção das recomendações e informações contábeis produziram implicações nas decisões, no sentido de propiciar a ocorrência do efeito disposição. Essas constatações podem ser explicadas considerando a aversão ao risco dos indivíduos que estão inseridos em um ambiente desfavorável, mesmo que estejam obtendo ganhos nas operações com ações. Igualmente, buscou-se explicações para as evidências do cenário 02, admitindo-se que os indivíduos preferem confiar em si ao invés de confiar nas recomendações de analistas e informações contábeis.

Na comparação dos cenários 01 e 03, também é possível considerar a inexperiência dos indivíduos em realizar investimentos em mercado financeiro, não os faz aptos para analisar a recomendação dos analistas, bem como manusear as informações contábeis disponibilizadas. Visto que as recomendações apresentadas estavam relacionadas à compra, venda ou manutenção das ações, cujo indivíduo possuía em sua carteira de investimento. De modo que as afirmações de Dickhaut *et al.* (2010) ao que se refere ao processo de decisão, no qual o tomador pode não conhecer quando os mecanismos causais subjacentes ao processo estão operando dentro do seu cérebro, por isso a possibilidade de desvios.

Admite-se que aspectos relacionados à interpretação das informações podem ter acarretado os resultados do encontrados no estudo, visto que, uma expressiva parcela da amostra não possuía experiência com investimento, desse modo não tenha habilidade para utilizar recomendações de analistas e interpretação de informações contábeis, essa falta de habilidade pode ter prejudicam o entendimento dos respondentes e o seu processo decisório.

No mercado desfavorável, as comparações dos cenários 01 e 02 para situações de perda, permitiram inferir que não houve diferença estatisticamente significativa entre as médias das decisões de investimento ( $p$ -valor = 0,858), ou seja, a inserção das recomendações dos analistas não produziu efeitos significativos na tomada de decisão de investimento dos indivíduos no que se refere à minimização do efeito disposição. Refutando-se a hipótese H4.

Da mesma forma, o resultado da comparação dos cenários 01 e 03 possibilitou aferir que não houve diferença estaticamente significativa entre as médias das decisões de investimento ( $p$ -valor = 0,991), considera-se que em um ambiente de mercado desfavorável, mesmo em situações de perda, a inserção das recomendações dos analistas e informações contábeis não produziu efeitos significativos na tomada de decisão de investimento dos indivíduos no que tange o efeito disposição. De forma que a hipótese H4 não pode ser corroborada.

A média do cenário 01 indica que os indivíduos possuíam uma tendência para vender as ações (média = 4,08) e no cenário 03 os indivíduos permaneceram com uma tendência para vender as ações, porém um pouco mais acentuada (média = 4,14). O efeito disposição não afetava as decisões dos indivíduos no cenário 01 e após a inclusão das recomendações e informações contábeis somente fez aprimorar as decisões de investimento, sem interferência do efeito disposição.

Após a comparação dos cenários, foi realizada uma análise adicional ao que se refere à avaliação do comportamento das variáveis quanto à ocorrência do efeito disposição em decisões de investimento, aplicando-se regressões lineares múltiplas (RLMs). As premissas para utilização da regressão linear, destacadas na seção 03, foram atendidas, visto que não foram encontrados problemas de heterocedasticidade, multicolinearidade e normalidade dos resíduos.

A partir da análise de regressão para as questões relacionadas a ganho, foi possível verificar que no modelo utilizado para explicar a moderação do efeito disposição, com relação à tomada de decisão, as variáveis apresentadas explicam aproximadamente 6,1% (R quadrado ajustado) do comportamento dos indivíduos em decisões de investimento. A análise de variância (ANOVA) destaca significância estatística a um nível de 0,010.

Apesar do coeficiente R quadrado ajustado indicar que as variáveis independentes têm uma explicação baixa da variabilidade de Questões de ganho, a análise individual dos coeficientes leva a crer que as variáveis independentes: “realização de investimento”, “cenário 02”, “cenário 03” e “mercado” impactam significativamente nas decisões de manutenção ou venda de ações, contribuído, ou não, para a ocorrência do efeito disposição.

**Tabela 08. Análise de significância dos coeficientes - Questões de ganho**

|                       | Coeficiente | Erro Padrão | razão-t | p-valor |
|-----------------------|-------------|-------------|---------|---------|
| Constante             | 2,339       | 0,828       | 2,825   | 0,005   |
| Idade                 | 0,002       | 0,024       | 0,088   | 0,930   |
| Gênero                | 0,369       | 0,240       | 1,534   | 0,127   |
| Realizou_Investimento | 0,742       | 0,421       | 1,763   | 0,080   |
| Cen02                 | -0,654      | 0,302       | -2,168  | 0,031   |
| Cen03                 | -0,781      | 0,295       | -2,652  | 0,009   |
| Perfil_Investidor     | -0,039      | 0,276       | -0,140  | 0,888   |
| Mercado               | 0,585       | 0,238       | 2,459   | 0,015   |

A tabela 08 evidenciou a significância estatística individual das variáveis independentes. O que possibilitou identificar se cada variável contribuiu significativamente para o modelo de regressão ou ao menos traz indícios de contribuição. A variável “idade” não apresentou significância estatística, esse resultado pode ter ocorrido pelo fato da característica da idade média da amostra (25 anos), os sujeitos mais jovens (idade igual ou inferior a 25 anos) representaram 60,6% da amostra pesquisada. Neste sentido não foi possível comprovar que a idade possa influenciar o decisor na minimização do efeito disposição.

A variável “gênero”, da mesma forma que a variável anterior, não apresentou nível de significância inferior a 0,10. Na literatura são encontrados indicativos de que homens e mulheres tomam atitudes diferenciadamente e que a aversão ou aptidão ao risco podem ser explicadas nas diferenças de tamanho ou formato do cérebro, nas características hormonais,

fatores biológicos e percepção (MOREIRA, 2012). No presente estudo, não foi possível identificar se essa diferença impacta as decisões de investimento, mas a proximidade do nível de significância indica uma probabilidade de que se a idade dos sujeitos aumentar sua decisão será melhorada.

No caso das variáveis “realização de investimento”, “cenário 02”, “cenário 03” e “condições de mercado” apresentaram níveis de significância abaixo de 0,10 indicando que as mesmas são preditoras importantes para explicar a ocorrência do efeito disposição nas decisões de investimento. Esse resultado indica que experiência em investimentos corrobora com a ocorrência do efeito disposição. A variável “mercado” apresentou-se como preditora significativa para venda de ações, corroborando com a ocorrência do efeito disposição.

A variável “perfil do investidor” não apresentou significância para o modelo, porém o resultado pode ter ocorrido pelo fato da maioria dos sujeitos da amostra apresentar o perfil conservador (74,5%). Ou seja, o perfil do investidor para o modelo proposto na pesquisa não contribui para ocorrência, do efeito disposição nas decisões de investimento.

Na análise de regressão para as questões relacionadas à perda, foi possível verificar que, no modelo utilizado para explicar a moderação do efeito disposição na tomada de decisão, as variáveis apresentadas explicam aproximadamente 4,7% (R quadrado ajustado) do comportamento dos indivíduos em decisões de investimento. A análise de variância (ANOVA) destaca significância estatística a um nível de 0,027.

Da mesma forma que aconteceu com a primeira variável dependente “questões de ganho”, na qual o coeficiente R quadrado ajustado indicar que as variáveis independentes possuíam baixo poder de explicação do modelo, também ocorreu com a variabilidade de Questões de perda, por isso foi realizada uma análise individual dos coeficientes, a qual leva a crer que apenas as variáveis independentes: “cenário 03” e “mercado” impactam significativamente nas decisões de manutenção ou venda de ações, contribuído, ou não, para a ocorrência do efeito disposição.

**Tabela 09. Análise de significância dos coeficientes - Questões de perda**

| Variável              | Coefficiente | Erro Padrão | razão-t | p-valor |
|-----------------------|--------------|-------------|---------|---------|
| Constante             | 2,290        | 0,829       | 2,762   | 0,006   |
| Idade                 | 0,024        | 0,024       | 1,016   | 0,311   |
| Gênero                | -0,120       | 0,240       | -0,500  | 0,617   |
| Realizou_Investimento | 0,311        | 0,421       | 1,732   | 0,461   |
| Cen2                  | 0,182        | 0,302       | 0,6046  | 0,546   |
| Cen3                  | 0,610        | 0,295       | 2,069   | 0,039   |
| Perfil_Investidor     | -0,359       | 0,276       | -1,301  | 0,194   |
| Mercado               | 0,7446       | 0,238       | 3,123   | 0,002   |

Com relação à variável “cenário 03”, os resultados indicam que a inclusão de recomendações de analistas e informações contábeis, às questões relacionadas à perda, influenciaram os decisores na venda das ações, considerando-se que essas incorporações corroboram com as premissas da ocorrência do efeito disposição. A variável “mercado” também se apresentou como preditora significativa para venda de ações, corroborando com a ocorrência do efeito disposição.

A elevação na ocorrência do efeito disposição, diferentemente do que preconiza a literatura, pode ser explicada pelas características da amostra utilizada na pesquisa. Ressalta-se que os indivíduos participantes da pesquisa não eram investidores profissionais e não possuíam experiência em decisões de investimento, além disso, apresentavam um perfil para investimentos no nível conservador mais acentuado.

Outra perspectiva para entender as diferenças encontradas no estudo está na compreensão dos indivíduos quanto ao funcionamento de operações de compra e venda de

ações no mercado de capitais, admite-se que os estudantes não possuíam conhecimento suficiente para comparar as informações contábeis e as recomendações dos analistas na análise e posterior tomada de decisão. Visto que se os resultados indicam que a aversão ao risco fomenta o efeito disposição, os indivíduos deveriam analisar a interação das informações contábeis e as recomendações de analistas para oportunizar melhores investimentos.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente estudo foi realizado com o objetivo de verificar se o comportamento dos investidores é afetado pelo efeito disposição, além disso, foi investigado se a inserção de recomendações de analistas e informações contábeis permitiu a minimização desse efeito. Para tanto, foi realizado um *survey* constituído por três cenários com situações que envolviam decisões de investimento de curto prazo. O primeiro cenário não possuía nenhum auxílio para o indivíduo tomar a decisão de investimento, nos cenários seguintes foram introduzidos itens que poderiam influenciar a tomada de decisão, tais como: a recomendações dos analistas (cenário 02) e informações contábeis, somadas às recomendações dos analistas (cenário 03).

As hipóteses foram construídas para o teste da existência de diferenças significativas no comportamento dos investidores, quando expostos aos diferentes cenários construídos para a ocorrência, aumento ou redução do efeito disposição. Testou-se também a influência de variáveis como idade, gênero, realização de investimento, condições de mercado e perfil do investidor nas decisões de investimento. Para isso, a amostra foi constituída por 94 indivíduos divididos nos três cenários, a partir dos quais apresentaram suas respostas às situações de investimento.

Para as questões relacionadas a ganhos, observou-se que as variáveis “idade”, “gênero” e “perfil de investimento” não apresentaram significância para explicar a ocorrência do efeito disposição nas decisões de investimento. Já para as questões relacionadas à perda, apenas as variáveis “cenário” e “mercado” foram consideradas preditoras quanto à explicação da ocorrência do efeito disposição.

Os resultados sugerem que, em mercados favoráveis, os indivíduos que realizaram investimentos com ações ganhadoras tenderam a mantê-las em carteira, enquanto os indivíduos que possuíam títulos perdedores tenderam a vendê-los, caracterizando um comportamento afetado pelo efeito disposição. Entretanto, o mercado desfavorável apresenta uma situação inversa ao efeito disposição.

A comparação dos cenários demonstrou que, diferente dos achados de Khrisman e Brooker (2002), a inserção de relatórios de recomendação dos analistas e informações contábeis não afetam significativamente as decisões de investimento dos indivíduos em mercados favoráveis que possuíam títulos ganhadores. Observou-se uma pequena redução do efeito, mas essa redução não foi estatisticamente significativa para corroborar com a hipótese de que a inclusão das mesmas reduz o efeito.

No caso do mercado desfavorável, os resultados indicam uma ocorrência inversa ao que preconiza a literatura. Após a inclusão das recomendações e informações contábeis, os indivíduos tiveram um comportamento que aumentou o efeito disposição, ou seja, aqueles indivíduos que estavam vendendo suas ações (cenário 01) deveriam continuar a vender suas ações após o incremento das recomendações e informações (cenário 02 e 03), mas diferentemente do esperado, os indivíduos tenderam a manter as ações em suas carteiras de investimento.

O comportamento encontrado no mercado desfavorável pode ser, em parte, explicado pela inexperiência quanto à atuação no mercado financeiro, bem como pelo perfil conservador da amostra. No entanto, esses achados apresentam uma evidência relevante acerca desses investidores amadores, que é a influência sofrida pela existência das recomendações de

analistas e informações contábeis nos relatórios recebidos. Os indivíduos acabaram confiando nas informações contábeis, mas erraram na interpretação destas, enquanto desconfiaram das recomendações dos analistas, mesmo não possuindo capacitação técnica adequada para tal julgamento.

As constatações da pesquisa apresentam novas evidências ao teste das hipóteses levantadas por Basu e Waymire (2006) e Dickhaut, Basu e Waymire (2010), no que concerne à importância dos registros contábeis como fonte de informação que gera confiança nas relações entre os indivíduos e permite trocas recíprocas. Tendo em vista que a inserção das informações contábeis e das recomendações dos analistas influenciou significativamente a decisão dos indivíduos, apesar de não terem permitido a minimização do efeito disposição, os achados fornecem novos indícios de que a existência de informações contábeis públicas podem influenciar as decisões dos indivíduos, cumprindo com as premissas que levaram ao desenvolvimento dos mercados e fazem da Contabilidade uma instituição econômica fundamental ao desenvolvimento econômico. No entanto, tais achados fortalecem a necessidade de maiores discussões relacionadas à relevância da informação contábil no que diz respeito à tomada de decisão com qualidade e redução de vieses, bem como buscar explicações ao que se refere ao comportamento do indivíduo e seu perfil de investidor, os quais podem trazer alternativas de respostas para tais constatações.

Destaca-se que essas evidências não podem ser generalizadas, tendo em vista as características dos respondentes da pesquisa, estudantes de graduação e pós-graduação, o perfil conservador para decisões de investimentos e aspectos relacionados aos fatores psicológicos e relações de confiança são importantes para explicação dos achados. E permitem alicerçar as implicações na elaboração de novas pesquisas cuja tomada de decisão do investidor individual seja o cerne da investigação.

Os achados da pesquisa corroboram com questões relacionadas à importância dos profissionais de análise de investimento nas relações estabelecidas com os investidores, corroborando com os achados de Polman (2012) quanto à qualidade e sucesso das recomendações de assessores e consultores financeiros. Considera-se que as recomendações dos analistas podem ser fortemente influenciadas pela remuneração, as quais são baseadas no retorno financeiro do cliente, quanto maior for o retorno, maior será a remuneração recebida, de forma que as análises e interpretações serão conduzidas ao risco e maximização de resultados.

A impossibilidade de ter acesso a investidores profissionais pode ser considerada uma limitação da pesquisa, entretanto foi utilizada como amostra da pesquisa estudantes de graduação e pós-graduação em Contabilidade, pela proximidade que esses indivíduos apresentam quanto às informações contábeis disponibilizadas pelo mercado. Na literatura, verifica-se a indicação da técnica estatística experimental, entretanto não foram alcançados dados suficientes para fazer inferências, bem como assegurar premissas indispensáveis para tratamento dos dados, fato que limitou a pesquisa à utilização da técnica *survey*.

Estudos futuros podem considerar situações problemas que identifiquem a ocorrência do efeito disposição nas recomendações dos analistas de investimentos, investigar como isso pode interferir na indicação do analista para decisões do investidor. Bem como buscar identificar se o efeito disposição pode impactar o processo de elaboração dos relatórios de recomendação de investimentos no que tange a concepção de risco do analista. Nessa perspectiva, podem-se realizar estudos que enfoquem o comportamento ético desses profissionais e como suas atitudes podem interferir na dinâmica do mercado e fortalecimento das relações comerciais.

**REFERÊNCIAS**

- ACCORSI, A ; DECOURT, R. F. ; MADEIRA NETO, J. . Behavioral Finance and the Investment Decision-making Process in the Brazilian Financial Market. **The Icfai Journal of Behavioral Finance**, v. IV, p. 59-74, 2007.
- ANDERSON, D. R.; SWEENEY, D. J.; WILLIAMS, T. A.. **Estatística Aplicada a Administração e Economia**. 2 Ed., São Paulo: Thomson, 2007.
- ARRUDA, P. B.. **Uma investigação sobre o efeito disposição**. Dissertação apresentada ao Programa de Pós-graduação em Engenharia de Produção da Universidade Federal de Santa Catarina. Florianópolis, 2006.
- BARBER, B. M.; ODEAN, T.. The behavior of Individual Investors. **Handbook of the Economics of Finance**, v. 2. Elsevier, North-Holland, p. 1533–1570, 2011. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1872211>>. Acesso em: 27 de dezembro de 2013.
- BARBERIS, N.C; XIONG, W.. What Drives the Disposition Effect? An Analysis of a Long-Standing Preference-Based Explanation . **The Journal of Finance**. v. LXIV, n. 2, April 2009. <http://dx.doi.org/10.1111/j.1540-6261.2009.01448.x>
- BARBERIS, N. C. Thirty Years of Prospect Theory in Economics: A Review and Assessment. **Journal of Economic Perspectives**. v. 27, n. 1, p. 173–196, 2013. <http://dx.doi.org/10.1257/jep.27.1.173>
- BASU, S.; WAYMIRE, G. B. Recordkeeping and Human Evolution. **Accounting Horizons**. v. 20, n. 3, p. 201-229. Set. 2006. <http://dx.doi.org/10.2308/acch.2006.20.3.201>
- BEN-DAVID, I. ; HIRSHLEIFER, D. Are Investors Really Reluctant to Realize their Losses? Trading Responses to Past Returns and the Disposition Effect. **Review of Financial Studies**. v. 25, n. 8, p. 2485-2532, 2012. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1876594>
- BOFF, L. H.. **Processo Cognitivo de Trabalho de Conhecimento: Um estudo exploratório sobre o uso da informação no ambiente de Análise De Investimentos**. Tese apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração da Escola de Administração da Universidade Federal do Rio Grande do Sul. Porto Alegre, 2000.
- BOGEA, F.; BARROS, L. A. B. C. Processo de Tomada de Decisão do Investidor Individual Brasileiro no Mercado Acionário Nacional: Um Estudo Exploratório enfocando o Efeito Disposição e os Vieses da Ancoragem e do Excesso de Confiança. **Gestão & Regionalidade**. v. 24, núm. 71, out, p. 6-18, São Caetano do Sul, 2008. Disponível em: <<http://www.redalyc.org/articulo.oa?id=133417314002>>. Acesso em: 25 de abril de 2013.
- CRANE, A. D.; HARTZELL, J. C.. Is There a Disposition Effect in Corporate Investment Decisions? Evidence from Real Estate Investment Trusts. July 16, 2010. Disponível em: <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1031010](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1031010)>. Acesso em: 27 de dezembro de 2013. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1031010>
- CESAR, A. M. R. V. C.; AKAMINE JR., A.; PEREZ, G. Processos Cognitivos Envolvidos na Estimativa de Metas Orçamentárias: Um estudo nas áreas de Logística e do Transporte

Rodoviário de Cargas. In: 11º Congresso USP Controladoria e Contabilidade, São Paulo, 2011. **Anais...**, 2011.

CHENG, T. Y.; LEE, C. I; LIN, C. H.. An examination of the relationship between the disposition effect and gender, age, the traded security, and bull–bear market conditions. **Journal of Empirical Finance**, v. 21, p. 195–213, 2013.  
<http://dx.doi.org/10.1016/j.jempfin.2013.01.003>

DICKHAUT, J.. The brain as the original accounting institution. **The Accounting Review**. Austin, Texas, v. 84, n. 6, p. 1703–1712, nov.2009.  
<http://dx.doi.org/10.2308/accr.2009.84.6.1703>

\_\_\_\_\_ et al. Neuroaccounting: consilience between the biologically evolved brain and culturally evolved accounting principles. **Accounting Horizons**. v. 24, n. 2, p. 221–255, jun.2010. <http://dx.doi.org/10.2308/acch.2010.24.2.221>

FIELD, A. . **Discovering Statistics Using SPSS**. London: Sage publications. Third Edition, 2009.

GARCIA, R.. **O Processo de Decisão: Investigação teórico-empírica da mudança do paradigma analógico para o digital no ramo fotográfico brasileiro**. Dissertação apresentada ao Programa de Mestrado em Contabilidade da Universidade Federal do Paraná. Curitiba, 2007.

GUJARATI, Damodar. **Econometria Básica**. Tradução de Maria José Cyhlar Monteiro. 2ª tiragem. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006.

HAUBERT, F. L. C. ; DE LIMA, M. V ; HERLING, L. H. D. . Finanças comportamentais: um estudo com base na teoria do prospecto e no perfil do investidor de estudantes de cursos *stricto sensu* da grande Florianópolis. **Revista Eletrônica de Estratégia & Negócios**, v. 5, p. 171-199, mai/ago, 2012.

HARDIES, K. ; BREESCH, D. ; BRANSON, J. . Gender differences in overconfidence and risk taking: Do self-selection and socialization matter? **Economics Letters**. v.118, p. 442-444, 2013. <http://dx.doi.org/10.1016/j.econlet.2012.12.004>

HENS, T.; VLCEK, M. .Does prospect theory explain the disposition effect? **Journal of Behavioral Finance**, v. 12, p. 141–157, 2011.  
<http://dx.doi.org/10.1080/15427560.2011.601976>

KAHNEMAN, D. ; TVERSKY, A. . Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk. **Econometrica**, v. 47, n. 2, p. 263-292. Mar., 1979. <http://dx.doi.org/10.2307/1914185>

KRISHNAN, R. ; BOOKER, D. M. . Investors' use of analysts' recommendations. **Behavioral Research in Accounting**, p. 129-156. 2000.

LI, Y. ; YANG, L. . Prospect theory, the disposition effect, and asset prices. **Journal of Financial Economics**. v. 107, p. 715–739, march 2013.  
<http://dx.doi.org/10.1016/j.jfineco.2012.11.002>

LIMA, D. H. S. de ; RODRIGUES, J. M. ; SILVA, C. A. T. . Impacto do Nível de Evidenciação de Informações Contábeis sobre a Precificação de Ações no Contexto de Seleção Adversa: uma pesquisa experimental. In: IV Congresso Anpcont, Natal, 2010. **Anais...**, 2010.

LOPES, E. C. ; VALENTIM, M. L. P. . Mediação da informação no âmbito do mercado de capitais. **Informação & Informação**. Londrina, v. 13, p. 87-106, 2008.

LUCCHESI, E. P. **O efeito disposição e suas motivações comportamentais: um estudo com base na atuação de gestores de fundos de investimento em ações**. Tese apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2010.

MARTINEZ, A. L. **Analisando os Analistas: Estudo Empírico das Projeções de Lucros e Recomendações dos Analistas de mercado de capitais para as empresas brasileiras de capital aberto**. Tese apresentada a Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas. São Paulo, 2004.

\_\_\_\_\_. Determinantes da Acurácia das Previsões dos Analistas do Mercado de Capitais. **UnB Contábil**, v. 10, p. 69-96, 2007.

MOREIRA, B. C. M. . **Três ensaios sobre Finanças Comportamentais e Neuroeconomia: testando o Efeito Dotação, Efeito Overconfidence e Efeito Gratificação Instantânea em crianças**. Tese apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração na Universidade Federal de Santa Catarina. Florianópolis, 2012.

PRATES, W. R. . **A Tomada de Decisão Individual e em Grupo: Um Ensaio Experimental em Finanças Comportamentais**. Dissertação apresentada ao Programa de Pós Graduação em Administração da Universidade Federal de Santa Catarina. Florianópolis, 2012.

POLMAN, E. . Self–other decision making and loss aversion. **Organizational Behavior and Human Decision Processes**. v. 119, p. 141–150, november 2012. <http://dx.doi.org/10.1016/j.obhdp.2012.06.005>

SHEFRIN, H. ; STARTMAN, M. . The Disposition to Sell Winners Too Early and Ride Losers too Long: Theory & Evidence. **The Journal of Finance**. v. XL, n. 3, jul., 1985. <http://dx.doi.org/10.1111/j.1540-6261.1985.tb05002.x>

VIRLICS, A. . Investment Decision Making and Risk. **Procedia Economics and Finance**. v. 6, p. 169 – 177, 2013. [http://dx.doi.org/10.1016/S2212-5671\(13\)00129-9](http://dx.doi.org/10.1016/S2212-5671(13)00129-9)

WAYMIRE, G. Exchange guidance is the fundamental demand for accounting. **The Accounting Review**, v.84, p. 53–62. 2009. <http://dx.doi.org/10.2308/accr.2009.84.1.53>

YAO, J. ; LI, D. . Bounded rationality as a source of loss aversion and optimism: A study of psychological adaptation under incomplete information. **Journal of Economic Dynamics and Control**, v. 37, p.18–31, jan., 2013. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jedc.2012.07.002>