

ANÁLISE FINANCEIRA E A GESTÃO DO CONHECIMENTO: UMA REFLEXÃO

*** Rafael Bianchini Glavam**

INTRODUÇÃO

Cada vez mais presente em todos os processos empresariais e em nossas vidas, a globalização tem cada vez maior impacto sobre a gestão das organizações, em todos os setores e processos de trabalho.

Como os demais departamentos organizacionais, o financeiro não escapa desta premissa, pois o mesmo cada vez mais, ante á ser um mero controle numérico por meio de fluxo de caixa, onde autorizava ou não a compra de matérias-primas, expansões e campanhas publicitárias, passa a ser fator fundamental e de valor estratégico, ao lidar com a informação.

Este por sua vez é fator essencial para as organizações inseridas neste ambiente moderno e competitivo.

Devido a este novo contexto onde se encontra inseridas as organizações, torna-se necessário que as organizações e seus departamentos, especialmente o departamento financeiro, sejam estruturados para lidar com informação, ao contrário do enfoque tradicional contábil e de análise financeira, estática e linear.

Cita-se ainda que os únicos valores que aparecem nos modelos econômicos atuais são aqueles que podem ser quantificados de acordo com atribuição de pesos monetários, onde esse enfoque na quantificação passa a impressão de que a economia seja uma ciência exata.

Desta forma, o presente artigo tem como premissa refletir acerca da adequação da análise financeira ante a gestão do conhecimento, onde nessa nova sociedade a riqueza encontra-se na capacidade e velocidade com que as informações são transformadas em ações.

Inicialmente o artigo resgata o conceito da contabilidade, para após apresentar os conceitos tradicionais de finanças, assim como o conceito de gestão do conhecimento e posterior apresentação das finanças comportamentais.

PALAVRAS CHAVES: Contabilidade, Gestão do Conhecimento, Finanças Comportamentais.

1 ANÁLISE FINANCEIRA

Para Assaf Neto (2002), a análise das demonstrações financeiras torna-se fator primordial para a compreensão de uma organização, pois fornece um ponto inicial para se compreender uma empresa, seja ela de qualquer setor econômico ou segmento que pertença.

Brasil (1999) complementa que as informações produzidas pela contabilidade através da análise financeira tradicional, têm sido alvo de várias críticas ao longo dos anos quanto ao seu objetivo de geração de informações úteis para tomada de decisões.

Desta forma, torna-se necessária resgatar um breve relato da história da contabilidade.

1.1 Contabilidade

Decorrente da necessidade de registrar suas transações de troca, as primeiras transações de troca datam de 4500 A.C, feito pelos Assírios, Caldeus e outros povos. No antigo Egito era usado o Papiro e o hieróglifo como registro, sendo estes chamados de Escribas, os atuais contadores. Já no império Romano surgem registros governamentais fazendo uso mais amplo e elaborado, como ao descrever lucros, despesas e relações de propriedade.

Masi (1995) cita que Leonardo Pisa publicou Idade Média publicou um livro contendo capítulos de adição, subtração, preço de produtos, sociedades e introduziu os dês numerais arábicos.

É atribuído a Luca Pacioli, frade franciscano, a criação da contabilidade, mais especificamente o método das Partidas Dobradas. Em 1494 o frade publicou um tratado de matemática denominado “Suma de Aritmética, Geometria, Proporções e Proporcionalidade”, onde constavam 36 capítulos sobre contabilidade, denominado “Tratado Particular de Conta e Escrituração.

Segundo Mattessich (1960), o autor não requisitou a autoria do método para si, pois segundo este alguns comerciantes de Veneza, já o usavam, tendo sido ele um organizador de um método contábil completo, utilizado até hoje pelo mundo todo, complementa Vlaemminck (1961).

Importante ressaltar que tal método teve impulso com a revolução industrial, a intensificação do comércio internacional e as guerras fizeram inúmeras falências, sendo necessário então levantamento de perdas e lucros.

Assim, a Contabilidade como conhecemos hoje se ajustou a Revolução Industrial, oferecendo suporte para registro dos atos e fatos necessários as transações geradas pelas atividades comerciais e industriais.

Entretanto, as transformações com que passam a economia mundial estão gerando um mundo onde não se pode mais resolver questões importantes com instrumentos e técnicas advindas da Revolução Industrial. Nessa sociedade, deverá surgir uma nova contabilidade para poder anteriormente á embasar o departamento financeiro com dados financeiros contábeis, deverá encontrar novas formas de

apropriação, onde a consideração explícita da imprecisão inerente a informação será explícita.

No passado, o interesse estava no valor patrimonial de uma empresa. Hoje, apesar de necessário, isto não é suficiente. Torna-se necessário saber quanto vale a marca, o conhecimento, o estágio do produto no ciclo de produto, mensurar a tecnologia, dentre outros.

Segundo Schackle (1972), a teoria econômica e a contabilidade tradicional não se dão conta das formas e são lineares, pois estas estão interessadas nas quantidades e nas proporções, mais do que nas formas, estruturas e nas combinações finas e complexas de componentes.

Assim, nesta época de competitividade e de ativos intangíveis, as atuais ferramentas contábeis não são suficientes para processo decisório.

1.2 Antiga Visão de Finanças ou Finanças Antigas

As teorias tradicionais de Finanças, em sua quase totalidade, foram construídas a partir de uma abordagem microeconômica neoclássica cujo paradigma central é a racionalidade dos agentes econômicos. Mais especificamente, assume-se que os indivíduos que atuam nos mercados financeiros são capazes de atualizar corretamente suas crenças após receberem novas informações e que suas decisões são consistentes com o conceito de Utilidade Esperada Subjetiva como apresentado por Savage (1964).

O paradigma tradicional possui a significativa vantagem da simplicidade e facilidade de modelagem do ponto de vista do pesquisador. Não obstante, a validade deste arcabouço para descrever o comportamento dos mercados é uma questão de natureza empírica. Se as teorias baseadas no agente racional fossem capazes de explicar satisfatoriamente os mais importantes fenômenos investigados pela literatura de Finanças, não haveria razão – ou, pelo menos, não haveria forte motivação – para se questionar seus fundamentos e propor abordagens alternativas. Todavia, um vasto conjunto de evidências empíricas produzidas nas últimas décadas revela que as teorias disponíveis baseadas na suposição de racionalidade dos indivíduos não são capazes de explicar a contento diversos fenômenos regularmente observados nos mercados financeiros.

As dificuldades da teoria tradicional no que se refere à sua validade empírica sugerem duas abordagens possíveis. A primeira é a reformulação das mesmas sem, no entanto, abandonar o pressuposto de racionalidade dos agentes. A segunda consiste na mudança de paradigma, a partir do reconhecimento de que as pessoas nem sempre se comportam racionalmente. Este último curso de ação orienta todo o campo das Finanças Comportamentais, uma área de estudos de desenvolvimento recente e crescimento acelerado.

Entretanto, anteriormente a apresentação das Finanças Comportamentais é necessário resgatar alguns conceitos acerca da tradicional visão das finanças.

1.2.1 Análise Técnica

Murphy (1986, p.25) cita que Análise técnica é o estudo do comportamento histórico do mercado para determinar o estado atual ou as condições futuras do mesmo. O analista técnico observa tendências deste comportamento e avalia como o mercado reage a estas. Em sua essência, a análise técnica assume que os mercados exibirão comportamentos futuros que são consistentes com o passado, ou seja, o técnico se orienta pela repetição de padrões de comportamento do mercado. A análise tem como objetivo, a predição de quando os preços irão se mover, quando é a hora certa para entrar ou sair do mercado.

O autor complementa ainda que existem três premissas básicas onde está fundamentada a análise técnica: preços de mercado descontam “tudo” (fundamentos econômicos, políticos, psicológicos entre outros); os preços movem-se em tendências; e por fim, que a história se repete ou seja, que o comportamento dos preços no passado se repetem no futuro, Murphy (1986, p.2).

Damodaran (2003) argumenta que muito da estrutura da análise técnica e o estudo dos mercados tem a ver com o estudo da psicologia. Padrões gráficos, por exemplo, têm sido estudados e classificados ao longo dos últimos cem anos refletem certas figuras que aparecem nos gráficos de preços. Essas figuras revelam a psicologia altista ou baixista do mercado. Uma vez que tais padrões funcionaram bem no passado, assume-se que continuarão a funcionar bem no futuro. Eles baseiam-se no estudo da psicologia, que tende a não se alterar. Desta forma, a chave para entender o futuro reside no estudo do passado, ou que o futuro é apenas uma repetição do passado.

A crença de que os padrões recorrentes do mercado seguem uma ordem e não são movimentos aleatórios é inerente ao estudo da análise técnica. Outro importante corolário é que os padrões de mercado não são somente manifestações de dados econômicos, mas também representam a emoção e a lógica dos analistas que atuam no mercado. O analista técnico assume que diferentes comportamentos do mercado irão se repetir no futuro, pelo mesmo motivo que os comportamentos dos analistas se repetirão.

Ainda segundo Damodaran (2003), a premissa básica para a análise técnica está no fato de que todos os fatores que, direta ou indiretamente, afetam o mercado, como as informações fundamentalistas, comportamento emocional ou leis naturais, são refletidos nas duas principais fontes para a análise: o preço e volume praticados pelo mercado. Análise técnica é o caminho para analisar o mercado de diferentes perspectivas. Os mercados não são simplesmente reflexos da economia, mas a combinação de confiança, medo e sonhos de todos os participantes. A análise técnica é uma tentativa de representar e quantificar em gráficos todas essas informações abstratas

Pereira (1997) separa os diferentes tipos de análises técnicas em dois grandes grupos:

- A) Análise subjetiva: refere-se ao estudo sujeito as interpretações independentes do uso das ferramentas estatísticas. Por exemplo, a interpretação de gráficos de ponto e figura ou ombro-cabeça-ombro)

- B) Análise objetiva: refere-se ao estudo que pode ser analisado e seus resultados verificados com a utilização de métodos estatísticos ou modelos matemáticos. Por exemplo, o modelo de médias móveis.

1.2.2 Análise Fundamentalista

Análise fundamentalista é o estudo dos fatores que afetam as situações de oferta e demanda de um mercado, com o objetivo de determinar o valor intrínseco de um ativo. Através dessa análise, o analista está apto a comparar o preço encontrado com o preço do mercado e classificá-lo como sobre-avaliado com sinalização de venda, sub-avaliado com sinalização de compra ou que seu preço é condizente (justo) com o praticado pelo mercado. Em vista disso, a análise fundamentalista define qual o ativo deve ser comprado ou vendido. Esta análise geralmente está atrelada a grandes movimentos no longo prazo e não prediz o tempo certo para entrar ou sair do mercado.

Bodie, Kane e Marcus (2002) definem análise fundamentalista como a determinação do valor presente de todos os pagamentos que os acionistas receberão por cada ação. Para isso, os analistas devem levar em consideração lucros e dividendos esperados pela empresa, expectativas econômicas e a avaliação de risco da empresa.

De acordo com Snead (1999) a análise fundamentalista é inerentemente profética, pois o analista faz projeções que objetivam encontrar equações futuras para as curvas de oferta e demanda do mercado. O fundamentalista freqüentemente visa obter o dueto: causa e efeito de uma variável e seus impactos sobre o mercado, ou seja, preocupam-se em definir o motivo pelo qual os preços se direcionarão no futuro.

Como observado, as definições podem estar direcionadas a determinado tipo de ativo ou mercado, assim como Bodie, Kane e Marcus definiram a análise sob a ótica do mercado de ações, Pereira definiu sob a ótica do mercado de commodities.

Segundo Winger e Frasca (1995, pg.216), a análise fundamentalista tem em seu alicerce a análise de três fatores: análise da empresa; análise da indústria em que a empresa está inserida e a análise geral da economia. É essencial que estes três fatores sejam analisados, não importando a ordem de suas utilizações. Os impactos da economia para com a empresa ou ativo objeto são essenciais. Qualquer previsão estará baseada nas projeções econômicas tanto do país onde está inserido como do mercado analisado.

Até mesmo a análise econômica mundial e de seus principais participantes deve ser considerada. Para isso, o fundamentalista deve estar atento às publicações sobre a economia a fim de obter conhecimento geral de como a economia está eventualmente captar as idéias dos principais especialistas do mercado. Dois métodos podem ajudar nessa tarefa: acompanhar as publicações governamentais, dentre os quais estão os relatórios de indicadores econômicos e analisar diferentes opiniões de especialistas a fim de alcançar um consenso sobre a perspectiva da economia.

Os indicadores representam essencialmente dados e/ou informações “sinalizadoras” do comportamento das diferentes variáveis e fenômenos componentes de um sistema econômico de um país, região ou estado. Esses indicadores são fundamentais tanto para propiciar uma melhor compreensão da situação presente e o

delineamento das tendências de curto prazo da economia, quanto para subsidiar o processo de tomada de decisões estratégicas de agentes públicos e privados. Além do papel que desempenham na interferência das curvas de oferta e demanda de determinado ativo. Como isso, os fundamentalistas analisam esses indicadores com o objetivo de equacionar o comportamento da relação entre oferta e demanda no futuro para predizerem o comportamento do preço futuro.

O objetivo da análise econômica, além de fornecer subsídios para a análise dos ativos, é antecipar possíveis movimentos da economia do país antes que essa informação se torne um consenso para o mercado, ou seja, a análise deve possibilitar ao analista se antecipar ao restante do mercado na realização de operações.

Alguns fatores são considerados parte integrante da análise fundamentalista, porém não dizem respeito à economia num âmbito geral, mas podem influenciar a relação entre oferta e demanda para determinado ativo. São os chamados eventos extraordinários nos quais se encontram as condições climáticas, eventos da natureza como furacões ou terremotos, guerras, greves entre outros. Todos esses fatores devem ser levados em consideração na utilização da análise fundamentalista.

1.2.2.1 Métodos de Análise Fundamentalista

Diferentes métodos são utilizados para a determinação do valor intrínseco do ativo, uma das bases principais do estudo fundamentalista. Em geral, esses modelos são aplicados no mercado de ações onde empresas estão relacionadas aos ativos, objetos da análise. Para outros ativos, o modelo de precificação baseado no equilíbrio da equação entre oferta e demanda é amplamente utilizado. Damodaran (2003, pg.11) afirma que qualquer ativo pode ser avaliado, porém alguns podem ser mais facilmente avaliados do que outros e os detalhes da avaliação variam de caso para caso.

Em termos gerais, existem três abordagens para a avaliação em especial de ações. A primeira, avaliação por fluxo de caixa descontado, relaciona o valor de um ativo ao valor presente dos fluxos de caixa futuros esperados para o mesmo ativo.

A segunda, a avaliação relativa, estima o valor de um ativo enfocando a precificação de ativos comparáveis relativamente a uma variável comum como lucros, fluxos de caixa, valor contábil ou vendas. A terceira, avaliação de direitos contingentes, utiliza modelos de precificação de opções para medir o valor de ativos que possuam características de opções.

O mesmo autor ressalta, a possibilidade de diferenças significativas nos resultados, dependendo da abordagem utilizada. A abordagem clássica para a avaliação fundamentalista de ativos, exceto ações, é o modelo de oferta e demanda. Por este modelo, os analistas estudam os impactos que os fundamentos econômicos podem ocasionar no preço de equilíbrio entre oferta e demanda.

1.2.3 Análise Técnica e Fundamentalista: Comparativo

As análises apresentadas têm como objetivo comum o estudo das tendências de preços de mercado e mais além, a predição do movimento desses preços ao longo do tempo. Obviamente, essas análises seguem princípios diferentes, como abordados

anteriormente. A utilização dessas análises é objeto de grande discussão entre os participantes do mercado.

A análise técnica não é assunto principal nas pesquisas acadêmicas devido ao alto subjetivismo envolvido nas interpretações de e na dificuldade realizar testes objetivos para comprovar sua metodologia. Segundo Nicholson (2000), ao contrário da análise fundamentalista, a análise técnica está mais para o campo artístico do que para uma ciência propriamente dita.

Elias Pereira (1997) complementa que as estratégias utilizadas pela análise técnica são discutíveis e carecem de fundamentação teórica. Na visão dos técnicos, justamente por não possuírem fundamentos, o analista tem a vantagem de operar em diferentes mercados ou ativos ao mesmo tempo ao passo que o analista fundamentalista está restrito ao mercado em que opera devido à onerosa tarefa de entender as relações entre fatores fundamentais e os ativos subjacentes.

Para os fundamentalistas estritos, o sucesso da análise técnica é uma consequência das leis de probabilidades, até mesmo uma seleção aleatória de ativos poderia trazer uma operação bem sucedida. No entanto, é consenso não existir uma resposta certa de qual análise é melhor. O que existe são situações onde melhor se aplica cada uma das análises.

Noronha (1995) compara que, embora ambas tenham como objetivo a predição da direção dos preços, as análises diferem na sua forma de avaliação. A escola fundamentalista estuda as causas do movimento do preço, enquanto a escola técnica estuda os efeitos. O analista técnico argumenta que os efeitos são os principais pontos que necessita descobrir e que as razões pelas quais os preços se movimentam são desnecessárias.

O analista fundamentalista, por outro lado, sempre procura entender o motivo que levou aos efeitos nos preços. A escola fundamentalista trabalha com dados provenientes do estudo econômico-financeiro dentro do cenário micro e macro econômico, eventualmente, associado ao cenário internacional, enquanto a escola técnica trabalha com dados disponibilizados pela movimentação dos preços e volumes, utilizando gráficos, teorias e indicadores matemático-estatísticos a eles relacionados.

1.3 Gestão do Conhecimento

Nesta economia do conhecimento apresentada anteriormente, o conhecimento das pessoas torna-se um bem potencialmente valioso.

Antagonicamente ao capital e as velhas formas de estruturar e demonstrar análise contábil ou financeira, onde o capital é cumulativo e seu uso oferece variações de perda e acumulação e o conhecimento por sua vez, não desgasta-se pelo uso e aplicação, ao contrário, cresce pelo uso e desaparece no desuso.

A gestão do conhecimento como disciplina ou estudo traz uma série de exemplos dos chamados ativos intangíveis, como o valor da marca, conhecimento dos funcionários, que apesar de terem seus primeiros esboços de representação, estes ainda não trazem

eficácia nos nossos modelos de análise contábil e conseqüentemente de análise financeira.

Isto, pois, a inovação organizacional é hoje mais importante que a inovação pura, pois na sociedade industrial a riqueza estava associada a um modelo de produção que privilegiava a padronização, ao passo que a sociedade do conhecimento pressupõe a conectividade e integração, com os processos vistos em sua totalidade e o conhecimento sendo o mais importante recurso. Assim, nessa nova sociedade, a riqueza encontra-se na capacidade e na velocidade com que as informações são transformadas em ações. Desta forma, são necessárias novas formas de análise financeira.

1.4 Finanças Comportamentais

Dentre as principais questões que vêm sendo debatidas em Finanças está a validade das premissas assumidas por suas teorias mais tradicionais, em particular a da racionalidade dos agentes econômicos. Neste contexto, surgiram diversos trabalhos com objetivo de aprimorar os modelos teóricos dominantes, incorporando aspectos comportamentais antes desconsiderados.

Estas linhas de pesquisa deram origem a um novo e promissor campo de estudo denominado de Finanças Comportamentais. O notável crescimento desta abordagem não ortodoxa tem sido motivado, em especial, pela tentativa de explicação satisfatória de uma gama de fenômenos regularmente observados nos mercados financeiros e incompatíveis com as predições dos modelos tradicionais.

Shleifer e Summers (1990) foram os primeiros a definir os limites à arbitragem e a psicologia como os dois pilares fundamentais sobre os quais se constrói a abordagem de Finanças Comportamentais. Os limites à arbitragem estão relacionados com a dificuldade que os investidores racionais podem enfrentar para desfazerem distorções provocadas por investidores menos racionais. A psicologia, por sua vez, descreve com mais detalhe os possíveis desvios da racionalidade pura que podem responder por estas distorções.

Para Talati, (2002), desvios em relação ao comportamento racional são intrínsecos à natureza humana e devem ser incorporados à análise econômica como uma extensão natural dos modelos tradicionais, uma vez que as evidências sugerem tanto que os agentes são capazes de cometer certa variedade de erros sistemáticos, como também que as distorções deles advindas têm importantes implicações econômicas.

Alguns dos estudos mais importantes na área de Finanças Comportamentais mostram que em uma economia na qual agentes racionais e irracionais interagem entre si, a irracionalidade pode influenciar significativamente os preços dos ativos. Não obstante, para que possam produzir predições mais detalhadas, os modelos comportamentais precisam especificar a forma da irracionalidade dos agentes, ou seja, de que maneira seu comportamento diverge da teoria normativa tradicional. A psicologia desempenha aí um papel fundamental, ao fornecer o embasamento teórico que explica os vieses cognitivos que influenciam as preferências, o comportamento e as decisões das pessoas.

Os fundamentos de Finanças Comportamentais são discutidos mais detalhadamente a seguir.

1) Limites à arbitragem

Nos modelos tradicionais, que partem da premissa de que os agentes são todos racionais e não há fricções, o preço de um ativo no mercado é equivalente ao seu valor “fundamental”, dado pela soma dos valores descontados dos seus fluxos de caixa esperados.

A hipótese de que os preços atuais refletem os valores fundamentais é conhecida como a Hipótese de Mercados Eficientes, apresentada por Fama (1970). Na visão de muitos economistas, mesmo que parte dos agentes dos mercados financeiros atue de forma irracional, a Hipótese de Mercados Eficientes prevalecerá. Seu argumento baseia-se essencialmente em duas assertivas:

a) se houver um desvio dos preços dos ativos em relação a seus valores "corretos", cria-se uma oportunidade atrativa de lucros;

b) agentes racionais aproveitarão rapidamente esta oportunidade, conduzindo os preços de volta a seus valores de equilíbrio, situação na qual o preço e o valor fundamental do ativo são iguais. A este mecanismo de correção de distorções no mercado dá-se o nome de arbitragem.

Thaler e Barberis (2003) argumentam que o primeiro aspecto do argumento acima é um ponto discutível para os pesquisadores de Finanças Comportamentais. Os autores explicam que quando um ativo está mal apreçado, estratégias para retomar o equilíbrio podem ser arriscadas e custosas, tornando-se desinteressantes para os investidores racionais. Sendo assim, a presença de agentes que não são totalmente racionais poderia responder por distorções de preços permanentes ou que reverberam por longo período.

Pode-se definir arbitragem como uma estratégia de investimento que oferece ganhos sem que haja risco ou custos adicionais. Os investidores racionais, ao agirem quando notam que os preços estão incorretos, são chamados de arbitradores, por buscarem um ganho sem risco. No entanto, pesquisadores comportamentais argumentam que estas estratégias adotadas pelos agentes racionais no mundo real não podem ser chamadas de arbitragem, pois, na maioria dos casos, são arriscadas. Desta forma, o preço pode permanecer incorreto.

Dentre os riscos a que os "arbitradores" estão expostos, destacam-se (ver Thaler e Barberis, 2003 e Shleifer, 2000):

- O risco fundamental do ativo. Para que aconteça uma arbitragem no sentido clássico – sem risco – é preciso que ativos substitutos perfeitos do ativo objeto da arbitragem estejam disponíveis. Por exemplo, se o objeto da arbitragem é uma ação A, é preciso encontrar uma outra ação B cujos fluxos de caixa futuros sejam perfeitamente correlacionados com os da ação A. Em razão da dificuldade de se encontrar ativos substitutos perfeitos, é impossível eliminar parte do risco fundamental do ativo;
- O risco proveniente de movimentos dos investidores irracionais (Noise Traders). Introduzido por De Long et al (1990), é o risco de que uma distorção de preços já detectada pelos arbitradores se torne ainda mais pronunciada no curto prazo. Uma vez que existe a distorção causada por comportamentos

irracionais, é possível que esta aumente ainda mais em razão da continuidade dos referidos comportamentos. Neste caso, os arbitradores sofreriam severos prejuízos por um período de tempo que não se pode determinar com precisão, o que desestimula a ação de arbitragem;

- Os custos de implementação da estratégia. Incluem-se neste tópico os chamados custos de transação, comissões, taxas, diferença entre os preços de compra e de venda de um título (bid-ask spread), dentre outros. Em seu conjunto, estes custos podem diminuir sensivelmente ou mesmo eliminar os possíveis ganhos com a arbitragem, tornando-a menos atraente.

2) Psicologia

As teorias fundamentadas nos "limites à arbitragem" mostram que investidores irracionais provocam desvios dos preços observados em relação ao valor fundamental dos ativos e que os agentes racionais têm restrições para aproveitar as oportunidades de ganho decorrentes destas distorções. Em boa parte destas teorias, deve-se destacar, a irracionalidade é tratada de forma genérica.

Uma vantagem desta abordagem é que o pesquisador não precisa lançar mão de suposições mais específicas acerca do funcionamento da cognição dos indivíduos. Por outro lado, abordagens genéricas tendem a limitar a riqueza das conclusões e predições que podem ser extraídas do modelo.

Quando o pesquisador deseja explicar em maior detalhe a estrutura das distorções provocadas por agentes não racionais, pode recorrer ao vasto repertório de evidências experimentais estudadas por psicólogos ou outros investigadores do comportamento humano.

As pesquisas comportamentais revelam os vieses sistemáticos observados quando as pessoas formam suas crenças e suas preferências. Thaler e Barberis (2003) e Bazerman (2002) apresentam sumários de alguns dos principais trabalhos nesta área.

Com relação aos vieses relacionados às crenças dos indivíduos, destacam-se o excesso de confiança, otimismo, os vieses da representatividade, conservadorismo, perseverança, o viés da ancoragem e da disponibilidade. Em seguida, cada um destes em maior detalhe.

2.1 Excesso de confiança

Diversas pesquisas sobre o comportamento humano revelam que muitos indivíduos apresentam excesso de confiança nas próprias habilidades de estimação, não levando em consideração a verdadeira incerteza que existe no processo. Pessoas acreditam que suas estimativas em situações que envolvem incerteza são mais precisas do que realmente são.

Tversky e Kahneman (1974) explicam este fenômeno de excesso de confiança como decorrente do fato das pessoas utilizarem suas estimativas iniciais como uma âncora, o que provoca um viés em suas estimativas de intervalos de confiança. Os ajustamentos das âncoras iniciais são insuficientes, levando a intervalos de confiança pequenos demais.

2.2 Otimismo

Uma evidência deste viés foi oferecida por Weinstein (1980), cujo estudo revelou que mais de 90% das pessoas pesquisadas fantasiavam demais as suas habilidades e possibilidades, acreditando que podiam fazer melhor do que realmente faziam.

2.3 Representatividade

Tversky e Kahneman (1974) pesquisaram sobre esta heurística¹, que gera vieses relacionados com o uso da representatividade como forma de simplificar a análise dos problemas. Para os indivíduos que utilizam esta heurística, a probabilidade de ocorrência de um evento específico está relacionada à probabilidade de ocorrência de um grupo de eventos representados pelo evento específico. Em outras palavras, as pessoas tendem a pensar sobre eventos ou objetos e a fazer julgamentos sobre eles baseando-se em estereótipos previamente formados.

Bazerman (2002) explica que os indivíduos tendem a ignorar informações objetivamente relevantes (medidas base) ao estimar a probabilidade de um evento quando há outras informações descritivas que são fornecidas, mesmo quando estas não são relevantes para o problema.

Além disso, as pessoas frequentemente apresentam o viés de não considerar o papel do tamanho da amostra ao considerar a validade da informação obtida com base na amostra como representativa para toda a população. É comum julgar-se que a probabilidade de um determinado evento é a mesma, independentemente do tamanho da amostra. Tversky e Kahneman (1974) argumentam que o tamanho da amostra, embora fundamental na estatística, não é uma parte relevante da intuição das pessoas.

Muitos indivíduos apresentam uma tendência a não considerar eventos independentes como tal. Pessoas acreditam que eventos aleatórios e não-aleatórios se equilibram. Observa-se que muitas pessoas tendem a ignorar o fato de que eventos extremos tendem a regredir à média em um número grande de tentativas. Perseverança Há uma série de estudos que comprovam que as pessoas frequentemente têm opinião formada, o que provoca dois efeitos: elas relutam em procurar evidências que contrariem suas crenças e ao encontrá-las, consideram-nas com excesso de ceticismo.

De acordo com Bazerman (2002), muitos buscam uma evidência confirmatória de um determinado evento, excluindo a busca por informações que não o confirmem. Isto acaba gerando um forte viés no processo decisório, pois não é possível saber se algo é verdadeiro sem haver uma checagem de sua possível não-confirmação.

No contexto acadêmico de Finanças, Thaler e Barberis (2003) observam com ironia que, embora muito já tenha se demonstrado contra a Hipótese de Eficiência dos Mercados, não são poucos ou teóricos que permanecem firmes à sua crença de que os mercados são eficientes.

2.4 Ancoragem

Pesquisas demonstram que as pessoas constroem suas estimativas a partir de um valor inicial, ou âncora, baseado em qualquer informação que lhes é fornecida, ajustando-o

para obter uma resposta final. Entretanto, Slovic e Lichtenstein (1971) evidenciaram que em grande parte dos casos os ajustamentos feitos a partir da âncora não são suficientemente grandes, resultando decisões que se desviam da racionalidade. Em outras palavras, decisões tomadas em contextos idênticos podem ser bastante diferentes em razão da presença de valores de referência distintos disponíveis para os decisores, ainda que estes valores não devessem exercer grande impacto sobre a decisão final.

2.5 Disponibilidade

Os vieses de disponibilidade estão relacionados com o fato de que os eventos mais freqüentes são mais facilmente lembrados que os demais, e que os eventos mais prováveis são mais lembrados que os improváveis. Como os exemplos citados por Bazerman (2002) indicam, o mau uso da heurística de disponibilidade pode levar a erros sistemáticos no processo de tomada de decisão gerencial.

A abordagem comportamental também se preocupa com as formas através das quais os indivíduos definem suas preferências e as utilizam para tomarem decisões. Duas das principais contribuições nesta área são a Teoria da Perspectiva, introduzida por Tversky e Kahneman (1974) e as pesquisas sobre a aversão à ambigüidade:

2.5.1 Teoria da Perspectiva (Prospect Theory)

Uma etapa fundamental quando se procura modelar fenômenos financeiros como o comportamento dos preços dos ativos é a suposição de premissas sobre as preferências dos investidores, sobre como estes avaliam os riscos envolvidos em uma decisão. A grande maioria de modelos assume que os investidores avaliam as alternativas considerando a sua utilidade esperada.

O conceito de utilidade esperada remonta aos estudos de Von Neumann e Morgenstern (1944). Os autores assumem que as preferências dos indivíduos preenchem os requisitos de completude, transitividade, continuidade e independência e, como decorrência, podem ser representadas pela esperança de uma função de utilidade. No entanto, pesquisas empíricas demonstraram que as pessoas não seguem tais abordagens normativas quando tomam muitas de suas decisões.

Dentre todas as abordagens alternativas à teoria da utilidade esperada, a mais utilizada pelos pesquisadores de Finanças Comportamentais é a Teoria da Perspectiva, proposta por Tversky e Kahneman (1974). Os autores argumentam que cada decisão tende a ser avaliada de forma independente, opondo-se à teoria da utilidade esperada.

A Teoria da Perspectiva argumenta que:

- Ganhos e perdas são avaliados relativamente a um ponto neutro de referência;
- Resultados potenciais são expressos em termos de ganhos ou perdas relativos ao ponto neutro fixado;
- As escolhas são regidas por uma função de valor em forma de “S” similar à desenhada na figura 01;
- A maneira como o problema é apresentado (perspectiva) pode alterar o ponto neutro de referência;

- A dor associada à perda de \$X é maior que o prazer associado ao ganho dos mesmos \$X.; Há uma tendência a super-avaliar eventos de pequena probabilidade e sub-avaliar eventos de média e grande probabilidade.

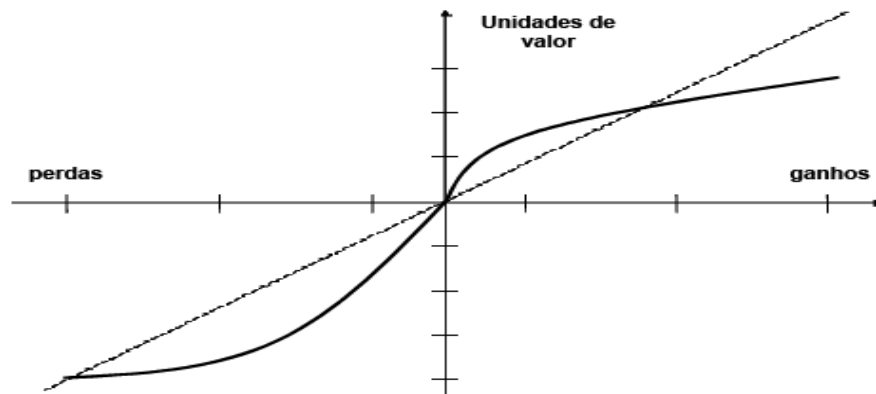


Figura 1: Função de valor (hipotética) da Teoria da Perspectiva
Fonte: Adaptado de Kahneman e Tversky (1979)

2.5.2 Aversão à Ambigüidade

De acordo com Tversky e Kahneman (1974), avaliamos erroneamente as probabilidades de ocorrências dos eventos incertos. A percepção da certeza de um evento pode ser facilmente manipulada, gerando o que os autores denominaram de pseudo-certeza (quando o indivíduo acredita que determinado evento tem 100% ou 0% de chances de ocorrer). Os efeitos de certeza e de pseudo-certeza levam a inconsistências de julgamento. No entanto, de acordo com a teoria da perspectiva, os indivíduos atribuem maior valor à certeza percebida, ou à pseudo-certeza.

Savage (1964) desenvolveu o conceito de utilidade subjetiva, propondo que, em determinadas situações, as pessoas representam as suas escolhas através de uma função utilidade que é ponderada pela probabilidade subjetiva formulada pelo decisor.

Um exemplo clássico para demonstrar a inconsistência das pessoas em relação à utilidade subjetiva é o Paradoxo de Ellsberg (1961). Os resultados do seu experimento sugerem que as pessoas não apreciam situações em que desconhecem as distribuições de probabilidade de um determinado jogo. Tais situações de ambigüidade geram desconforto, indicando aversão à ambigüidade.

2.6 Aplicações das Finanças Comportamentais

As evidências empíricas baseadas em dados financeiros indicam que novas teorias são necessárias para que se possa compreender melhor uma gama de importantes fenômenos na área de Finanças. Por sua vez, os resultados das pesquisas comportamentais sugerem que abordagens que relaxem os pressupostos tradicionais de racionalidade perfeita dos agentes podem gerar bons frutos, justificando o esforço recente de desenvolvimento do campo das Finanças Comportamentais.

Comentam-se, a seguir, resumidamente, dois trabalhos promissores que adotam a abordagem comportamental na investigação da dinâmica dos preços nos mercados de capitais e das decisões de investimento e financiamento no âmbito das empresas. As pesquisas aqui discutidas incorporam apenas dois dos diversos vieses cognitivos, os vieses

da confiança excessiva e do otimismo. Em ambos os modelos, a confiança ou otimismo é tratada(o) como um pressuposto e serve de base para a construção da teoria.

Esta discussão visa a ilustrar como se podem utilizar os resultados das pesquisas comportamentais na construção de modelos formais e quantitativos, demonstrando-se, ainda, sua utilidade descritiva e mesmo prescritiva. A abordagem de confiança excessiva / otimismo foi escolhida por ser uma das mais promissoras em Finanças atualmente. É interessante, ainda, observar como uma mesma idéia comportamental pode ser aplicada a problemas bastante distintos entre si e como ela pode ser operacionalizada de maneiras essencialmente diversas.

2.6.1 Confiança Excessiva e Bolhas Especulativas

Uma das aplicações recentes mais interessantes de Finanças Comportamentais foi apresentada por Scheinkman e Xiong (2003). A idéia básica é tentar explicar o comportamento irracional que leva à formação das bolhas especulativas assumindo que os investidores podem ser excessivamente confiantes.

Estas bolhas são caracterizadas pelo grande volume de transações de ativos por valores acima do considerado justo, exibindo também muita volatilidade de preços. Já ocorreram em diversas épocas da história, sendo a mais recente o caso das ações de empresas de Internet, na Nasdaq.

Alguns modelos clássicos de finanças consideram que os investidores têm expectativas homogêneas; isto é, todos têm as mesmas informações e conseguem determinar o mesmo valor justo dos ativos. Neste ambiente, as bolhas não seriam formadas. No modelo proposto por Scheinkman e Xiong (2003) as expectativas são heterogêneas, sendo que esta heterogeneidade é causada pelo excesso de confiança dos investidores. Os autores conseguem explicar a formação das bolhas a partir do modelo, incluindo suas três características chave: preço acima do justo, volatilidade alta e grande volume de transações.

A idéia essencial é que dois grupos de investidores, A e B, recebem dois conjuntos de sinais de informação, A_s e B_s , a partir dos quais formam suas expectativas sobre o preço do ativo. A questão é que, apesar de ambos os grupos observarem A_s e B_s , cada um deles atribui ao seu sinal um poder informacional diferente do que ele realmente possui. Por exemplo, os investidores do grupo A acreditam que A_s é mais informativo do que ele realmente é, revelando excesso de confiança. O mesmo raciocínio se aplica aos agentes do grupo B.

Os autores desenvolvem um modelo com um parâmetro f ($0 < f < 1$), indicador do grau de excesso de confiança. O valor de f corresponde à correlação entre os processos de cada sinal e do preço fundamental do ativo. Quando $f=0$ não há confiança excessiva e as expectativas se tornam homogêneas.

A partir deste argumento, Scheinkman e Xiong (2003) desenvolvem o modelo de apreçamento. No equilíbrio, um possuidor de um ativo o venderá para investidores do outro grupo sempre que sua visão dos fundamentos for ultrapassada pela visão dos outros agentes por um montante significativo.

Scheinkman e Xiong (2003) analisam os resultados teóricos e fazem exercícios numéricos que revelam a capacidade do modelo de explicar casos notórios de observações recentes de

bolhas especulativas. Além disso, suas simulações mostram que instrumentos regulatórios como o "imposto de Tobin" seriam ineficazes para a redução do valor da bolha e da volatilidade dos preços, encontrando resultados satisfatórios apenas para diminuição do volume de transações. Um imposto deste tipo aumentaria o custo das transações e tem sido bastante discutido como possível ferramenta para a diminuição da escalada irracional dos preços de ativos.

As considerações acerca do "imposto de Tobin" mostram que o modelo de Scheinkman e Xiong possui um caráter prescritivo, auxiliando na elaboração de políticas regulatórias, assim como descritivo, na medida em que ajuda a explicar a formação das bolhas especulativas.

2.6.2 Otimismo Gerencial e Finanças Corporativas

O modelo de Scheinkman e Xiong (2003) assume que os investidores dos mercados financeiros são excessivamente confiantes. Heaton (2002), por outro lado, desenvolve um modelo simples de finanças corporativas no qual os gestores são excessivamente otimistas e o mercado de capitais é eficiente (ou seja, os investidores são racionais).

Heaton (2002) define os gestores como “otimistas” quando os mesmos sistematicamente superestimam a probabilidade de um bom desempenho da empresa e subestimam a probabilidade de mau desempenho. O autor se baseia na literatura de psicologia e de negócios para apoiar sua hipótese de que os gestores são otimistas, com base em duas evidências obtidas nesta literatura: (i) as pessoas são mais otimistas em relação a resultados que elas acreditam que podem controlar (March e Shapira, 1987); e, (ii) as pessoas são mais otimistas sobre resultados com os quais estão grandemente comprometidas (Gilson, 1989).

O modelo desenvolvido por Heaton (2002) analisa sob uma nova ótica um tema bastante abordado na literatura de finanças corporativas: os benefícios e custos que podem advir do fluxo de caixa livre da empresa, que é o fluxo de caixa em excesso ao necessário para financiar os projetos atuais com VPL positivo. A questão do fluxo de caixa livre tem sido modelada por dois paradigmas dominantes e frequentemente conflitantes de finanças corporativas.

O primeiro paradigma é a abordagem das informações assimétricas, descrito por Myers e Majluf (1984). Sob esta abordagem, o fluxo de caixa livre é benéfico à empresa, pois assume-se que os gestores, considerados leais aos acionistas, possuem informações que o mercado não possui. Desta forma, os autores argumentam que os gestores algumas vezes irão recusar oportunidades com VPL positivo quando o empreendimento do projeto depender da captação de recursos via emissão de títulos sub-avaliados para mercados de capitais sub-informados (que atribuiriam um valor menor do que o preço justo aos papéis da empresa).

O fluxo de caixa livre seria benéfico por evitar esta rejeição, prejudicial à empresa à sociedade. O segundo paradigma é a abordagem dos custos de agência, descrito por Jensen (1986). Sob esta abordagem, o fluxo de caixa livre é prejudicial à empresa, devido ao conflito entre gestores e acionistas, denominado de "problema de agência dos gestores". Jensen e Meckling (1976, p. 308) definem um relacionamento de agência como "um contrato onde uma ou mais pessoas - o principal - engajam outra pessoa - o agente - para desempenhar alguma tarefa em seu favor, envolvendo a delegação de autoridade para tomada de decisão pelo agente". Segundo os autores, se ambas as partes agem tendo em

vista a maximização das suas utilidades pessoais, existe uma boa razão para acreditar que o agente não agirá sempre no melhor interesse do principal. Sob esta ótica, os gestores desejariam reter o fluxo de caixa livre para investirem em projetos que aumentariam seu bem-estar pessoal, sob a forma de maior compensação, poder ou reputação. Já os acionistas desejariam que o fluxo de caixa livre fosse distribuído, uma vez que a maioria dos projetos que aumentaria o bem-estar dos gestores seria composta por projetos com VPL negativo.

Em resumo, Jensen (1986) argumenta que um maior endividamento da empresa e o conseqüente comprometimento dos gestores com a distribuição regular de fluxos de caixa diminuiria o problema do fluxo de caixa livre e, desta forma, mitigaria os danos causados pelo conflito de interesses entre acionistas e gestores, aumentando o valor para os acionistas.

A abordagem de Heaton (2002) com base na hipótese de otimismo gerencial consegue acomodar as vantagens e desvantagens do fluxo de caixa livre em uma modelagem simples que implica um trade-off entre sub-investimento e superinvestimento sem invocar a questão da assimetria informacional ou dos conflitos de interesses. Segundo Heaton (2002), o otimismo gerencial leva os gestores a acreditarem que um mercado de capitais eficiente subavalia os títulos da sua empresa. Desta forma, o otimismo gerencial levaria a uma preferência por recursos internos que poderia ser socialmente onerosa. Os gestores otimistas dependentes de recursos externos levantados via emissões de títulos eventualmente rejeitariam projetos com VPL positivo, simplesmente por acreditar que o custo do financiamento externo é muito alto.

O fluxo de caixa livre pode, portanto, ser benéfico, pois evitaria as perdas sociais decorrentes do não empreendimento de projetos que agregam valor e que seriam rejeitados pelos gestores se os mesmos tivessem que captar recursos externamente.

Por outro lado, o otimismo gerencial enviesa sistematicamente as previsões sobre os fluxos de caixa futuros para cima, levando a uma super-avaliação das oportunidades de investimento da empresa por parte do gestor. Uma conseqüência prática deste viés é que alguns projetos com VPL negativo seriam vistos pelos gestores como projetos com VPL positivo. Entretanto, tais projetos ruins somente seriam empreendidos se os gestores dispusessem de recursos internos suficientes. Nesta situação, o fluxo de caixa livre é prejudicial, pois contornaria o problema de captação externa de recursos, fazendo com que fosse mais fácil para os gestores empreenderem projetos percebidos de forma errônea como bons projetos (com VPL positivo).

Em resumo, a teoria do otimismo gerencial ligaria os benefícios e custos do fluxo de caixa livre a duas variáveis fundamentais: o nível de otimismo gerencial e as oportunidades de investimento disponíveis para a empresa. Segundo Heaton, quanto mais otimista for o gestor, menor será a probabilidade do mesmo financiar os projetos externamente. Quanto melhor forem as oportunidades de investimento da empresa, mais oneroso será o eventual sub-investimento para os acionistas. Para as empresas com oportunidades de investimento pobres, a confiança na captação de recursos externos é benéfica. O modelo implica que os acionistas terão preferência por retenção do fluxo de caixa quando os gestores forem otimistas e a empresa tiver boas oportunidades de investimento. De maneira inversa, o modelo também implica que os acionistas terão preferência pela distribuição do fluxo de caixa livre por meio de dividendos quando os gestores forem otimistas e a empresa tiver oportunidades de investimento ruins.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

As informações produzidas pela análise financeira tradicional, têm sido alvo de várias críticas ao longo dos anos quanto ao seu objetivo de geração de informações úteis para tomada de decisões.

A valoração do conhecimento e o registro de seu valor com o auxílio de uma nova contabilidade, para posterior análise financeira, que venha a adequar a imprecisão inerente á nova ordem econômica, são os desafios que estarão nas pautas das pesquisas para as novas bases da economia do conhecimento.

Apesar de acreditar que a análise financeira é precedida pela técnica contábil e desta ter sido referenciada no presente artigo, o foco deste é apresentar que para a melhoria da competitividade e análise das organizações atuais, torna-se necessário a evolução e aprimoramento das análises financeiras.

Apesar de alguns autores tecerem preconceitos e divisões entre as funções contábeis e financeira, acredita-se que somente a sinergia, a junção de esforços comuns poderá levar a adequação á uma era do conhecimento. Desta forma, a evolução e criação futuras de novas técnicas e formas contábeis servirá de base para a melhoria das análises financeiras.

Enquanto novas técnicas e formas contábeis não surgem, torna-se necessário adequar-se a análise financeiras aos tempos de competitividade. Nesse prisma, acredita-se que as finanças comportamentais são a alternativa mais viável nessa busca.

Essa nova sociedade e as mudanças que esta traz para as organizações, como a avaliação de ativos intangíveis, faz com que as Finanças Comportamentais sejam uma das áreas de pesquisa mais promissoras da Teoria de Finanças e seu desenvolvimento, ainda que recente, tem sido acelerado. Duas são as motivações centrais para o florescimento deste campo de pesquisas.

Em primeiro lugar, diversos estudos empíricos que questionam os paradigmas tradicionais vêm se acumulando nos últimos anos. Eles revelam que as teorias mais bem aceitas de Finanças, baseadas no paradigma do agente perfeitamente racional, são incapazes de explicar satisfatoriamente diversos fenômenos financeiros observados na prática.

Naturalmente, a dificuldade para explicar e, portanto, para prever os rumos dos mercados financeiros faz com que estas teorias se tornem defasadas e deficientes também no que concerne a prescrições práticas para investidores e afins.

Em segundo lugar, os pesquisadores de Finanças já contam com um repertório mais do que respeitável de resultados baseados em pesquisas comportamentais, em boa parte construídos sobre experimentos realizados por psicólogos e outros estudiosos do comportamento humano. Estas pesquisas revelam que os seres humanos estão freqüentemente sujeitos a importantes vieses cognitivos e não se comportam segundo o paradigma clássico inspirado pelos trabalhos de Von Neumann e Morgenstern (1944) e Savage (1964).

As pesquisas sobre os limites à arbitragem revelam que, mesmo que existam agentes racionais nos mercados financeiros, freqüentemente não estará ao seu alcance desfazer as distorções causadas pelos agentes menos racionais. Demonstra-se, desta forma, que os efeitos da irracionalidade sobre a economia podem ser significativos e duradouros.

Os dois artigos discutidos anteriormente ilustram o uso dos vieses cognitivos para a construção de teorias formais em Finanças. Em ambos os modelos considerados apenas o viés de confiança excessiva / otimismo foi explorado, ainda assim resultando em formulações bastante úteis para explicar importantes fenômenos financeiros e para prescrever cursos de ação. Considerando-se a quantidade de vieses catalogados na literatura, pode-se inferir que ainda há um longo caminho a ser trilhado no esforço de incorporação de padrões de cognição mais realistas às teorias desta área do conhecimento.

Como sempre, o mérito dos modelos resultantes das abordagens comportamentais, notadamente aquelas com caráter descritivo, deve ser avaliado à luz dos testes empíricos que devem se multiplicar nos próximos anos. Estes testes devem apontar os caminhos para as futuras pesquisas e revelar até que ponto os resultados experimentais sobre a cognição humana são válidos no "mundo real".

Por fim, conclui-se que existe um longo percurso a ser seguido pelas finanças Comportamentais, principalmente por ter-se um contexto marcado por um conjunto de teorias, que não são compatíveis e não possuem significância suficiente para substituir o modelo tradicional de finanças.

Torna-se fundamental a consolidação de uma teoria que consiga explicar com significância uma grande parte das anomalias existentes no mercado, buscando contabilizar fatores psicológicos, excluídos dos modelos tradicionais de finanças.

Desta forma, a adequação das organizações frente à era do conhecimento e conseqüente necessidade de agilidade e transformação de informações em ações, deve ser feita com informações e análises consistentes, sendo as Finanças Comportamentais, a mais capacitada para isto, pois leva em conta questões não atendidas pelo enfoque tradicional.

* Rafael Bianchini Glavam é Administrador, Mestre em Inteligência Organizacional, Empresário, Consultor de Empresas e Professor das Faculdades Associadas de Santa Catarina.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ASSAF NETO, Alexandre. Estrutura e Análise de Balanços: um enfoque econômico-financeiro. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2002.
- BAZERMAN, M. H. Judgment in Managerial Decision Making. 5 ed. New York: Wiley, 2002.
- BODIE, Z.; KANE, A.; MARCUS, A. Investments 5. ed. Boston: McGraw-Hill/Irwin, c2002.
- BRASIL, H.V.; Brasil.H.G. Gestão financeira das empresas: um modelo dinâmico. Rio de Janeiro: Qualitmark, 1999.
- DAMODARAN, A. Avaliação de Investimentos: Ferramentas e Técnicas para determinação do valor de qualquer ativo. Rio de Janeiro: Qualitmark, 2003.
- DE LONG, J. B., SHLEIFER, A., SUMMERS, L., WALDMANN, R. Noise Trader Risk in Financial Markets. *Journal of Political Economy*, v. 98, p. 703-738, 1990.
- ELLSBERG, D. Risk, Ambiguity, and the Savage Axioms. *Quarterly Journal of Economics*, v. 75, p. 643-669, 1961.
- FAMA, E. F. Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. *Journal of Finance*, 25, p.383-417, May 1970.
- GILSON, S. Management Turnover and Financial Distress. *Journal of Financial Economics*, v. 25, p. 241-262, 1989.
- HEATON, J. B. Managerial Optimism and Corporate Finance. *Financial Management*, p. 33-45, Summer, 2002.
- JENSEN, M. C. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers. *American Economic Review*, v. 76, p. 323-329, 1986.
- JENSEN, M. C., MECKLING, W. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Capital Structure. *Journal of Financial Economics*, v. 3, p. 305-360, 1976.
- MARCH, J. G., SHAPIRA, Z. Managerial Perspectives on Risk and Risk Taking. *Management Science*, v. 33, p. 1404-1418, 1987
- Masi, Vincenzo. Lineamenti di Storia della Ragioneria. Zuffi, Bolonha, 1955.
- MYERS, S. C., MAJLUF, N. S. Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors do not Have. *Journal of Financial Economics*, v. 13, p. 187-221, 1984
- Mattessich, Richard. Academic Research in Accounting. The Last 50 years. Hong Kong.
- Murphy, J. Technical Analysis of the Futures Markets. New York: New York Institute of Finance, 1986.
- NICHOLSON, C. Fundamental vs. Technical Analysis. ATAA Newsletter. Phoenix: jul., 2000. p. 10.
- NORONHA, M. Análise Técnica: Teorias, Ferramentas, Estratégias. Rio de Janeiro: Editec, 1995.
- PEREIRA, E. Análise Fundamentalista: uma comparação entre modelos que mensuram a agregação de valor. In: II SEMEAD, São Paulo, 1997.
- SAVAGE, L. The Foundations of Statistics. New York: Wiley, 1964.
- SCHACKLE, G.L.S. Epistemics and Economics. A critique of economics doctrines. Cambridge University Press, 1972.
- SCHEINKMAN, J. A., XIONG, W. Overconfidence and Speculative Bubbles. *Journal of Political Economy*, v. 111, n. 6, p. 1183-1219, 2003.
- SHLEIFER, A., SUMMERS, L. The Noise Trader Approach to Finance. *Journal of Economic Perspectives*, v. 4, p. 19-33, 1990.
- SHLEIFER, A. Inefficient Markets: an Introduction to Behavioral Finance. Oxford: Oxford University Press, 2000.