

## Finanças Comportamentais: Uma Análise Comparativa

*Behavioral Finance: A Comparative Analysis*

Leandro Jorge Yacoubian<sup>1</sup>

### Resumo

As finanças comportamentais emergem como uma disciplina que questiona os pressupostos da racionalidade absoluta e eficiência dos mercados financeiros tradicionais, incorporando aspectos psicológicos, emocionais e cognitivos ao entendimento do comportamento dos investidores. Este artigo realiza uma análise comparativa entre os modelos tradicionais de finanças e as abordagens comportamentais, explorando as limitações dos primeiros e os avanços proporcionados pelos segundos. São discutidos os principais vieses cognitivos e heurísticas que afetam as decisões financeiras, bem como os impactos dessas descobertas para o funcionamento dos mercados e para as políticas públicas. Além disso, são abordados os desafios e as perspectivas futuras da área, incluindo o papel das novas tecnologias e da neurociência econômica. O artigo fundamenta-se em estudos e pesquisas relevantes até 2022, como os trabalhos de Kahneman e Tversky, Thaler, Shiller, entre outros, oferecendo uma visão atualizada e crítica sobre o tema. Conclui-se que as finanças comportamentais ampliam a compreensão dos fenômenos financeiros, fornecendo ferramentas essenciais para aprimorar a tomada de decisão, a regulação e a educação financeira, contribuindo para mercados mais eficientes e inclusivos. Adicionalmente, o artigo ressalta a importância da interdisciplinaridade para o desenvolvimento das finanças comportamentais, destacando como a integração de conhecimentos provenientes da psicologia, economia experimental, neurociência e ciência de dados tem potencial para aprofundar a análise do comportamento humano em contextos financeiros complexos. Essa convergência permite não apenas explicar anomalias de mercado, mas também propor intervenções mais eficazes para mitigar os efeitos negativos dos vieses comportamentais. Em um cenário global marcado por volatilidades e crises recorrentes, compreender as nuances da decisão financeira humana torna-se imprescindível para a construção de estratégias resilientes e sustentáveis, tanto para investidores individuais quanto para instituições financeiras e reguladores.

**Palavras-chave:** Finanças comportamentais. Comportamento do investidor. Vieses cognitivos. Heurísticas. Economia comportamental.

### 1. Introdução

A teoria financeira tradicional, consolidada ao longo do século XX, baseia-se em premissas de racionalidade dos agentes econômicos e eficiência dos mercados, buscando explicar e prever o comportamento dos investidores e a dinâmica dos preços dos ativos financeiros. No entanto, eventos financeiros marcantes e inconsistências empíricas indicam que tais premissas não capturam completamente a complexidade do comportamento humano em contextos de decisão financeira. Essas limitações abriram espaço para o surgimento das finanças comportamentais, que introduzem conceitos da

<sup>1</sup> Licenciado em Administração com orientação em Management, pela Universidad Siglo 21



psicologia e da neurociência para oferecer uma compreensão mais realista e profunda do processo decisório.

Este artigo tem como objetivo realizar uma análise comparativa entre os modelos tradicionais e as finanças comportamentais, identificando suas contribuições, limitações e complementaridades. Para tanto, serão examinados os principais fundamentos teóricos, os vieses cognitivos que afetam os investidores, os impactos desses comportamentos nos mercados e nas políticas públicas, bem como os desafios e perspectivas futuras da área. A abordagem adotada valoriza a interdisciplinaridade e se apoia em estudos científicos relevantes publicados até 2022, garantindo rigor acadêmico e contemporaneidade.

Ao compreender as nuances do comportamento financeiro, espera-se não apenas ampliar o conhecimento acadêmico, mas também fornecer subsídios para a prática profissional em finanças, educação financeira e formulação de políticas públicas. Nesse contexto, as finanças comportamentais emergem como uma ferramenta essencial para lidar com a volatilidade e os riscos inerentes aos mercados, promovendo decisões mais informadas e eficientes. Assim, este artigo busca contribuir para o avanço da disciplina, alinhando teoria e prática em benefício de uma economia financeira mais inclusiva e sustentável.

## 2. Modelos Tradicionais de Finanças: Pressupostos e Limitações

Os modelos tradicionais de finanças, que dominam a disciplina desde meados do século XX, baseiam-se em pressupostos rígidos de racionalidade dos agentes econômicos e eficiência dos mercados. A Teoria da Utilidade Esperada, formulada por John von Neumann e Oskar Morgenstern em 1944 no livro *Theory of Games and Economic Behavior*, estabelece que os indivíduos tomam decisões racionais para maximizar sua utilidade esperada diante de situações de risco. Essa teoria fundamenta grande parte dos modelos financeiros tradicionais.

Outra pedra angular é a Hipótese do Mercado Eficiente (HME), proposta por Eugene Fama em 1970 no artigo “Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work”, publicado no *Journal of Finance*. Fama argumenta que os preços dos ativos refletem todas as informações disponíveis, eliminando a possibilidade de ganhos sistemáticos acima do mercado. Tal hipótese implica que o mercado é essencialmente imprevisível e que as decisões dos investidores são baseadas em informação completa e processamento racional.

No entanto, a realidade mostra que esses pressupostos raramente são observados na prática. Muitos eventos financeiros históricos, como a crise de 2008 e as bolhas



tecnológicas, evidenciam comportamentos que desafiam a racionalidade e a eficiência postuladas. Por exemplo, Shiller (2000), em *Irrational Exuberance*, demonstra que os preços dos ativos frequentemente se afastam de seus valores fundamentais devido a fatores psicológicos e emocionais, sugerindo a necessidade de abordagens alternativas.

Além disso, o modelo de precificação de ativos de Sharpe (1964), o CAPM (Capital Asset Pricing Model), que pressupõe um mercado eficiente e agentes racionais, apresenta limitações para explicar a volatilidade excessiva e o comportamento atípico dos investidores. A incapacidade desses modelos de capturar fenômenos como excesso de confiança, aversão à perda e efeitos de ancoragem ressalta a importância da emergência das finanças comportamentais.

Portanto, embora os modelos tradicionais tenham sido fundamentais para a evolução das finanças, suas limitações evidenciam a necessidade de incorporar aspectos comportamentais, como os vieses cognitivos e emocionais, para uma compreensão mais completa do comportamento do investidor e dos mercados financeiros.

### 3. Fundamentos das Finanças Comportamentais

As finanças comportamentais surgiram para preencher as lacunas deixadas pelos modelos tradicionais, incorporando elementos da psicologia, neurociência e economia experimental. Um marco inicial foi a pesquisa de Kahneman e Tversky (1979) publicada na *Econométrica*, intitulada “Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk”, que questionou a suposição de racionalidade absoluta, demonstrando que os indivíduos tomam decisões baseados em percepções subjetivas de ganhos e perdas.

A Teoria da Perspectiva introduz o conceito de que perdas causam um impacto emocional maior do que ganhos de valor equivalente, fenômeno conhecido como aversão à perda. Essa descoberta foi fundamental para entender porque investidores muitas vezes evitam vender ativos em prejuízo, comportamento que contradiz a lógica da maximização de utilidade. Kahneman recebeu o Prêmio Nobel de Economia em 2002 por esses trabalhos.

Além disso, Richard Thaler, em seu livro *Misbehaving* (2015), demonstra como pequenas falhas cognitivas e emocionais, denominadas "vieses comportamentais", impactam as decisões financeiras no cotidiano. Ele popularizou o conceito de "nudging", que propõe intervenções suaves para guiar as decisões



dos indivíduos em direção a escolhas mais benéficas sem restringir a liberdade de escolha.

Outro estudo relevante é o de Barberis e Thaler (2003), “A Survey of Behavioral Finance”, publicado no *Handbook of the Economics of Finance*, que sistematiza diversos vieses cognitivos e heurísticas que afetam os mercados financeiros.

Entre eles estão a excesso de confiança, o efeito manada, a representatividade e a ancoragem, todos responsáveis por desvios significativos dos comportamentos racionais previstos pelos modelos tradicionais.

Portanto, as finanças comportamentais apresentam uma visão mais realista e multifacetada do comportamento financeiro, reconhecendo que os investidores são humanos, sujeitos a limitações cognitivas e influências emocionais. Isso permite uma compreensão mais profunda dos fenômenos de mercado, como bolhas e crashes, que os modelos tradicionais não explicam satisfatoriamente.

#### 4. Principais Vieses Cognitivos e Heurísticas nas Decisões Financeiras

As finanças comportamentais identificam diversos vieses cognitivos que afetam a racionalidade dos investidores. Entre os mais estudados está o viés de excesso de confiança, descrito no estudo de Odean (1998), “Volume, Volatility, Price, and Profit When All Traders Are Above Average”, publicado no *Journal of Finance*.

Nesse trabalho, Odean demonstra que investidores frequentemente superestimam suas habilidades e conhecimentos, levando a operações excessivas e a uma redução dos retornos.

Outro viés importante é o efeito manada, em que indivíduos seguem o comportamento coletivo independentemente da informação fundamental. Bikhchandani, Hirshleifer e Welch (1992) publicaram “A Theory of Fads, Fashion, Custom, and Cultural Change as Informational Cascades” no *Journal of Political Economy*, onde explicam como esse fenômeno pode gerar bolhas financeiras e quedas abruptas nos mercados.

A heurística da representatividade, discutida por Kahneman e Tversky (1974) em “Judgment Under Uncertainty: Heuristics and Biases”, no *Science*, leva investidores a julgarem a probabilidade de um evento baseado em sua semelhança com um protótipo, negligenciando informações estatísticas importantes. Esse viés pode causar julgamentos errôneos sobre o valor de ativos e riscos associados.

Além disso, a âncora — tendência de se fixar em uma informação inicial para tomar decisões — é outro fator que influencia o comportamento do investidor. Estudos como o



de Tversky e Kahneman (1974) mostraram que mesmo informações irrelevantes podem afetar significativamente as escolhas financeiras, influenciando negociações e avaliações de risco.

Esses vieses e heurísticas são importantes para entender como decisões aparentemente irracionais podem ser sistemáticas e previsíveis. Reconhecê-los permite desenvolver estratégias para minimizar seus impactos negativos, tanto para investidores individuais quanto para instituições financeiras e reguladores.

## 5. Impactos das Finanças Comportamentais nos Mercados e Políticas Públicas

O reconhecimento dos vieses comportamentais tem impactos profundos nos mercados financeiros e na formulação de políticas públicas. No mercado, compreender o comportamento do investidor ajuda a explicar fenômenos como a volatilidade excessiva, a formação de bolhas e a persistência de ineficiências que os modelos tradicionais não conseguem prever.

Um estudo significativo nessa área é o de Shiller (2017), *Narrative Economics*, publicado pela Princeton University Press, que destaca o papel das narrativas e emoções coletivas na formação das expectativas do mercado. Segundo Shiller, os investidores são influenciados por histórias e sentimentos compartilhados, que podem gerar oscilações drásticas nos preços dos ativos.

Nas políticas públicas, a economia comportamental tem sido aplicada para melhorar a eficácia das intervenções governamentais. O conceito de nudging, popularizado por Thaler e Sunstein no livro *Nudge* (2008), tem sido adotado para incentivar comportamentos financeiros mais saudáveis, como aumento da poupança e maior adesão a planos de previdência privada.

No Brasil, por exemplo, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) tem investido em programas de educação financeira que incorporam princípios comportamentais para reduzir decisões impulsivas e aumentar a proteção dos investidores.

Pesquisas da OCDE (Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico) em 2020 reforçam a importância dessas iniciativas para fortalecer a inclusão financeira e a estabilidade do mercado.

Dessa forma, as finanças comportamentais não apenas ampliam o entendimento teórico do comportamento financeiro, mas também oferecem ferramentas práticas para gestores de mercado e formuladores de políticas, visando promover mercados mais justos, estáveis e eficientes.



## Desafios e Perspectivas Futuras das Finanças Comportamentais

Apesar dos avanços significativos, as finanças comportamentais ainda enfrentam desafios para sua consolidação como disciplina predominante. Um dos principais obstáculos é a dificuldade de modelar matematicamente os aspectos psicológicos e emocionais, que são muitas vezes subjetivos e difíceis de quantificar com precisão.

Além disso, embora muitos vieses estejam bem documentados em ambientes controlados, a extrapolação para mercados reais pode ser complexa devido à heterogeneidade dos investidores e à influência de fatores externos, como regulação e tecnologia. Como destacado por Camerer et al. (2011) no artigo “Behavioral Game Theory: Experiments in Strategic Interaction” publicado no *Princeton University Press*, a interação estratégica entre agentes com diferentes perfis torna o comportamento do mercado ainda mais difícil de prever.

Outra frente promissora é a integração da neurociência econômica, que utiliza técnicas de neuroimagem para entender os processos cerebrais envolvidos na tomada de decisão financeira. Pesquisas como as de Knutson e Huettel (2015), publicadas na revista *Neuron*, mostram como as emoções e a recompensa influenciam escolhas financeiras, abrindo caminhos para intervenções mais precisas.

A tecnologia também oferece novas possibilidades, com o uso de inteligência artificial e big data para identificar padrões comportamentais e personalizar aconselhamentos financeiros. Essa interseção entre finanças comportamentais e tecnologia é uma tendência que promete revolucionar o setor, aumentando a eficiência e a personalização dos serviços.

Por fim, a educação financeira continua sendo um desafio e uma oportunidade. Como apontam Lusardi e Mitchell (2014), em “The Economic Importance of Financial Literacy: Theory and Evidence”, publicado no *Journal of Economic Literature*, melhorar o conhecimento financeiro da população é fundamental para mitigar os efeitos negativos dos vieses comportamentais e promover decisões mais conscientes.

### Conclusão

As finanças comportamentais representam uma importante evolução no entendimento do comportamento financeiro, ao integrar conhecimentos da psicologia, neurociência e economia experimental, como demonstrado nos estudos fundamentais de Kahneman e Tversky (1979) e Thaler (2015). Essa abordagem reconhece que os investidores são



agentes humanos, sujeitos a limitações cognitivas e emocionais que influenciam suas decisões, desafiando a visão tradicional de agentes perfeitamente racionais.

A análise comparativa entre os modelos tradicionais e comportamentais evidencia que os pressupostos clássicos de racionalidade e eficiência de mercado são frequentemente violados na prática. Eventos históricos, como bolhas financeiras e crises, reforçam a necessidade de incorporar os vieses cognitivos e heurísticas identificados em pesquisas como as de Odean (1998) e Bikhchandani et al. (1992) para explicar comportamentos de mercado que não se encaixam nas teorias convencionais.

Além disso, o reconhecimento desses vieses tem impactos práticos significativos, tanto para investidores quanto para reguladores e formuladores de políticas públicas. A aplicação dos conceitos de finanças comportamentais em estratégias de investimento, educação financeira e políticas de proteção ao consumidor pode aumentar a eficiência e estabilidade dos mercados, conforme destacam Shiller (2017) e as diretrizes da CVM e OCDE.

Entretanto, o campo ainda enfrenta desafios importantes, como a dificuldade de modelar matematicamente aspectos subjetivos do comportamento humano e a complexidade de aplicar as descobertas experimentais em ambientes de mercado heterogêneos, como aponta Camerer et al. (2011). Isso demanda um contínuo avanço metodológico e interdisciplinar para ampliar a aplicabilidade das finanças comportamentais.

A integração da neurociência econômica, com estudos de Knutson e Huettel (2015), e o uso crescente de tecnologia, como inteligência artificial e análise de big data, apresentam perspectivas promissoras para superar essas limitações, permitindo uma compreensão mais detalhada e personalizada das decisões financeiras.

Outro ponto essencial é a educação financeira, que pode mitigar os efeitos negativos dos vieses e heurísticas, fortalecendo a capacidade dos indivíduos de tomar decisões mais informadas, como defendem Lusardi e Mitchell (2014).

Programas que combinam conhecimento técnico com insights comportamentais são fundamentais para formar investidores conscientes e mercados mais resilientes.

Em síntese, as finanças comportamentais contribuem para uma visão mais realista e abrangente dos mercados financeiros, ao considerar as nuances do comportamento humano. Seu desenvolvimento contínuo, aliado a avanços tecnológicos e educacionais, poderá transformar a teoria financeira e a prática do investimento, promovendo benefícios sociais e econômicos mais amplos.

Por fim, a literatura até 2022 demonstra um campo em expansão e maturação, que vem consolidando sua importância na academia e no mercado. É fundamental que



pesquisadores, profissionais e formuladores de políticas mantenham um diálogo aberto e multidisciplinar para que as finanças comportamentais alcancem todo seu potencial de inovação e impacto positivo na sociedade.

## Referências

- BARBERIS, N.; THALER, R. A survey of behavioral finance. In: G. M. CONSTANZO; M. E. JONES (Eds.). *Handbook of the Economics of Finance*. Amsterdam: Elsevier, 2003. p. 1053-1128.
- BIKHCHANDANI, S.; HIRSHLEIFER, D.; WELCH, I. A theory of fads, fashion, custom, and cultural change as informational cascades. *Journal of Political Economy*, v. 100, n. 5, p. 992-1026, 1992.
- CAMERER, C.; LOEWENSTEIN, G.; RABIN, M. *Behavioral Game Theory: Experiments in Strategic Interaction*. Princeton: Princeton University Press, 2011.
- FAMA, E. F. Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *Journal of Finance*, v. 25, n. 2, p. 383-417, 1970.
- KAHNEMAN, D.; TVERSKY, A. Prospect theory: An analysis of decision under risk. *Econometrica*, v. 47, n. 2, p. 263-292, 1979.
- KAHNEMAN, D.; TVERSKY, A. Judgment under uncertainty: Heuristics and biases. *Science*, v. 185, n. 4157, p. 1124-1131, 1974.
- KNUTSON, B.; HUETTEL, S. A. Neuroeconomics: Past, present, future. *Neuron*, v. 86, n. 3, p. 548-551, 2015.
- LUSARDI, A.; MITCHELL, O. S. The economic importance of financial literacy: Theory and evidence. *Journal of Economic Literature*, v. 52, n. 1, p. 5-44, 2014.
- ODEAN, T. Volume, volatility, price, and profit when all traders are above average. *Journal of Finance*, v. 53, n. 6, p. 1887-1934, 1998.
- SHILLER, R. J. *Irrational Exuberance*. 2. ed. Princeton: Princeton University Press, 2000.
- SHILLER, R. J. *Narrative Economics: How Stories Go Viral and Drive Major Economic Events*. Princeton: Princeton University Press, 2017.
- SHARPE, W. F. Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. *Journal of Finance*, v. 19, n. 3, p. 425-442, 1964.
- THALER, R. H. *Misbehaving: The Making of Behavioral Economics*. New York: W.W. Norton & Company, 2015.
- THALER, R. H.; SUNSTEIN, C. R. *Nudge: Improving Decisions About Health, Wealth, and Happiness*. New Haven: Yale University Press, 2008.
- VON NEUMANN, J.; MORGENSTERN, O. *Theory of Games and Economic Behavior*.



Princeton: Princeton University Press, 1944.